

'Slechts' aanspraak op het liquidatie-overschot: onvoldoende om van een BV-aandeel te kunnen spreken?

Ondernemingsrecht 2016/35

Per 1 oktober 2012 kan de BV zowel 'winstrechtloze' aandelen als 'stemrechtloze' aandelen uitgeven. Het vernieuwde art. 2:190 BW staat, ondanks een advies van de Werkgroep Concordantie Rechtspersonenrecht anderszins, echter niet toe dat een BV-aandeel 'slechts' een aanspraak op het liquidatiesaldo omvat, omdat een dergelijke uitleg het aandelenbegrip – in de woorden van de minister – te ver zou oprekken. Aldus heeft de wetgever beoogd te voorkomen dat rechten van aandeelhouders te zeer worden uitgehold. Hieruit volgt dat aan art. 2:190 BW (nieuw) mede een beschermend element kan worden toegekend. Plaatst men art. 2:190 BW in historisch perspectief, dan wordt duidelijk dat de Flex-BV nog steeds, zij het wellicht in mindere mate dan voorheen, als instituut dient te worden beschouwd. Vanuit dogmatisch oogpunt zijn aan die vaststelling consequenties verbonden met het oog op de aan de aandeelhouders toekomende inrichtingsvrijheid. Vanuit economisch perspectief dient echter opgemerkt te worden dat de aankondiging van het vennootschapsbestuur om over te gaan tot vrijwillige ontbinding gepaard kan gaan met economische voordelen voor de aandeelhouder. Zulks maakt dat de beslissing het instrument, dat 'slechts' aanspraak op het liquidatiesaldo omvat, niet als BV-aandeel aan te merken, zijn doel in ieder geval gedeeltelijk voorbijschiet; zulks geldt des te meer gelet op de arbitraire grens omtrent het 'nihilaandeel'. Vanuit (Duitse) rechtsvergelijkende optiek wordt eveneens duidelijk dat de beslissing het instrument dat 'slechts' aanspraak op het liquidatiesaldo omvat niet als BV-aandeel aan te merken zijn doel voorbijschiet. Indien een aandeel louter deelt in het liquidatiesaldo hoeft van zinledigheid geen sprake te zijn; dit aandeel omvat immers ook andere, indirecte (zeggenschaps)rechten, daaronder bijvoorbeeld het recht om een vordering tot vernietiging van een besluit van de algemene vergadering in te stellen.

1. Inleiding

Per 1 oktober 2012 – de datum van de inwerkingtreding van de Wet Flex-BV² – kent het Nederlandse BV-recht een

1 Mr. T.A. Keijzer en mr. drs. L. in 't Veld zijn beiden verbonden aan de Sectie Ondernemingsrecht en Financieel recht van Erasmus School of Law; mr. T.A. Keijzer als promovendus en mr. drs. L. in 't Veld in de hoedanigheid van wetenschappelijk docent en onderzoeker.

2 Stb. 2012, 299 en 300.

nieuw aandelenbegrip. Waar het oude art. 2:190 BW (oud) bepaalde dat 'aandelen [...] de gedeelten [zijn], waarin het maatschappelijk kapitaal bij de statuten is verdeeld', stelt art. 2:190 BW (nieuw) dat 'rechten die stemrecht noch aanspraak op de uitkering van winst of reserves omvatten, [...] niet als aandeel [worden] aangemerkt'. Aldus kan de BV per 1 oktober 2012 zowel 'winstrechtloze' aandelen als 'stemrechtloze' aandelen uitgeven. Vóór die datum was het niet toegestaan dat BV-aandelen niet in de vennootschappelijke 'winst' deelden (art. 2:216 lid 8 BW (oud))³ of geen 'stemrecht' ter algemene vergadering omvatten (art. 2:228 lid 1 BW (oud)). In dat verband vormt art. 2:190 BW (nieuw) een aanmerkelijke verruiming ten opzichte van de oude situatie. Aangezien sinds 1 oktober 2012 de nodige tijd is verstreken en het vennootschapsrechtelijke stof inmiddels is neerge-daald, is wat ons betreft het moment aangewezen om de grenzen die tijdens de (pré-)parlementaire geschiedenis aan art. 2:190 BW zijn gesteld, nader onder de loep te nemen. Meer specifiek onderzoeken wij wanneer, ingeval een 'recht' louter aanspraak geeft op uitkering van (delen van) het liquidatie-overschot⁴ (art. 2:23b BW⁵ – het stemrecht is afwezig), sprake van een (winstrechtloos) aandeel kan zijn. Verder onderzoeken wij of de (pré-)parlementaire criteria, vanuit bedrijfseconomisch en rechtsvergelijkend perspectief, als passend bij de Flex-BV beschouwd kunnen worden. Het in deze bijdrage besproken onderwerp is dus niet nieuw; de argumenten zijn dat naar wij hopen wel.

