

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/4

4 Enkele opmerkingen over kapitaalparticipatie zonder stemrecht

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644494:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

4.1 Inleiding
4.2 Het stemrechtloze aandeel in de BV 2.0, en graag ook in de NV
4.3 De certificaathouder en de kring van betrokkenen. Wat als het AK partij is bij een aandeelhoudersovereenkomst en als de certificaathouders zonder vergaderrecht aan die overeenkomst zijn gebonden?
4.4 Kan het AK een pandrecht verlenen op de in beheer gehouden aandelen?
4.5 De certificaathouder en de notary letter
4.6 Conclusie

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/4.1

4.1 Inleiding

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644336:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Toen mij werd gevraagd of ik een bijdrage zou willen schrijven voor het Liber Amicorum voor Kid Schwarz, zei ik direct en zonder meer 'ja'. Kid was mijn promotor. Na mijn promotie werken wij tot op de dag van vandaag samen, bijvoorbeeld in het kader van lezingen of het verzorgen van postacademisch onderwijs.

Kid is een bijzonder mens. In de eerste plaats is hij een scherp en snel denkend jurist met lef. Met dat laatste bedoel ik dat Kid graag het juridische debat met prikkelende stellingen begint, aanwakkert en voert. Daarmee levert hij een bijdrage aan de ontwikkeling van het ondernemingsrecht. Zijn Maastrichtse oratie uit 1990^[1] is daarvan een voorbeeld. In die oratie schetst hij dat vooral kleine aandeelhouders in publieke vennootschappen niet betrokken zijn. Omdat daardoor besluitvorming in de algemene vergadering wordt gefrustreerd of omdat slechts een klein deel van de aandeelhouders de belangrijke besluiten neemt, zijn er oligarchische regelingen opgetuigd. In deze regelingen wordt de macht van de aandeelhouders beperkt en meer macht aan het bestuur of aan een met het bestuur verbonden groep toebedeeld, bijvoorbeeld als beschermingsconstructie tegen (vijandige) overnames. Het dualistische systeem van de vennootschap, waarbij het bestuur onder toezicht staat van de algemene vergadering en/of de raad van commissarissen, zou beter functioneren als er een nauwere band tussen aandeelhouder en vennootschap bestaat. Tegen deze achtergrond pleitte Schwarz in zijn oratie voor de introductie van een stemrechtloos aandeel – door hem het 0-aandeel (nul-aandeel)

genoemd in de Nederlandse, publieke NV (al dan niet beursgenoteerd), waarbij aangesloten zou kunnen worden bij de in die tijd reeds bestaande stemrechtloze aandelen in andere EU-landen. Vervolgens werkt hij in zijn Maastrichtse oratie het 0-aandeel in juridisch-technische zin uit.

Ook andere vormen kapitaalparticipatie zonder stemrecht hebben de aandacht van Kid Schwarz. Bijvoorbeeld met Blanco Fernández schreef hij een grondig artikel in het *WPNR* over dat bewijs.^[2] Toentertijd was de vraag of de uitgifte van participatiebewijzen niet in strijd was met art. 3:40 BW, omdat feitelijk sprake van een stemrechtloos aandeel was. Een rechtsfiguur die het Nederlandse recht op dat moment niet kende. Nadat die vraag positief beantwoord werd, volgde een uitgebreide en diepgaande verhandeling op welke wijze dat participatiebewijs vormgegeven zou kunnen worden.

Daarnaast komt de rechtsfiguur van certificering van aandelen in open en besloten vennootschappen in vele publicaties van Kid Schwarz aan de orde.^[3] Ook in die publicaties worden fundamentele vragen niet geschuwd of worden meer juridisch-technische vragen over certificering van een praktijkgericht antwoord voorzien.

Ik deel die belangstelling voor kapitaalparticipatie zonder stemrecht met Kid. Ik schreef er mijn proefschrift over.^[4] Ik ga in mijn bijdrage in dit Liber voor Kid dan ook graag op dit onderwerp in. Kid verbindt in zijn publicaties en voordrachten in de regel de wetenschap met de praktijk, waarbij de familievennootschap en het café niet noodzakelijkerwijs in die combinatie en/of volgorde op ludieke wijze beeldend naar voren worden gebracht. Ook dat is zijn kracht. Ik wil dat voorbeeld graag volgen door in deze bijdrage in ieder geval de koppeling tussen wetenschap en praktijk te maken.

In deze bijdrage pleit ik in paragraaf 2 voor het stemrechtloze aandeel 2.0 in de BV en de introductie van dat aandeel in de NV. In paragraaf 3 stel ik de certificaathouder zonder vergaderrecht en de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW aan de orde, meer in het bijzonder in het geval dat het administratiekantoor (AK) partij is bij een aandeelhoudersovereenkomst. De vraag is dan welke gevolgen die gebondenheid heeft voor het antwoord op de vraag of de certificaathouder zonder vergaderrecht tot de kring van betrokkenen behoort. Daarna geef ik in paragraaf 4 antwoord op de vraag of het AK een pandrecht aan derden kan verlenen op de door haar in beheer gehouden aandelen. In paragraaf 5 ga ik vervolgens in op de vraag of een certificaathouder partij is of moet zijn bij de *notary letter* in het kader van M&A-transacties. Ik beperk mij in deze bijdrage tot de BV.^[5] Ik sluit af met een conclusie.

Voetnoten

[1] C.A. Schwarz, *Aandelen zonder stemrecht* (oratie Maastricht), Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1990.

[2] J.M. Blanco Fernández & C.A. Schwarz, 'Enkele opmerkingen over het participatiebewijs', *WPNR*, 1992, 6045, p. 287-293.

[3] Ik noem bijvoorbeeld: C.A. Schwarz, 'Enkele vragen bij certificering van aandelen', *TVVS*, 1992-1, p. 6-11; C.A. Schwarz, 'Certificering van aandelen als onderlinge regeling tot samenwerking tussen aandeelhouders? Toepasselijkheid van het structuurmodel op de besloten (naamloze) vennootschap in de voorstellen tot wijziging van de structuurregeling', *S&V*, 2002-2, p. 44-51; C.A. Schwarz, 'Certificering als beschermingsconstructie; bruikbaarheid in een veranderend tijdsgewricht', *TvOB*, 2004-5, p. 220-225; en S.B. Garcia Nelen & C.A. Schwarz, *Certificering bij de NV en BV*, Serie Ondernemingsrecht deel B.19, Den Haag, Sdu uitgevers, 2016.

