*Mr. dr. R.A. Wolf**

Enkele opmerkingen over kapitaalparticipatie zonder stemrecht[1]

TvOB 2026/11

1. Inleiding

Kapitaalparticipatie zonder stemrecht blijft een interessant onderwerp voor wetenschap en praktijk. Veelal op het gebied van stemrechtloze aandelen en certificering van aandelen. Het levert tal van praktische of meer theoretische vragen op, die beantwoording behoeven. Soms leidt het denken over deze rechtsfiguren tot wensen voor de toekomst of aanpassing van de wet.
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 artikel 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. Daarna sta ik in paragraaf 6 stil bij de vraag of certificaten van aandelen geraakt worden door de Wet opheffing verpandingsverboden. Ik beperk mij in deze bijdrage tot de BV.[2] Ik sluit af met een conclusie.

2. Het stemrechtloze aandeel in de BV 2.0, en graag ook in de NV![3]

In oktober 2012 was het een novum in het Nederlandse vennootschapsrecht: het stemrechtloze aandeel werd in het BV-recht geïntroduceerd.[4] De wetgever was eerst niet van plan het stemrechtloze aandeel in te voeren. Na reacties uit met name de rechtspraktijk ging de wetgever overstag 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.[5]
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 steevast '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 in de vorm van cumprefs als financieringsinstrument. 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.[6] De stemrechtloze aandeelhouder kan wel het vergaderrecht en de daarmee verbonden organisatierechtelijke rechten uitoefenen. Hij heeft het recht de

* **Mr. dr. R.A. (Rogier) Wolf** is Partner bij UdinkSchepel Advocaten, universitair docent Ondernemingsrecht aan Maastricht University (ICGI) en Erasmus School of Law (EUR), en redactielid van dit tijdschrift.

1. Deze bijdrage is een bewerking van mijn bijdrage aan het Liber Amicorum Kid Schwarz, eerder verschenen in: R.A. Wolf, 'Enkele opmerkingen over kapitaalparticipatie zonder stemrecht', in: M.G. Faure e.a., *Eindeloos getob. Liber Amicorum Kid Schwarz* (IVO-reeks, deel 125), Deventer: Wolters Kluwer 2022, p. 57-71.
2. Uitgezonderd in par. 2.
3. Deze paragraaf is een be- en uitwerking van mijn column: 'Hoog tijd voor het stemrechtloze aandeel 2.0!', *Tijdschrift Familiebedrijven* 2021, afl. 3, p. 117.
4. 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.
5. Zie hierover: Wolf 2013, p. 23-29.
6. 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.

algemene vergadering bij te wonen en daar het woord te voeren.[7] 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 artikel 2:216 lid 3 BW door het AK aan de vennootschap moet worden terugbetaald?[8] Een ander aspect dat aandacht verdient bij het opzetten van een certificeringsconstructie is het afstemmen 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.[9] Daar gaat het in de praktijk wel eens mis, bijvoorbeeld bij decertificering.[10] 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.[11] Voorheen werd in het AK wel van deze mogelijkheid gebruikgemaakt.[12]

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.[13] 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.[14] Bovendien kent de wet een flexibele regeling voor het toekennen en ontnemen van het vergaderrecht, ook door een ander orgaan dan de algemene vergadering.[15]