2. Totstandkoming, reikwijdte en strekking en nadere plaatsing art. 2:190 BW (nieuw)

2.1 Totstandkoming

Het aandelenbegrip van art. 2:190 BW bleef *sec* in eerste instantie ongemoeid. In de Notitie Invoering aandelen zonder nominale waarde, een bijlage bij de ter consultatie aangeboden derde tranche van het voorontwerp van de Wet Flex-BV, werd voor het eerst gesuggereerd het toenmalige art. 2:190 BW (oud) te schrappen. Bij afwezigheid van een verplicht maatschappelijk kapitaal (art. 2:178 BW), in combinatie met afschaffing van een verplichte nominale waarde, zou het niet noodzakelijk zijn een wettelijk aandelenbegrip te hanteren. Bovendien zou het lastig zijn het aandeel in een

3 Het voorschrift werd gemotiveerd gelet op het doel van de BV, kort gezegd het gemeenschappelijk behalen van de winst ten behoeve van de aandeelhouders. Zie J.M.M. Maeijer, Mr. C. Assers *Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel 2-III*, Deventer: Kluwer 2000, § 12 en § 448.

4 Wij bedoelen met het liquidatie-overschot het saldo dat overblijft na ontbinding ex art. 2:19 lid 1 sub a BW. Zie ook 3.1.

5 Over art. 2:23b BW M.J. Kroeze, Mr. C. Assers *Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel 2-I*, Deventer: Kluwer 2015, § 422.

definitie te vatten.⁶ Het na de consultatiefase opgestelde wetsvoorstel vertoonde, in vergelijking met de tranches, naast overeenkomsten, ook enkele verschillen. Terwijl het maatschappelijk kapitaal voor de BV inderdaad als verplicht begrip werd afgeschaft, haalden de BV-aandelen zonder nominale waarde het voorstel niet. Een figuur die, anders dan was geadviseerd door de Expertgroep Vereenvoudiging en Flexibilisering BV-recht, wel werd geïntroduceerd, was die van de stemrechtloze BV-aandelen.⁷ Dit alles bood – in de woorden van de wetgever – ‘de mogelijkheid’ om tot een negatieve invulling van art. 2:190 BW (nieuw) te komen. Daarvoor werd aangesloten bij art. 2:200 lid 3 van het Antilliaans Burgerlijk Wetboek (hierna: ABW).⁸ Het aan de Raad van State toegezonden voorstel stelde echter dat ‘*rechten die stemrecht noch aanspraak op winstuitkering omvatten, [...] niet als aandeel [worden] aangemerkt*’. Op basis daarvan kwalificeert het ‘recht’ dat louter aanspraak geeft op reserves niet als aandeel. Art. 2:200 lid 3 ABW bepaalde toentertijd echter dat geen aandelen vormden ‘*rechten die stemrecht noch aanspraak op enige uitkering omvatten [...]*’. Die definitie is ruimer, aangezien dan ook het ‘recht’ dat louter aanspraak geeft op (een deel van) het liquidatiesaldo als aandeel kan gelden. De Werkgroep Concordantie Rechtspersonenrecht heeft, in reactie, geadviseerd art. 2:190 BW volledig te spiegelen aan art. 2:200 lid 3 ABW. De minister heeft die suggestie echter niet overgenomen. In plaats daarvan is art. 2:190 BW verruimd in de zin dat ook als aandeel wordt aangemerkt het recht dat aanspraak geeft op uitkering van hetzij winst, hetzij reserves.⁹ Bestaat slechts aanspraak op het liquidatiesaldo, dan is strikt genomen voldaan aan art. 2:190 BW, voor zover dit saldo kan worden gezien als winst of reserve. Zo’n uitleg zou het aandelenbegrip echter te ver oprekken.¹⁰