[4] R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV* (diss. Maastricht), Serie VHI deel 116, Deventer, Kluwer, 2013.

[5] Uitgezonderd in paragraaf 2.

4.2 Het stemrechtloze aandeel in de BV 2.0, en graag ook in de NV!

[1]

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644288:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In oktober 2012 was het een novum in het Nederlandse vennootschapsrecht: het stemrechtloze aandeel werd in het BV-recht geïntroduceerd.^[2] De wetgever was eerst niet van plan het stemrechtloze aandeel in te voeren. Na reacties uit met name de rechtspraak ging de wetgever overstap en verscheen het stemrechtloze aandeel alsnog in het wetsvoorstel. Pluspunten waren dat het stemrechtloze aandeel een internationaal bekende rechtsfiguur is en eenvoudig en kostenbesparend binnen een vennootschap kan worden toegepast, vooral in situaties waarin slechts financiële deelname in een BV is gewenst.^[3]

Ik geef regelmatig cursussen aan professionals, zoals advocaten, notarissen en accountants, over certificering van aandelen. Het stemrechtloze aandeel komt dan ook voorbij. Ik stel tijdens zo'n cursus de vraag of de deelnemers zien of dit aandeel in de praktijk veel wordt gebruikt. Het antwoord is stevast 'nee'. Als het stemrechtloze aandeel al gebruikt wordt, dan is dat om er bij een kapitaalinjectie voor te zorgen dat de stemverhoudingen in de algemene vergadering ongewijzigd blijven. Of het stemrechtloze aandeel wordt in de vorm van cumprefs als financieringsinstrument gebruikt. Mijn 'enquête' is uiteraard geen (empirisch) wetenschappelijk onderzoek. De peiling geeft wel aan dat het stemrechtloze aandeel in de praktijk kennelijk niet zo geliefd is. Van onbekend maakt onbemind, lijkt mij geen sprake. Iedereen kent het stemrechtloze aandeel, ook omdat er bij de invoering van het nieuwe BV-recht ruimschoots aandacht aan is besteed.

Van impopulariteit is wel sprake. Het stemrechtloze aandeel is een inflexibele rechtsfiguur. Het enige verschil met een gewoon aandeel is dat aan het stemrechtloze aandeel geen stemrecht in de algemene vergadering is verbonden.^[4] De stemrechtloze aandeelhouder kan wel het vergaderrecht en de daarmee verbonden organisatierechtelijke rechten uitoefenen. Hij heeft het recht de algemene vergadering bij te wonen en daar het woord te voeren.^[5] Alleen op het cruciale moment van stemmen moet hij zijn mond houden. De inflexibiliteit komt met name tot uitdrukking door het niet afneembare vergaderrecht.

De aloude rechtsfiguur van certificering van aandelen is nog steeds favoriet, ook al is de driehoeksverhouding tussen vennootschap-administratiekantoor-certificaathouder ingewikkeld en soms weerbarstig. Daarmee bedoel ik dat het goed inregelen van die driehoeksverhouding tijd en aandacht vergt. Bijvoorbeeld wat betreft besluitvorming op aandeelhouders- en bestuursniveau van de vennootschap en besluitvorming in het AK en de daaraan verbonden vraag of, en zo ja in hoeverre de certificaathouders invloed hebben op die besluitvorming. Is in de statuten aan de certificaten vergaderrecht toegekend, dan moeten de certificaathouders bij de besluitvorming op aandeelhoudersniveau van de vennootschap betrokken worden. Wat betreft de besluitvorming in het AK: is in de administratievoorwaarden een vergadering van certificaathouders gecreëerd? Moet die vergadering door het bestuur van het AK worden geraadpleegd alvorens dat bestuur het stemrecht op de door het AK in beheer gehouden aandelen uitoefent? Welke belangen moeten in dat kader worden afgewogen of ligt het primaat bij het belang van de certificaathouders? Daarnaast is het AK in de regel een leeg vehikel. Hoe kan het AK ervoor zorgen dat zij een aan de certificaathouder uitgekeerd dividend terugkrijgt in het geval dat een uitkering op grond van art. 2:216 lid 3 BW door het AK aan de vennootschap moet worden terugbetaald?^[6] Een ander aspect dat aandacht verdient bij het opzetten van een certificeringsconstructie is de afstemming van de overdraagbaarheid en een aanbiedingsplicht van de certificaten en de onderliggende aandelen. Als een AK partij is bij een aandeelhoudersovereenkomst, waarbij aan de aandeelhouders bij die aandeelhoudersovereenkomst allerlei verplichtingen zijn opgelegd, kan het onder omstandigheden gewenst zijn die verplichtingen 'door te leggen' aan de certificaathouders, bijvoorbeeld als de aandeelhouders (en achterliggende certificaathouders) op enig moment in financiering van

de vennootschap moeten voorzien, bijvoorbeeld door middel van een agiostorting op de aandelen. Dat vergt goede inrichting en zorgvuldige formulering van de statuten van het AK en van de administratievoorwaarden.^[7] Daar gaat het in de praktijk wel eens mis.^[8] Vaak wordt de stichting als rechtsvorm voor het AK gebruikt. Met de invoering van de Wet Bestuur en Toezicht Rechtspersonen per 1 juli 2021 boet de stichting als rechtsvorm voor het AK wellicht aan populariteit in, omdat de regeling van meervoudig stemrecht van bestuurders van een stichting is aangepast. Net als bij de NV en de BV kan een bestuurder of commissaris niet meer stemmen uitbrengen dan de andere bestuurders of commissarissen.^[9] Voorheen werd in het AK wel van deze mogelijkheid gebruik gemaakt.^[10]