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 overlij-

7. 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. art. 2:220 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 2:196b BW van overeenkomstige toepassing verklaart, en uiteraard het wettelijk pandrecht ex art. 3:259 BW, indien aan certificaten vergaderrecht is toegekend.
8. Zie voor een oplossing: Wolf 2016 (1), meer in het bijzonder par. 7 van die bijdrage.
9. Zie voor mogelijke gevolgen par. 3 van deze bijdrage.
10. 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. Zie verder: R.A. Wolf, 'Decertificering van aandelen in de BV: een update', *TvOB* 2023, afl. 5, p. 94-104 en R.A. Wolf, Naschrift bij 'Decertificering van aandelen in de B.V.; een update', *TvOB* 2024, afl. 3, p. 88.
11. Zie art. 2:291 lid 4 BW.
12. 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, 34491, nr. 2, p. 2 en *Kamerstukken II* 2015/16, 34491, nr. 3, p. 1. Daarop kwam kritiek. Zie *Kamerstukken II* 2015/16, 34491, 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, 34491, nr. 7 en *Kamerstukken II* 2018/19, 34491, nr. 6, p. 2 en *Kamerstukken II* 2018/19, 34491, nr. 11, p. 2. Op deze tournure volgde een amendement, waarbij het meervoudig stemrecht in de stichting (weer) werd begrensd. Dat amendement werd vervolgens aangenomen. Zie *Kamerstukken II* 2019/20, 34491, nr. 13; *Kamerstukken II* 2019/20, 34491, nr. 13, p. 2-3; *Kamerstukken II* 2019/20, 34491, nr. 17, p. 10; *Kamerstukken I* 2020/21, 34491, C, p. 9.
13. Zie verder: C.A. Schwarz & R.A. Wolf, 'Structurering van de bedrijfsopvolging in het B.V.-recht', *TvOB* 2023, afl. 2, p. 32-44.
14. Zie art. 2:227 lid 2 BW.
15. Zie art. 2:227 lid 4 BW en Wolf 2016 (1), meer in het bijzonder par. 3 en 4 van die bijdrage.

den. 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.[16]

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 artikel 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 artikel 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.[17] Met de modernisering van het NV-recht zet de wetgever tot nu toe geen grote stappen.[18] In het voorontwerp Modernisering NV-recht en evenwichtiger man/vrouw verhouding 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 – al dan niet beperkt – 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.[19] 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. Meer specifiek gaat het om artikel 2:181 lid 3 BW bij omzetting, artikel 2:330a lid 1 BW bij fusie en artikel 2:334ee1 lid 1 BW bij splitsing en het op die plaatsen bedoelde verzoek tot schadeloosstelling dat de stemrechtloze aandeelhouder *kan* indienen. Daartoe is hij dus niet verplicht.

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.[20]

Ik liet het nog onbesproken: het stemrechtloze aandeel is een (apart) soort aandeel.[21] Dat kan leiden tot een aanmerkelijkbelangclaim, terwijl voor certificaten van aandelen onder meer de vereenzelvigingsresolutie[22] 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 meehelpt dit nadeel te ondervangen, bijvoorbeeld door een fiscaal gelijke behandeling van deze rechtsfiguren.

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? Ik schets de volgende casus. Het AK houdt samen met twee andere vennootschappen alle aandelen in vennootschap Café De Bruine Beer B.V.[23] 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

16. 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.
17. Zie Wolf 2014. 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.
18. Zie ik het goed, dan dateert de laatste voortgangsbrief met kenmerk 4394373 al van 24 januari 2023.
19. Zie uitgebreid voor deze knelpunten Wolf 2014, par. 4.
20. Zie hierover bijvoorbeeld: Garcia Nelen & Schwarz 2016, p. 68-74; Hamers 1996, p. 73-77; en Wolf 2013, p. 117-118. De rechtspraak onder het oude BV-recht tendeert naar de enge leer (rechtshandeling gerichte benadering) ten aanzien van het medewerkingscriterium. Zie Hof Amsterdam (OK) 21 juni 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BB1460, r.o. 3.2, *JOR* 2007/182 (*Kalter/The Greenery*); Rb. Amsterdam 25 augustus 2010, ECLI:NL:RBAMS:2010:BN4965, r.o. 4.3, *JOR* 2010/301, m.nt. Nowak en Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2021:BW4144, r.o. 3.6, *ARO* 2012/55 (*Zadeko*). Weliswaar stonden in die uitspraken besloten vennootschappen centraal, maar voor de NV en BV gold voor 1 oktober 2012 op dit punt dezelfde problematiek.
21. Dat volgt alleen al uit de tekst van art. 2:228 lid 5 BW. Zie ook: *Kamerstukken II* 2009/10, 32426, nr. 3, p. 11 (MvT Invoeringswet).
22. 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 niet 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 vereenzelviging 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.
23. De naam is ontleend aan de voordrachten van Kid Schwarz.