2.2 Reikwijdte en strekking

Uit het bovenstaande valt op te maken dat een aanspraak op het liquidatie-overschot *sec* onvoldoende is om een ‘recht’ voor art. 2:190 BW als BV-aandeel te kunnen laten gelden. Wij interpreteren dit zo, dat de aandeelhouder in de visie van de wetgever bij het nemen (art. 2:191 BW) van een stemrechtloos aandeel ten minste reëel uitzicht op een vergoeding voor zijn investering dient te hebben. Daarvan zou – nog steeds in de visie van de wetgever – geen sprake zijn indien het aandeel geen aanspraak zou geven op vennootschappelijke winst en/of reserves. Dergelijke aanspraken dienen derhalve aanwezig te zijn. In de literatuur is wel verdedigd dat een zeer klein winstrecht, dat grenst aan nihil,

ook volstaat.¹¹ Dit lijkt ons correct. Wellicht ten overvloede merken wij op dat, met het oog op art. 2:190 BW, eveneens als aandeel kwalificeert het ‘recht’ dat, naast aanspraken op het liquidatie-overschot, ook stemrecht omvat. Toekenning van louter het vergaderrecht is niet voldoende.¹² Evenmin toegestaan is het aandeel dat louter stemrecht ter zake van bepaalde onderwerpen omvat.¹³ Aldus heeft de wetgever beoogd te voorkomen dat rechten van aandeelhouders te zeer worden uitgehold. Hieruit volgt dat aan art. 2:190 BW (nieuw) mede een element van voorzichtigheid, althans een (weliswaar vrij beperkt) beschermend element, kan worden toegekend.

2.3 Nadere plaatsing

Plaatst men art. 2:190 BW in historisch perspectief, dan wordt duidelijk dat art. 2:190 BW (nieuw) beoogt de wijzigingen die de Wet Flex-BV in Boek 2 BW aanbrengt zoveel mogelijk te faciliteren. Ondanks deze wijzigingen dient de BV nog steeds, zij het wellicht in ietwat mindere mate dan voorheen, als instituut te worden beschouwd.¹⁴ Vanuit dogmatisch oogpunt zijn aan die vaststelling enige consequenties verbonden met het oog op de aan de aandeelhouders toekomende inrichtingsvrijheid, met name wanneer men de instituutleer contrasteert met de contractuele benadering van de BV, zoals onder andere voorgestaan door Raaijmakers.¹⁵ Dat aan de aan het BV-aandeel verbonden rechten eisen worden gesteld, is vanuit deze benadering eveneens goed denkbaar. Wel is de vraag of de eis dat het recht dat louter aanspraak geeft op het liquidatie-overschot niet als BV-aandeel kan gelden, als passend bij de Flex-BV beschouwd kan worden.

3. Bedrijfseconomisch perspectief

3.1 Onderzoeksafbakening

Zoals reeds opgemerkt heeft de wetgever, door te bepalen dat een BV-aandeel niet louter aanspraken op het liquidatie-overschot kan omvatten, beoogd te voorkomen dat de rechten van de aandeelhouders te zeer worden uitgehold. Ontbinding van een BV, anders dan vanwege een herstructurering binnen het concern, vindt in de regel plaats indien die vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert.

6 Notitie Invoering aandelen zonder nominale waarde, 4 april 2006, p. 19.
 7 Inzake het maatschappelijk kapitaal *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3, p. 39*; wat betreft de nominale waarde *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3, p. 22-23*. Zie over (de ommekeer ten aanzien van) het stemrechtloze BV-aandeel uitgebreid R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 2013, p. 23-29.
 8 *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3, p. 46-47*; *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3, p. 42*.
 9 *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3, bijlage 2, p. 7-8*; *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 6, p. 46-47*.
 10 *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 4, p. 14*.