Los van deze mogelijke knelpunten in de praktijk, die met goed uitgewerkte statuten van het AK en administratievoorwaarden voor een goed deel op te lossen zijn, zijn kennelijk de hogere kosten van het opzetten en in stand houden van een certificeringsstructuur vergeleken met stemrechtloze aandelen geen belemmering. In veel familievennootschappen komen certificaten van aandelen voor. Ook voor werknemersparticipatie worden ze graag gebruikt. Veelal in de versie zonder vergaderrecht. Daarin zit een deel van de flexibiliteit van deze rechtsfiguur. De wet biedt namelijk de mogelijkheid in de statuten van een BV te bepalen of sprake is van certificaten van aandelen met of zonder vergaderrecht.^[11] Bovendien kent de wet een flexibele regeling voor het toekennen en ontnemen van het vergaderrecht, ook door een ander orgaan dan de algemene vergadering.^[12]

Die flexibiliteit is er ook in de statuten van het administratiekantoor. Er kan alvast een opvolgend bestuur worden benoemd voor het geval de oprichter komt te overlijden. Veel familiebedrijven vinden dat prettig met het oog op de continuïteit van de onderneming. Bij gebruik van het stemrechtloze aandeel kan een dergelijk effect, zij het met haken en ogen, ook met een stemovereenkomst in een aandeelhoudersovereenkomst worden bereikt.^[13]

Ik breek een lans voor de introductie van een stemrechtloos aandeel 2.0 als *best of both worlds*: het stemrechtloze aandeel in de huidige vorm met de flexibele mogelijkheid het vergaderrecht statutair toe te kennen en te ontnemen. Als voorbeeld voor een wettelijke regeling op dit punt kan dienen de wijze waarop aan certificaten vergaderrecht kan worden toegekend en ontnomen. Voor het stemrechtloze aandeel 2.0 (dus met het flexibele vergaderrecht) moet de wet worden gewijzigd. Dat kan op een eenvoudige manier door (i) aan de eerste volzin van art. 2:227 lid 2 BW na 'aan aandeelhouders' de woorden 'aan houders van aandelen als bedoeld in het vijfde lid van dit artikel' toe te voegen en (ii) in de tweede volzin van art. 2:227 lid 4 BW de woorden 'houders van aandelen als bedoeld in het vijfde lid van dit artikel' toe te voegen. Als deze toevoegingen gedaan zijn, is het wettelijke systeem voor het stemrechtloze aandeel 2.0 gelijk aan de regeling van het vergaderrecht bij certificaten van aandelen.

Ook in de NV zou ik de introductie van het stemrechtloze aandeel toejuichen, omdat dit een aantal juridisch-technische problemen bij het (her)structureren van vennootschappen oplost.^[14] Met de modernisering van het NV-recht zet de wetgever tot nu toe geen grote stappen. In het voorontwerp Modernisering NV-recht en evenwichtiger man-vrouwverhouding ontbreekt het stemrechtloze aandeel. Het gemis daaraan in de NV is er ook om andere redenen. Het maakt de omzetting van een BV met stemrechtloze aandelen in een NV lastig(er). Hoe moet je in de NV, waarin alleen aandelen met één stemrecht mogelijk zijn, bij omzetting omgaan met een stemrechtloze aandeelhouder in de BV? Of een fusie tussen een verdwijnende BV met stemrechtloze aandelen en een verkrijgende NV? Bij splitsing kunnen zich vergelijkbare problemen voordoen.^[15] Er is een wettelijke regeling die onder omstandigheden tot een exit van de stemrechtloze aandeelhouder leidt, maar dan moet de stemrechtloze aandeelhouder wel van die regeling gebruik *willen* maken. Zo niet, dan moet hij aandeelhouder met winst- en stemrecht in de NV worden.

Dus ook in de NV komt het stemrechtloze aandeel goed van pas. En dan ook bij deze rechtspersoon graag in de flexibele versie 2.0. De regeling van het vergaderrecht biedt ook een oplossing voor de huidige, onduidelijke situatie in de NV wanneer sprake is van met of zonder medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen.^[16]

Ik liet het nog onbesproken: het stemrechtloze aandeel is een (apart) soort aandeel.^[17] Dat kan leiden tot een aanmerkelijkbelangclaim, terwijl voor certificaten van aandelen onder meer de vereenzelvigingsresolutie^[18] geldt. Ook daarom is het stemrechtloze aandeel in de BV onbemind. Hoog tijd dat het Ministerie van Financiën bij de introductie van het stemrechtloze aandeel 2.0 in de NV en BV mee helpt dit nadeel te ondervangen,