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 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 artikel 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 artikel 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 artikel 2:15 lid 3 BW heeft. De eerste en de tweede opvatting leiden niet respectievelijk wel tot een vernietigingsvordering ex artikel 2:15 lid 1 BW, omdat de norm van artikel 2:8 BW niet respectievelijk wel jegens die certificaathouder in acht genomen moet worden.[24] Laten we er voor de casus vanuit gaan dat de eerste opvatting juist is: de certificaathouder zonder vergaderrecht behoort niet tot de kring van de betrokkenen in de zin van artikel 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 artikel 2:8 BW behoren, omdat sprake is van een contractuele verhouding tussen de houder van dat bewijs en de vennootschap.[25] Ook in de rechtspraak wordt dit onderkend.[26] 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 met het eerder genoemde derdenbeding. Er ontstaat in dat geval een rechtstreekse 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 artikel 2:8 BW; de bepaling in de statuten van de vennootschap dat aan certificaten geen vergaderrecht is toegekend ten spijt. Dit past ook bij de overwegingen van de Hoge Raad in de Funda-beschikking over de organisatorische verbondenheid, en in het verlengde daarvan de economische werkelijkheid in het enquêterecht.[27]

24. 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.
25. Zie Wolf 2013, p. 325 met literatuurverwijzingen.
26. 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 *JIN* 2014/217.
27. HR 22 september 2023, ECLI:NL:HR:2023:1283, r.o. 3.5. Zie in het verlengde van de Funda-beschikking: ECLI:NL:GHAMS:2024:2348, r.o. 3.5 (*Nardinc/Blokker*).

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

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 vrijstaat 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 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 artikel 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 artikel 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.[28] Deze regeling komt in het kort op het volgende neer. Dit gezamenlijke pandrecht ontstaat van rechtswege bij de uitgifte van het certificaat met vergaderrecht.[29] Er is geen sprake van een eigen pandrecht van iedere certificaathouder.[30] Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat met dit pandrecht de bescherming van de certificaathouder is beoogd.[31] 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.[32] 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 zorgdraagt. 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.[33] Onder het 'verschuldigde' moeten in ieder geval worden begrepen de uitkeringen (de doorbetaling van de uitkeringen – waaronder winst, reserves, kapitaalterugbetaling 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.[34]

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 artikel 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 pand-

28. Art. 3:259 lid 2 BW. Art. 3:259 BW is niet van dwingend recht.
29. Hamers 1996, p. 79.
30. Zie hierover: Van den Ingh 1991, p. 183.
31. NvW, *Parl. Gesch. Boek 3 NBW*, p. 570.
32. 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 & Dortmond, *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.'
33. Art. 3:259 lid 3 BW.
34. C.Æ. Uniken Venema & S.E. Eisma, *Eigendom ten titel van beheer naar komend recht* (Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht' 1990), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1990, p. 50-51; P. van Schilfgaarde, *Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' van 27 april 1990 over Eigendom ten titel van beheer naar komend recht*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1991, p. 20; C.Æ. 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 & Dortmond, *Handboek 2013*, nr. 197, voetnoot 14.

recht. 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 artikel 2:198 BW worden gevestigd op de door het AK in beheer gehouden aandelen in de vennootschap.[35] Een subvariant van deze situatie is die van rangwisseling door middel van een overeenkomst tussen de pandhouder en de certificaathouders gezamenlijk,[36] waarbij het wettelijk pandrecht een tweede rang inneemt na vestigen van het pandrecht ten behoeve van de financier. In de tweede situatie werken de certificaathouders met vergaderrecht niet mee. Zij doen geen afstand van hun gezamenlijk pandrecht ex artikel 3:259 BW. Dan zou het AK een tweede recht van pand ex artikel 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 financier wordt verkregen of dat die financiering op een andere wijze of 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 en ook overigens is voldaan aan het bepaalde in artikel 3:258 lid 2 BW.[37]

5. De certificaathouder en de *notary letter*

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.[38]

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 – het certificaat – jegens het AK.[39]

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 gebruikgemaakt van de notariële kwaliteitsrekening en in dat kader van een *notary letter*.[40] De *notary letter* geeft een beschrijving van betalingsinstructies gebaseerd op elders gedocumenteerde, uitvoerbare betalingsverplichtingen tussen partijen.[41]

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).[42] Samengevat, de certificaathouder is niet een partij die bij de rechtshandeling is betrokken en heeft geen rechtstreekse aanspraak op de koopsom.[43] Dan de praktische argumenten. Er kan sprake zijn van een wijdverbreid 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 artikel 17 lid 1 Wna de belangen van *alle* bij de rechtshandeling betrokken partijen moeten behartigen. Zoals gezegd, vergt dat alleen al

35. Zie hierover Wolf 2016 (2), par. 11, waarin ook wordt stilgestaan bij de techniek om dit te bewerkstelligen. Zie ook Hamers 1996, p. 83.
36. Art. 3:170 lid 3 BW.
37. Hamers 1996, p. 81.
38. Bijvoorbeeld: Hof Amsterdam 12 mei 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:1857, r.o. 3.3, *JOR* 2015, 197, m.nt. S.C.M. van Thiel. Zie over dividendbeleid Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ9757, *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.
39. De heersende leer is dat een certificaat van aandeel een vorderingsrecht is. Zie Wolf 2013, p. 114 e.v. met literatuurverwijzingen.
40. Zie over dit fenomeen bijvoorbeeld: Schoonbrood & Veldkamp 2010.
41. Schoonbrood & Veldkamp 2010, p. 503.
42. Zie ook Schoonbrood & Veldkamp 2010, p. 501.
43. Vgl. art. 17 Wna.

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 artikel 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 het kader van de Wwft.[44]

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, kan 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.

6. Wet opheffing verpandingsverboden[45]

Op 1 juli 2025 is de Wet opheffing verpandingsverboden in werking getreden.[46] Die wet brengt wijziging in artikel 3:83 BW. Vorderingsrechten zijn in beginsel overdraagbaar (lid 1), maar op grond van een beding tussen schuldeiser en schuldenaar kan de overdraagbaarheid worden uitgesloten (lid 2), ook in goederenrechtelijke zin.[47] Daaronder valt ook een beperking van de overdraagbaarheid. Dergelijke bedingen komen in de praktijk geregeld voor. Een schuldenaar wil zich vaak niet geconfronteerd zien worden met een andere schuldeiser dan die waarmee hij de overeenkomst heeft gesloten. De keerzijde is dat de schuldeiser zijn vordering niet kan verhandelen of verpanden. Volgens de wetgever is het onwenselijk dat partijen in het handelsverkeer overeenkomen dat geldvorderingen op naam voortvloeiend uit de uitoefening van een beroep of bedrijf niet kunnen worden overgedragen of verpand, omdat dit de kredietverlening aan het bedrijfsleven belemmert. Vooral het mkb en de bancaire sector zouden voorstander van de wet zijn. In de literatuur is de wet kritisch ontvangen, met name wordt getwijfeld over de vraag of de wet haar doel wel zal kunnen bereiken.[48]

Met de Wet opheffing verpandingsverboden is onder meer een nieuw lid 3 in artikel 3:83 BW ingevoegd. Dat luidt: '*Uitsluiting van de overdraagbaarheid of verpandbaarheid is niet mogelijk als het een geldvordering op naam betreft die voortkomt uit de uitoefening van een beroep of bedrijf. Een beding tussen schuldeiser en schuldenaar dat ertoe strekt de overdraagbaarheid of verpandbaarheid van een dergelijke geldvordering geheel of gedeeltelijk uit te sluiten dan wel vervreemding of verpanding ervan tegen te gaan, is nietig.*'[49]