Voetnoten

- [1] Deze paragraaf is een be- en uitwerking van mijn column: 'Hoog tijd voor het stemrechtloze aandeel 2.0!', *Tijdschrift Familiebedrijven*, 2021-3, p. 117.
- [2] Zie art. 2:228 lid 5 BW. Het pleidooi van Kid Schwarz in zijn Maastrichtse oratie kreeg in zoverre dus geen navolging, omdat het stemrechtloze aandeel niet in de NV maar in de BV werd geïntroduceerd.
- [3] Zie hierover: Wolf 2013, p. 23-29.
- [4] Maar wel in de vergadering van houders van stemrechtloze aandelen, als een dergelijk orgaan langs de weg van art. 2:189a BW statutair is gecreëerd. Aan dat orgaan kan vervolgens bijvoorbeeld de bevoegdheid worden toegekend een of meerdere bestuurders van de vennootschap te benoemen, zie art. 2:242 BW. Zie hierover bijvoorbeeld: Wolf 2013, p. 73-77 en H.E. Boschma & G.K. Kuijers-Tollenaar, 'De bevoegdheidsverdeling in de Flex-BV: AV of BGA?', *WPNR*, 2013, 6962, p. 101-108.
- [5] Zie art. 2:227 lid 1 BW. Daarnaast zijn tal van organisatierechtelijke rechten aan het vergaderrecht verbonden, zoals het bijeenroepingsrecht (art. 2:220 lid 1 jo. lid 2 BW), het machtigingsrecht tot bijeenroeping (art. 2:222 jo. 220 lid 2 BW), het oproepingsrecht (art. 2:223 BW), het agenderingsrecht (art. 2:224a lid 1 jo. lid 2 BW) en het instemmingsrecht als bedoeld in art. 2:225 BW. Bij besluitvorming buiten vergadering moeten de vergadergerechtigden met deze wijze van besluitvorming instemmen (art. 2:238 BW). Ik noem verder het recht van inlichtingen ex art. 2:217 lid 1 BW, het recht van inzage van de jaarrekening en het jaarverslag (art. 2:212 BW) en de rechten als bedoeld in art. 2:233 BW in het kader van een (voorgenomen) statutenwijziging. Daarnaast noem ik art. 2:196c BW, dat ten aanzien van de levering van een certificaat met vergaderrecht art. 2:196a en 196b BW van overeenkomstige toepassing verklaart, en uiteraard het wettelijk pandrecht ex art. 3:259 BW, indien aan certificaten vergaderrecht is toegekend.
- [6] Zie voor een oplossing: R.A. Wolf, 'Het certificaat van aandeel in de BV. Enkele beschouwingen en recente ontwikkelingen na invoering van de Wet Flex-BV', *WPNR*, 2016, 7093, p. 97-107, meer in het bijzonder par. 7 van die bijdrage.
- [7] Zie voor mogelijke gevolgen par. 3 van deze bijdrage.
- [8] Een voorbeeld daarvan is een vordering tot decertificering, waarbij statuten en administratievoorwaarden vanwege de formulering van de desbetreffende bepalingen ruimte lieten om decertificering te weigeren ook als waren de certificaten in een hand gekomen. Zie recent: Hof Amsterdam 24 juli 2018, ECLI:NL:GHAMS:2018:2640, *JOR* 2018/270, m.nt. R.A. Wolf en Hof Amsterdam 24 augustus 2021, ECLI:NL:GHAMS:2021:2588.
- [9] Zie art. 2:291 lid 4 BW.
- [10] In het oorspronkelijke wetsvoorstel van de Wet Bestuur en Toezicht Rechtspersonen was een begrenzing van het meervoudig stemrecht in de stichting opgenomen. Zie [Kamerstukken II 2015/16, 34 491, nr. 2](#), p. 2 en [Kamerstukken II 2015/16, 34 491, nr. 3](#), p. 1. Daarop kwam kritiek. Zie [Kamerstukken II 2015/16, 34 491, nr. 4](#), p. 4 e.v. In de Nota van Wijziging werd de voorgestelde beperking van het stemrecht bij de stichting geschrapt. Zie [Kamerstukken II 2018/19, 34 491, nr. 7](#) en [Kamerstukken II 2018/19, 34 491, nr. 6](#), p. 2 en [Kamerstukken II 2018/19, 34 491, nr. 11](#), p. 2. Op deze tournee volgde een amendement, waarbij het meervoudig stemrecht in de stichting (weer) werd begrensd. Dat amendement werd vervolgens aangenomen. Zie [Kamerstukken II 2019/20, 34 491, nr. 13](#); [Kamerstukken II 2019/20, 34 491, nr. 13](#), p. 2 en 3; [Kamerstukken II 2019/20, 34 491, nr. 17](#), p. 10; [Kamerstukken I 2020/21, 34 491, C](#), p. 9.
- [11] Zie art. 2:227 lid 2 BW.
- [12] Zie art. 2:227 lid 4 BW en Wolf 2016 (1), meer in het bijzonder par. 3 en 4 van die bijdrage.

[13] Bijvoorbeeld door middel van een bindende voordracht van een van de aandeelhouders tot benoeming van een bestuurder, waarbij de overige aandeelhouders gehouden zijn 'voor' te stemmen, gekoppeld aan een boetebeding.

[14] Zie R.A. Wolf, 'Het stemrechtloze aandeel in de NV? Een pleidooi en verkenning', *TvOB*, 2014-2, p. 42-50. Ook anderen pleiten voor de introductie van het stemrechtloze aandeel in de NV. Zie bijvoorbeeld: B.J. de Jong, *Modernisering van het NV-recht*, Serie VHI deel 123, Deventer, Kluwer, 2014, p. 51 en H. Koster, 'Over stemrechtloze aandelen en cash out (de)mergers in Nederland', *Ondernemingsrecht*, 2011/94. Helaas maakte het stemrechtloze aandeel geen opwachting in het Voorontwerp modernisering NV-recht en evenwichtiger man/vrouw verhouding.

[15] Zie uitgebreid voor deze knelpunten Wolf 2014, par. 4.

[16] Zie hierover bijvoorbeeld: Garcia Nelen & Schwarz 2016, p. 68-74; J.J.A. Hamers, *Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht), Serie VHI deel 49, Deventer, Kluwer, 1996, p. 73-77; en Wolf 2013, p. 117-118. De rechtspraak onder het oude BV-recht tendert naar de enge leer (rechtshandeling gerichte benadering) ten aanzien van het medewerkingscriterium. Zie Hof Amsterdam (OK) 21 juni 2007, *JOR* 2007/182 (Kalter/The Greenery), r.o. 3.2; Rb. Amsterdam 25 augustus 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BN4965, *JOR* 2010/301, m.nt. Nowak, r.o. 4.3 en Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW4144, *ARO* 2012/55 (Zadeko), r.o. 3.6. Weliswaar stonden in die uitspraken besloten vennootschappen centraal, maar voor de NV en BV gold voor 1 oktober 2012 op dit punt dezelfde problematiek.

[17] Dat volgt alleen al uit de tekst van art. 2:228 lid 5 BW. Zie ook: [Kamerstukken II 2009/10, 32 426, nr. 3](#), p. 11 (MvT Invoeringswet).

[18] Besluit van 9 maart 2018, nr. 2018-27139. Inkomstenbelasting. Aanmerkelijk belang. Verzamelbesluit. Overdracht in administratie van aandelen in een NV of BV door een aandeelhouder aan een administratiekantoor – hetzij NV, BV of stichting – tegen afgifte van certificaten van die aandelen wordt aangemerkt als een vervreemding voor de aanmerkelijkbelangregeling, indien de uit te reiken certificaten met de aandelen kunnen worden vereenzelvigd. In dat geval is de verkrijgingsprijs van de certificaten gelijk aan die van de in administratie genomen aandelen. Van vereenzelving van certificaten met de overgenomen aandelen kan worden gesproken, indien uit de statuten van het administratiekantoor dan wel uit eventuele voorwaarden van administratie blijkt, dat aan de voorwaarden van onderdeel 4.4 van het besluit wordt voldaan.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/4.3

4.3 De certificaathouder en de kring van betrokkenen. Wat als het AK partij is bij een aandeelhoudersovereenkomst en als de certificaathouders zonder vergaderrecht aan die overeenkomst zijn gebonden?

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644387:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Ik schets de volgende casus. Het AK houdt samen met twee andere vennootschappen alle aandelen in vennootschap Café De Bruine Beer BV.^[1] De aandeelhouders van deze vennootschap hebben een

aandeelhoudersovereenkomst gesloten. Er is sprake van certificaten zonder vergaderrecht. De doelomschrijving in de statuten van het AK bepaalt dat de stichting onder meer tot doel heeft 'het sluiten, wijzigen of beëindigen van een aandeelhoudersovereenkomst met de andere aandeelhouders in de vennootschap *en met de vennootschap*.' Het gaat mij hierna om de cursief gedrukte woorden. In de praktijk komt het vaak voor dat ook de vennootschap partij is bij een aandeelhoudersovereenkomst. In die aandeelhoudersovereenkomst zijn in de regel allerlei verplichtingen voor de aandeelhouders opgenomen, bijvoorbeeld in het kader van de financiering van de vennootschap. Een dergelijke verplichting kan zijn dat de aandeelhouders gehouden zijn op tijdstip x bedrag y als agio op hun aandelen te storten. Het AK heeft in de regel geen financiële middelen: het fungeert in wezen als een doorgeefluik voor de uitkeringen op de in beheer gehouden aandelen. De administratievoorwaarden bepalen dat die uitkeringen direct moeten worden doorbetaald aan de certificaathouders. Het lijkt mij goed mogelijk dat verplichtingen van aandeelhouders op grond van de aandeelhoudersovereenkomst in de administratievoorwaarden worden doorgelegd aan de certificaathouders. Dat kan bijvoorbeeld door in de administratievoorwaarden op te nemen dat door de aanvaarding van de certificaten de certificaathouder ook de verplichtingen aanvaardt die het AK op grond van de aandeelhoudersovereenkomst jegens haar medeaandeelhouders *en de vennootschap* heeft. Daaraan zou in voorkomend geval – bijvoorbeeld als sprake is van een vergadering van certificaathouders waaraan bepaalde bevoegdheden zijn toegekend – kunnen worden toegevoegd dat de certificaathouders hun bevoegdheden en/of (in)directe zeggenschap in het AK steeds zodanig zullen aanwenden dat het AK haar verplichtingen onder de aandeelhoudersovereenkomst kan nakomen. Deze bepalingen maken nog niet dat de verplichtingen van het AK onder de aandeelhoudersovereenkomst ook 'eigen' verplichtingen van de certificaathouder zijn (geworden), waarvan nakoming gevorderd kan worden of bij niet-nakoming dat de rechten van de betreffende certificaathouder kunnen worden opgeschort. Om die gebondenheid te verkrijgen kan aan de voorgaande bepalingen worden toegevoegd dat de in de aandeelhoudersovereenkomst opgenomen verplichtingen tussen de aandeelhouders onderling *en/of jegens de vennootschap* van overeenkomstige toepassing zijn op de certificaathouders tussen de certificaathouders onderling, jegens de medeaandeelhouders van het AK *en jegens de vennootschap* als ware iedere certificaathouder een aandeelhouder in de zin van de aandeelhoudersovereenkomst. Het geheel zou compleet gemaakt kunnen worden als aan deze laatste bepaling een onherroepelijk derdenbeding om niet wordt toegevoegd, dat het AK namens de genoemde betrokkenen aanvaardt.

Dit lijkt op zich een goede, praktijkgerichte oplossing. Ik denk echter dat er een belangrijk gevolg voor de positie van de certificaathouder zonder vergaderrecht aan is verbonden. Ik licht dat toe. In de literatuur bestaat discussie over het antwoord op de vraag of de certificaathouder zonder vergaderrecht tot de kring van betrokkenen behoort in de zin van art. 2:8 BW. Er zijn drie opvattingen. De eerste opvatting, waarvan ik voorstander ben, is dat de houder van dat certificaat niet tot de kring van betrokkenen behoort. De tweede opvatting is dat de houder van het certificaat zonder vergaderrecht wel tot de kring van betrokkenen behoort. De derde opvatting, de redelijk belang-benadering, is dat de houder van een certificaat zonder vergaderrecht weliswaar (of: kennelijk) niet tot de kring van betrokkenen behoort, maar dat hij niettemin ex art. 2:15 lid 1 onder b BW wegens strijd met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid vernietiging van een besluit kan vorderen, omdat hij een redelijk (lees: financieel) belang in de zin van art. 2:15 lid 3 BW heeft. De eerste en de tweede opvatting leiden niet respectievelijk wel tot een vernietigingsvordering ex art. 2:15 lid 1 BW, omdat de norm van art. 2:8 BW niet respectievelijk wel jegens die certificaathouder in acht genomen moet worden.^[2] Laten we er voor de casus van uitgaan dat de eerste opvatting juist is: de certificaathouder zonder vergaderrecht behoort niet tot de kring van de betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW. Dan is de vraag of die opvatting niet in een ander licht gesteld wordt als in de administratievoorwaarden de bepaling opgenomen is dat de in de aandeelhoudersovereenkomst opgenomen verplichtingen tussen de aandeelhouders onderling *en/of jegens de vennootschap* van overeenkomstige toepassing zijn op de certificaathouders tussen de certificaathouders onderling, jegens de medeaandeelhouders van het AK *en jegens de vennootschap* als ware iedere certificaathouder een aandeelhouder in de zin van de aandeelhoudersovereenkomst. Ten aanzien van houders van winst- en participatiebewijzen is de heersende opvatting dat die tot de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW behoren, omdat sprake is van een contractuele verhouding tussen de houder van dat bewijs en de vennootschap.^[3] Ook in de rechtspraak wordt dit onderkend.^[4] Ik meen dat dit ook geldt voor de certificaathouder zonder vergaderrecht die aan de genoemde bepalingen in de administratievoorwaarden gebonden is, zeker als die bepalingen worden verstrekt wordt met het eerder genoemde derdenbeding. Er ontstaat in dat geval een rechtstreeks relatie tussen de certificaathouder zonder vergaderrecht en de vennootschap. Die certificaathouder behoort dan naar mijn mening tot de kring van betrokkenen in de zin van

art. 2:8 BW; de bepaling in de statuten van de vennootschap dat aan certificaten geen vergaderrecht is toegekend ten spijt.