Een vraag die is opgekomen is of een certificaat van aandeel onder de Wet opheffing verpandingsverboden valt.[50] Een certificaat van aandeel is een vorderingsrecht, zo is de heersende opvatting.[51] Ik lees de (nieuwe) wet zo dat een certificaat van aandeel niet kan worden gekwalificeerd als een zakelijke geldvordering op naam van een onderneming die is ontstaan in het handelsverkeer.[52] Ook de parlementaire geschiedenis biedt naar mijn mening voor die kwalificatie geen aanknopingspunten. Een certificaat van aandeel is weliswaar een vorderingsrecht, maar dat vorderingsrecht wordt belichaamd in de administratievoorwaarden. Daarin zijn ook andere bepalingen opgenomen dan alleen een bepaling over het recht op een uitkering, althans doorbetaling, van de certificaathouder, als de STAK van de vennootschap een uitkering ontvangt. Die andere bepalingen zijn gerelateerd aan (de rechten verbonden aan) het corresponderende aandeel en de vennootschappelijke orde. Te denken is ook aan allerlei kwaliteitseisen en overdrachtsbeperkingen, zoals die zich vaak voordoen bij familievennootschappen en werknemersparticipaties. Bij familievennootschappen gaat het veelal om de kwaliteitseis dat certificaathouders slechts kunnen zijn leden van een bepaalde familie(staak), waarbij ook overdrachtsbeperkingen gelden. Certificaten kunnen alleen overdragen worden aan leden van die familie(staak). De koude kant wordt vaak uitgesloten en als de koude kant toch onder algemene titel certificaten zou verwerven, dan geldt een aanbiedingsverplichting. Als certificaten van aandelen worden gebruikt in het kader van werknemersparticipatie zien we soortgelijke kwaliteitseisen en overdrachtsbeperkingen en aanbiedingsverplichtingen ook. Werknemers van onderneming X kunnen slechts certificaathouder zijn, bij ontslag moeten de certificaten worden aangeboden aan de beperkte kring van werknemers-certificaathou-

44. Zie art. 3 lid 2 Wwft.
45. Zie ook mijn redactioneel in *TvOB* 2025/12, afl. 4, p. 83-84.
46. Wet van 6 maart 2025 tot wijziging van Boek 3 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het opheffen van bedingen in het handelsverkeer die ertoe strekken vervreemding dan wel verpanding van geldvorderingen op naam tegen te gaan (Wet opheffing verpandingsverboden), *Stb.* 2025, 72.
47. Zie *Parl. Gesch.* Boek 3, p. 314-315; HR 17 januari 2003, ECLI:NL:HR:2003:AF0168, *NJ* 2004/281 (*Oryx/Van Eesteren*) en HR 21 maart 2014, ECLI:NL:HR:2014:682, *NJ* 2015/167 (*Coface/Intergamma*).
48. W.H. van Boom, 'Een nieuwe lente, een nieuw art. 3:83 BW', *NTBR* 2025/13.
49. De nieuwe wet voorziet in overgangsrecht voor bedingen waarbij de overdraagbaarheid is uitgesloten of beperkt. De nietigheid geldt voor bestaande bedingen vanaf drie maanden na het tijdstip van inwerkingtreding van de Wet opheffing verpandingsverboden.
50. Karel Frielink stelde mij die vraag.
51. R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV* (diss. Maastricht; Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 116), Deventer: Kluwer 2013, p. 115.
52. In min of meer gelijke zin: M.A.M. van Steensel, 'De impact van de invoering van de Wet opheffing verpandingsverboden op certificaten (van aandelen)', *KWEP* 2025/10.