Voetnoten

[1] De naam is ontleend aan de voordrachten van Kid Schwarz.

[2] Zie onder meer Wolf 2013, p. 322-327; R.A. Wolf, 'De certificaathouder zonder vergaderrecht, de kring van betrokkenen en vernietiging van besluiten', *Ondernemingsrecht*, 2014-1, p. 3-10; en G.P. Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang* (diss. Nijmegen), Serie VHI deel 144, Deventer, Kluwer, 2017, p. 285-289.

[3] Zie Wolf 2013, p. 325 met literatuurverwijzingen.

[4] Rb. Alkmaar 31 oktober 2012, ECLI:NL:RBALK:2012:4511 en Hof Amsterdam 21 januari 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:91, *JIN* 2014/216 en 217.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/4.4

4.4 Kan het AK een pandrecht verlenen op de in beheer gehouden aandelen?

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644250:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

Het AK houdt de gecertificeerde aandelen ten titel van beheer. De doelomschrijving van het AK bepaalt in hoge mate of, en zo ja, het AK het vrij staat rechtshandelingen te verrichten die verder gaan dan alleen het strikte beheer van de in beheer gehouden aandelen. Vaak is in de doelomschrijving vervreemding of verpanding van de aandelen uitgesloten, tenzij – wat een verkoop van die aandelen betreft – sprake is van een verkoop aan een derde van alle of een substantiële meerderheid van de aandelen in de vennootschap. In een aandeelhoudersovereenkomst zijn vaak *drag along*- en *tag along*-bepalingen opgenomen. Als het AK partij is bij een dergelijke aandeelhoudersovereenkomst, dan is het verbintenisrechtelijk gehouden haar aandelen in de vennootschap mee te verkopen of heeft zij het recht in het kader van een verkoop aan een derde haar aandelen in de vennootschap in die verkoop te laten betrekken. Wat betreft verpanding kan zich de situatie voordoen dat de vennootschap behoefte heeft aan financiering en dat een financier bereid is die financiering aan de vennootschap te verstrekken, onder de voorwaarde dat een pandrecht op de aandelen in de vennootschap zal worden verstrekt. Hoe moet (het bestuur van) het AK met een dergelijke situatie omgaan?

Naar mijn mening kan het AK slechts een pandrecht op de door haar in beheer gehouden aandelen verstrekken als de doelomschrijving van het AK in een dergelijke handeling voorziet. Bijvoorbeeld zou bepaald kunnen zijn dat van het verpandingsverbod is uitgesloten de situatie waarin in het kader van noodzakelijke financiering van de vennootschap, in het belang van de vennootschap en de aan haar verbonden onderneming en in het belang van alle betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW, op alle aandelen in de vennootschap een pandrecht zal worden gevestigd. Hoewel niet strikt noodzakelijk, lijkt mij het wenselijk een dergelijke bepaling ook in de administratievoorwaarden op te nemen, zodat de certificaathouder bij het nemen van het certificaat die voorwaarden, en daarmee dat beding, zal hebben aanvaard.

Een vraag die vervolgens opkomt, is hoe een dergelijk pandrecht zich verhoudt tot het wettelijk pandrecht van art. 3:259 BW als sprake is van certificaten met vergaderrecht. Dat artikel bepaalt voor deze certificaathouders dat zij een gezamenlijk pandrecht op de aandelen in de vennootschap verkrijgen.^[1] Deze regeling komt in het kort op het volgende neer. Dit gezamenlijke pandrecht ontstaat van rechtswege bij de uitgifte van het certificaat met vergaderrecht.^[2] Er is geen sprake van een eigen pandrecht van iedere certificaathouder.^[3] Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat met dit pandrecht de bescherming van de certificaathouder is beoogd.^[4] Het gaat om een gezamenlijk pandrecht, omdat geen sprake is van een aanspraak op een specifiek aandeel. Bovendien hoeft niet altijd tegenover een certificaat een aandeel te staan.^[5] Dit pandrecht geeft aan de certificaathouders alleen de bevoegdheid in geval van niet-uitbetaling van het hun verschuldigde met inachtneming van de volgende regels het pand geheel of gedeeltelijk te doen verkopen en zich uit de opbrengst te voldoen. Een certificaathouder die hiertoe wenst over te gaan, wendt zich tot de voorzieningenrechter van de rechtbank van het arrondissement waarin de woonplaats van degene die de certificaten heeft uitgegeven, is gelegen met verzoek een bewindvoerder over het pand te benoemen, die voor de verkoop en de verdeling van de opbrengst zorg draagt. Indien niet alle certificaathouders met de verkoop instemmen, wordt slechts een deel van het pand dat overeenkomt met het recht van de andere certificaathouders verkocht; de rechten van deze laatsten gaan door de verdeling van de opbrengst onder hen teniet. De voorzieningenrechter kan op verlangen van elke certificaathouder of ambtshalve maatregelen bevelen in het belang van de certificaathouders die niet met de verkoop hebben ingestemd, en bepalen dat de verkoop door hem moet worden goedgekeurd, wil zij geldig zijn.^[6] Onder het 'verschuldigde' moeten in ieder geval worden begrepen de uitkeringen (de doorbetaling van de uitkeringen – waaronder winst, reserves, kapitaal terugbetaling en het liquidatiesaldo – op de aandelen door het AK aan de certificaathouder), de opbrengst in geval van vervreemding van de onderliggende aandelen en de vordering van de certificaathouder tot afgifte van het aandeel als het certificaat geroyeerd wordt.^[7]

Bij het antwoord op de vraag hoe een door het AK te verstrekken pandrecht op de door haar in beheer gehouden aandelen in de vennootschap zich verhoudt tot het wettelijk pandrecht van art. 3:259 BW als sprake is van certificaten met vergaderrecht moeten naar mijn mening twee situaties worden onderscheiden, althans kan aan dat verzoek van de financier als volgt worden voldaan. In de eerste situatie doen de certificaathouders met vergaderrecht afstand van hun gezamenlijk pandrecht. Vervolgens kan het AK een pandrecht op de door haar in beheer gehouden aandelen in de vennootschap aan de financier verstrekken. Daarna kan ten behoeve van de certificaathouders een tweede pandrecht ex art. 2:198 BW worden gevestigd op de door het AK in beheer gehouden aandelen in de vennootschap.^[8] In de tweede situatie werken de certificaathouders met vergaderrecht niet mee. Zij doen geen afstand van hun gezamenlijk pandrecht ex art. 3:259 BW. Dan zou het AK een tweede recht van pand ex art. 2:198 BW aan de financier kunnen verstrekken. Vanuit het oogpunt van de financier is dat geen aantrekkelijke situatie en de vraag is dan of de beoogde en (wellicht) noodzakelijke financiering wordt verkregen of dat die financiering op een andere wijze of met een andere structuur kan worden verkregen. Om het probleem in de tweede situatie te voorkomen kan in statuten van de vennootschap worden bepaald dat het ontstaan van het wettelijk pandrecht op de aandelen die het AK in de vennootschap houdt, is uitgesloten. Ook kan in de administratievoorwaarden worden opgenomen dat het wettelijk pandrecht niet ontstaat.^[9]

Voetnoten

[1] Art. 3:259 lid 2 BW. Art. 3:259 BW is niet van dwingend recht.

[2] Hamers 1996, p. 79.

[3] Zie hierover: F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap* (diss. Nijmegen), Serie VHI deel 35, Deventer, Kluwer, 1991, p. 183.

[4] NvW, *Parl. Gesch. Boek 3 NBW*, p. 570.

[5] Toelichting Meijer, *Parl. Gesch. Boek 3 NBW*, p. 568 en Van den Ingh 1991, p. 183. Er kan sprake zijn van deel- en verzamelcertificaten voor een aandeel. In de praktijk ziet men ook dat de nummering van de certificaten overeenstemt met de nummering van de daar tegenoverstaande aandelen. Zie Van der Heijden/Van der Grinten & Dortmund, *Handboek 2013*, nr. 197, p. 337: 'Er moet een duidelijk verband zijn

tussen aandelen en certificaten. Dit verband is het meest sprekend, indien de houder van de aandelen voor elk door hem gehouden aandeel een certificaat uitgeeft.'

[6] Art. 3:259 lid 3 BW.

[7] C.Á. Uniken Venema & S.E. Eisma, *Eigendom ten titel van beheer naar komend recht* (Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 1990), Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1990, p. 50-51; P. van Schilfgaarde, *Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 27 april 1990 over Eigendom ten titel van beheer naar komend recht*, Zwolle, W.E.J. Tjeenk Willink, 1991, p. 20; C. Á. Uniken Venema, in hetzelfde verslag, p. 33; en Van den Ingh 1991, p. 185. Anders wat betreft de vordering van de certificaathouder tot afgifte van het aandeel als het certificaat geroyeerd wordt: Van der Heijden/Van der Grinten & Dortmund, *Handboek 2013*, nr. 197, voetnoot 14.

[8] Zie hierover R.A. Wolf, 'Het certificaat van aandeel in de BV met (flexibel) vergaderrecht en (zonder) wettelijk pandrecht ex art. 3:259 BW of (met) pandrecht ex art. 2:198 BW', *TvOB*, 2016-5, p. 145-153, par. 11, waarin ook wordt stilgestaan bij de techniek om dit te bewerkstelligen. Zie ook Hamers 1996, p. 83.

[9] Hamers 1996, p. 81.

Eindeloos getob (IVOR nr. 125) 2022/4.5

4.5 De certificaathouder en de notary letter

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644335:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In de administratievoorwaarden is vaak bepaald dat het AK dividend en andere uitkeringen op de aandelen zal innen en na ontvangst daarvan onmiddellijk een overeenkomstig dividend of overeenkomstige andere uitkering op de certificaten aan de certificaathouders beschikbaar zal stellen. Certificaathouders zijn als het ware aan aandeelhouders gelijkgeschakeld wat betreft het recht op dividend en dividendbeleid.^[1]

Het AK heeft in de praktijk vaak geen bankrekening. Dat maakt het 'doorstorten' van dividend en andere uitkeringen lastig. Dit kan worden opgelost door in aandeelhoudersbesluiten op te nemen dat het AK (i) verzoekt, en zo nodig de vennootschap instrueert, het bedrag van de uitkering rechtstreeks aan de certificaathouders te betalen naar rato van hun certificatenbezit op de bij de vennootschap bekende bankrekeningen van de certificaathouders en (ii) met deze betalingen aan haar doorbetalingsverplichting op grond van de administratievoorwaarden zal hebben voldaan.

In de vorige paragraaf kwam kort de situatie aan de orde dat sprake is van een verkoop van een derde van alle of een substantiële meerderheid van de aandelen in de vennootschap en dat het AK in dat kader (ook) haar aandelen mee verkoopt. Ook voor die situatie zal in de administratievoorwaarden in de regel bepaald zijn dat bij verkoop van de door het AK in beheer gehouden aandelen de opbrengst aan de certificaathouders zal worden uitgekeerd naar rato van hun certificatenbezit en dat na uitkering van die opbrengst de certificaten 'vervallen' of 'als ingetrokken moeten worden beschouwd'. Feitelijk doen de certificaathouders daarmee afstand van hun vorderingsrecht^[2] het certificaat^[2] het AK.

Ook bij verkoop van de aandelen in de vennootschap aan een derde speelt bij certificering van aandelen vaak het probleem dat het AK niet over een eigen bankrekening beschikt. In de transactiepraktijk wordt geregeld

gebruik gemaakt van de notariële kwaliteitsrekening en in dat kader van een *notary letter*.^[3] De *notary letter* geeft een beschrijving van betalingsinstructies gebaseerd op elders gedocumenteerde, uitvoerbare betalingsverplichtingen tussen partijen.^[4]