ders en/of de vennootschap. In het kader van het einde van de arbeidsovereenkomst kunnen good leaver- en bad leaver-bepalingen in de administratievoorwaarden een rol spelen. De administratievoorwaarden zijn dus meer dan de enkele vastlegging van een geldvordering (althans de doorbetaling van een recht op uitkering). Het certificaat van aandeel is daarom geen geldvordering in de strikte zin van dat woord en valt niet onder de definitie van een geldvordering als bedoeld in het nieuwe lid 3 van artikel 3:83 BW. Als dat anders zou zijn, zou dat het ongewenste gevolg hebben dat de onderliggende aandelen (in de regel) wel aan overdrachtsbeperkingen onderworpen zijn en de daarmee corresponderende certificaten van aandelen dat niet kunnen zijn en vrij overdraagbaar zijn. Dat lijkt mij in veel situaties ongewenst en niet de bedoeling, bijvoorbeeld bij werknemersparticipaties, waarbij werknemers certificaten van aandelen houden in de kapitaalvennootschap van hun werkgever. In de regel is de kring van participanten en de overdraagbaarheid tussen die participanten beperkt, namelijk alleen werknemers kunnen aan de werknemersparticipatieregeling deelnemen en certificaten houden, welke certificaten alleen tussen de werknemers verhandelbaar en overdraagbaar zijn. De werknemer heeft als natuurlijk persoon een vorderingsrecht op de kapitaalvennootschap van zijn werkgever, namelijk het certificaat van aandeel. Geldvorderingen van particulieren vallen hoe dan ook niet onder het bereik van de wet.[53]

Dat brengt mij tot het tweede punt. Een andere eis van het nieuwe lid 3 van artikel 3:83 BW is dat het een geldvordering op naam betreft *die voortkomt uit de uitoefening van een beroep of bedrijf.* In de eerste plaats is certificering van aandelen primair een rechtsfiguur ter scheiding van de financiële rechten en zeggenschapsrechten verbonden aan een aandeel. Die rechtsfiguur wordt gebruikt om de governance van vennootschappen met besloten verhoudingen vanwege een casus bepaald motief (verder) vorm te geven. In die zin is het niet een vordering die ontstaat in het handelsverkeer, zoals een vordering tussen leverancier en afnemer. In de tweede plaats is de certificaathouder soms een particulier, zoals een familielid bij familiebedrijven of een werknemer bij een werknemersparticipatieregeling. Dan is, zoals gezegd, de wet niet van toepassing. Maar als datzelfde familielid zijn belangen in de vennootschap concentreert of de werknemer is een manager die de certificaten houdt in zijn management-BV, welke management-BV de manager op basis van een overeenkomst tot opdracht de manager voor werkzaamheden aan de vennootschap, waarin hij participeert, ter beschikking stelt, zou dan wel sprake zijn van een geldvordering op naam die voortkomt uit de uitoefening van een beroep of bedrijf? Dat zou tot het ongerijmde gevolg leiden dat certificaten van aandelen in handen van particulieren niet en certificaten van aandelen in handen van anderen dan particulieren wel onder het bereik van de wet vallen. De hoedanigheid van de certificaathouder leidt zodoende tot een ongewenst onderscheid.

7. Conclusie

In deze bijdrage is een aantal vragen beantwoord op het gebied van kapitaalparticipatie zonder stemrecht. In paragraaf 2 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 artikel 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 artikel 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 4 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 artikel 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. In paragraaf 6 kwam ik tot de conclusie dat certificaten van aandelen niet onder de Wet opheffing verpandingsverboden vallen.

53. *Kamerstukken II* 2019/20, 35482, nr. 3, p. 9 (MvT) en *Kamerstukken II* 2019/20, 35482, nr. 6, p. 5 (NV I). Vorderingen op particulieren vallen wel onder de wet.

Verkort aangehaalde literatuur

Garcia Nelen & Schwarz 2016
S.B. Garcia Nelen & C.A. Schwarz, *Certificering bij de NV en BV* (Serie Ondernemingsrecht, deel B.19), Den Haag: Sdu uitgevers 2016.

Hamers 1996
J.J.A. Hamers, *Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht; Serie VHI, deel 49), Deventer: Kluwer 1996.

Schoonbrood & Veldkamp 2010
J.D.M. Schoonbrood & B.S. Veldkamp, 'De notary letter in de transactiepraktijk', *WPNR* 2010/6847, p. 499-509.

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

Van den Ingh 1991
F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap* (diss. Nijmegen; Serie VHI, deel 35), Deventer: Kluwer 1991.

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

Wolf 2014
R.A. Wolf, 'Het stemrechtloze aandeel in de NV? Een pleidooi en verkenning', *TvOB* 2014, afl. 2, p. 42-50.

Wolf 2016 (1)
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.

Wolf 2016 (2)
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, afl. 5, p. 145-153.

Aanvulling op R.A. Wolf, ‘Enkele opmerkingen over kapitaalparticipatie zonder stemrecht’, *TvOB* 2026/11

In paragraaf 2 van mijn hierboven genoemde bijdrage ging ik in op het stemrechtloze aandeel 2.0 in de BV. Ik deed een tekstvoorstel om het huidige artikel 2:227 BW aan te passen. De voorgestelde regeling van het stemrechtloze aandeel 2.0 zou daarmee gelijk zijn met de huidige regeling van het vergaderrecht bij certificaten van aandelen. Mede naar aanleiding van verzoeken van lezers van *TvOB* heb ik onderstaand de voorgestelde wijzigingen in artikel 2:227 BW uitgewerkt en verbeterd.

Voorstel tot wijziging van artikel 2:227 BW:

1. Onder vergaderrecht wordt in deze titel verstaan het recht om, in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde, de algemene vergadering bij te wonen en daar het woord te voeren.
2. Het vergaderrecht komt toe aan aandeelhouders, **aan houders van stemrechtloze aandelen en** aan houders van certificaten waaraan bij de statuten vergaderrecht is verbonden, aan aandeelhouders die vanwege een vruchtgebruik of pandrecht geen stemrecht hebben en aan vruchtgebruikers en pandhouders die stemrecht hebben. Vruchtgebruikers en pandhouders die geen stemrecht hebben, hebben vergaderrecht, indien de statuten dit bepalen en bij de vestiging of overdracht van het vruchtgebruik of pandrecht niet anders is bepaald. De statuten kunnen bepalen dat het verbinden en ontnemen van vergaderrecht aan **stemrechtloze aandelen en aan** certificaten van aandelen geschiedt door een daartoe in de statuten aangewezen orgaan.
3. Iedere aandeelhouder is bevoegd, in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde, het hem toekomende stemrecht uit te oefenen in de algemene vergadering.
4. Een statutaire regeling waarbij aan **houders van stemrechtloze aandelen en aan** certificaathouders vergaderrecht is toegekend, kan slechts met instemming van de betrokken **stemrechtloze aandeelhouders en** certificaathouders worden gewijzigd, tenzij bij het toekennen van het vergaderrecht de bevoegdheid tot wijziging uitdrukkelijk in de statuten was voorbehouden. De vorige zin is van overeenkomstige toepassing op vruchtgebruikers en pandhouders.
5. Bij de statuten kan de bevoegdheid van vergadergerechtigden zich te doen vertegenwoordigen worden beperkt. De bevoegdheid van vergadergerechtigden zich te doen vertegenwoordigen door een advocaat, notaris, toegevoegd notaris, kandidaat-notaris, registeraccountant of accountant-administratieconsulent kan niet worden uitgesloten.
6. De statuten kunnen bepalen dat het vergaderrecht is opgeschort zolang een vergadergerechtigde in gebreke is te voldoen aan een wettelijke of statutaire verplichting. De statuten kunnen bepalen, dat voor bijwoning van de algemene vergadering vereist is, dat de vergadergerechtigde van zijn voornemen hiertoe kennis geeft aan het bestuur van de vennootschap. Bij de oproeping van de vergadering wordt alsdan vermeld de dag waarop de kennisgeving uiterlijk moet geschieden. Deze dag kan niet vroeger worden gesteld dan op de derde dag voor die van de vergadering.
7. De bestuurders en de commissarissen hebben als zodanig in de algemene vergadering een raadgevende stem.
8. Aan de eis van schriftelijkheid van de volmacht wordt voldaan indien de volmacht elektronisch is vastgelegd.

RAW