De vraag is of de certificaathouders als betrokken partij in de *notary letter* moeten worden opgenomen. Ik meen dat het antwoord daarop ontkennend moet zijn. Daarvoor zijn juridische en praktische argumenten te geven. Eerst de juridische argumenten. De certificaathouder zal geen partij zijn bij de koopovereenkomst. Dat is het AK. Zij verkoopt de aandelen in het kader van de transactie. De certificaathouder zal ook geen partij bij de akte van levering van de aandelen zijn. De certificaathouder kan niet rechtstreeks aanspraak maken op betaling van de koopsom. Op grond van de administratievoorwaarden heeft hij recht op de ontvangst daarvan; het AK moet de koopsom aan hem doorbetalen. De notaris is, of behoort, geen doorgeefluik van gelden of bankier te zijn, terwijl feitelijk sprake is van een vervolgbetaling (eerst van koper aan het AK en dan van het AK aan de certificaathouder).^[5] Samengevat, de certificaathouder is niet een partij die bij de rechtshandeling is betrokken en heeft geen rechtstreekse aanspraak op de koopsom.^[6] Dan de praktische argumenten. Er kan sprake zijn van een wijd verbreid bezit van certificaten, bijvoorbeeld in een familievennootschap. Dat alleen maakt het opstellen van de *notary letter* een bewerkelijke en tijdrovende aangelegenheid. Als de certificaathouder partij bij de *notary letter* zou zijn, zou de notaris op grond van art. 17 lid 1 Wna de belangen van *alle* bij de rechtshandeling betrokken partijen moeten behartigen. Zoals gezegd, vergt dat alleen al veel logistiek (denk bijvoorbeeld aan het verwerken van commentaar van alle partijen op een (vervolg)concept van de *notary letter*) en communicatie. Bovendien zou de notaris in voorkomend geval op grond van art. 25 lid 8 Wna de nodige gegevens, zoals de namen, adressen en woonplaatsen van de certificaathouders, de omvang van de betalingen en de nummers van de bankrekeningen waarvan door die certificaathouders gebruik is gemaakt, aan de fiscus moeten verstrekken. De vraag is of de notaris over die gegevens van alle certificaathouders zal en kan beschikken. Ook zou, als de certificaathouder partij bij de *notary letter* zou zijn, dit de notaris dwingen tot een omvangrijk(er) onderzoek in de kader van de Wwft.^[7]

Het probleem dat het AK vaak niet over een bankrekening beschikt en de hiervoor in negatieve zin beantwoorde vraag of de certificaathouder partij bij de *notary letter* moet zijn, kunnen worden opgelost door een betalingsinstructie aan de andere verkopers te geven, zo nodig met versterking van zekerheidsrechten, om het deel van de koopsom van de aandelen dat (uiteindelijk) bestemd is voor de certificaathouders direct na ontvangst van de koopsom aan die certificaathouders te voldoen.

Voetnoten

[1] Bijvoorbeeld: Hof Amsterdam 12 mei 2015, *JOR* 2015, 197, m.nt. S.C.M. van Thiel, r.o. 3.3. Zie over dividendbeleid Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, *JOR* 2011, 282, m.nt. Blanco Fernández (JeeZet/Synpact); HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, *NJ* 2013, 461, m.nt. Van Schilfgaarde, *JOR* 2013, 301, m.nt. Vroom en *Ondernemingsrecht* 2013/123, m.nt. Bier (VEB/KLM); en Hof Amsterdam (OK) 9 januari 2014, ECLI:NL:GHAMS:2014:6, *JIN* 2014/39, m.nt. R.A. Wolf.

[2] De heersende leer is dat een certificaat van aandeel een vorderingsrecht is. Zie Wolf 2013, p. 114 e.v. met literatuurverwijzingen.

[3] Zie over dit fenomeen bijvoorbeeld: J.D.M. Schoonbrood & B.S. Veldkamp, 'De notary letter in de transactiepraktijk', *WPNR*, 2010/6847, p. 499-509.

[4] Schoonbrood & Veldkamp 2010, p. 503.

[5] Zie ook Schoonbrood & Veldkamp 2010, p. 501.

[6] Vgl. art. 17 Wna.

[7] Zie art. 3 lid 2 Wwft.

4.6 Conclusie

mr. dr. R.A. Wolf, datum 21-02-2021

Datum	21-02-2021
Auteur	mr. dr. R.A. Wolf
JCDI	JCDI:ADS644207:1
Vakgebied(en)	Ondernemingsrecht (V)

In deze bijdrage is een aantal vragen beantwoord op het gebied van kapitaalparticipatie zonder stemrecht. In paragraaf twee pleitte ik voor de invoering van het stemrechtloze aandeel 2.0 in de BV. Dat is een stemrechtloos aandeel waarbij het vergaderrecht op flexibele wijze toegekend en ontnomen kan worden, overeenkomstig de huidige leden 2 en 4 van art. 2:227 BW voor certificaten van aandelen met vergaderrecht. Een dergelijk aandeel zou ook in de NV ingevoerd moeten worden.

In de derde paragraaf ging ik in op de certificaathouder zonder vergaderrecht en de kring van betrokkenen in de zin van art. 2:8 BW. Ervan uitgaande dat deze certificaathouder niet tot die kring behoort, is de vraag of dat anders is als deze certificaathouder gebonden is aan de aandeelhoudersovereenkomst die het AK met haar medeaandeelhouder en de vennootschap heeft gesloten en waaraan de certificaathouder via administratievoorwaarden, en eventueel verstrekt met een derdenbeding, is gebonden. Ik betoogde dat in dat geval de certificaathouder zonder vergaderrecht vanwege die contractuele verhouding met de vennootschap tot de kring van betrokkenen is gaan behoren.

In paragraaf vier kwam de vraag aan de orde of het AK een pandrecht kan verlenen op de door haar in beheer gehouden aandelen. In de eerste plaats moeten de statuten van het AK en de administratievoorwaarden in het kunnen verrichten van een dergelijke rechtshandeling voorzien. Als sprake is van certificaten met vergaderrecht zal, in de tweede plaats, medewerking van de certificaathouders vereist zijn in verband met het wettelijke pandrecht van art. 3:259 BW.

In de vijfde paragraaf besprak ik of certificaathouders in het kader van een M&A-transactie partij moeten zijn bij de *notary letter*. In de meeste gevallen lijkt mij dat vanuit juridisch oogpunt niet noodzakelijk en vanuit praktisch oogpunt (ook) niet wenselijk.

Tot slot, kapitaalparticipatie zonder stemrecht is een boeiend onderwerp en roept steeds vragen op. In deze bijdrage gaf ik met oog voor de praktijk antwoord op een aantal van die vragen, zodat daar in die praktijk hopelijk geen *Schwarze hond* tussen komt.^[1]

Voetnoten

[1] 'Zorg dat daar geen zwarte hond tussen komt' is een oud Nederlands spreekwoord en betekent 'Pas op dat het niet misgaat'.