11 Een ‘nihilaaandeel’, aldus G.J.W. Kinnegim, ‘De flex-bv opnieuw fiscaal getoetst’, *WFR* 2011/116.
 12 P.J. Dortmund, ‘Rechten van stemrechtloze aandelen in de invoeringswet flexibilisering BV-recht’, *Ondernemingsrecht* 2010/108.
 13 *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3, p. 85* en *Kamerstukken II 2006/07, 31058, 6, p. 16*.
 14 G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel 2-IIa*, Deventer: Kluwer 2013, § 13; B.F. Assink & W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013, § 3.3; P. van Schilfgaarde, J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009, § 2. Zie recentelijk L. Timmerman, ‘Oude koeien met actualiteitswaarde’, *Ondernemingsrecht* 2014/111.
 15 M.J.G.C. Raaijmakers, *Rechtspersonen tussen contract en instituut* (oratie Tilburg), Deventer: Kluwer 1987, later M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Besloten’ vennootschappen: quasi-nv of quasi-vof? Enkele rechtsvergelijkende notities’, *AA* 1994/5 en M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Cancun: een joint venture klem tussen contract en instituut’, *AA* 2014/6. Nog recenter is M.J.G.C. Raaijmakers, ‘De ‘institutionele opvatting’: grondslag en inhoud?’, *Ondernemingsrecht* 2015/28.

Wellicht heeft de wetgever zulks in zijn benadering van art. 2:190 BW (nieuw) ook als uitgangspunt genomen. Denkbaar is echter eveneens dat een vennootschap vrijwillig ontbonden wordt op de wijze als bepaald in art. 2:19 lid 1 sub a BW. Hoewel de populariteit van vrijwillige ontbinding onder Nederlandse vennootschappen, wegens een gebrek aan cijfers daarover, zich lastig laat inschatten, is die route niet slechts van theoretische aard.¹⁶ De strekking van art. 2:190 BW (nieuw) wordt daarom onderzocht aan de hand van de (internationale) economische literatuur omtrent vrijwillig ontbonden vennootschappen.

Volledigheidshalve en ter nuancering merken wij het volgende op. Allereerst ziet de onderzochte economische literatuur, wegens een gebrek aan voldoende onderzoeksgegevens in dat verband, op Amerikaanse en niet op Nederlandse vennootschappen. De onderzochte vennootschappen betreffen voorts beursgenoteerde vennootschappen. Wij zien echter niet waar liquidatie-aanspraken tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen conceptueel zouden verschillen. Tot slot merken wij op dat het recht op het liquidatie-overschot van een BV niet exclusief voorbehouden is aan houders van BV-aandelen die enkel recht geven op het liquidatie-overschot. De economische voordelen die het gevolg kunnen zijn van het vrijwillig ontbinden van een vennootschap, komen in beginsel ook aan houders van andersoortige aandelen toe. De hieronder gepresenteerde resultaten kunnen dan ook bezwaarlijk als definitief worden aangemerkt. Wel kunnen zij (een onderdeel van) art. 2:190 BW (nieuw) vanuit economisch perspectief illustreren.

3.2 Ontbinding vanuit bedrijfseconomisch perspectief

Verondersteld kan worden dat vrijwillige ontbinding van een vennootschap slechts dan rendabel voor haar aandeelhouders is wanneer de waarde van de vennootschap bij ontbinding hoger is dan de waarde van de vennootschap in geval van continuering van de huidige bedrijfsvoering en hoger is dan de waarde van de vennootschap in geval van verkoop van de vennootschap als operationeel en organisatorisch geheel.¹⁷ Deze situatie zal zich in de regel pas voordoen in het geval de (markt)waarde van een fragmentarische verkoop van alle activa, verminderd met de (boek)waarde van het vreemd vermogen van de vennootschap, de (markt)waarde van het vennootschappelijke eigen vermogen (aanzienlijk) overstijgt.¹⁸ Dat zal met name het geval zijn

in situaties waar de aandelen van de vennootschap gedurende een langere periode onafgebroken ondergewaardeerd zijn en daardoor geen representatieve waarde van de vennootschap vertegenwoordigen.¹⁹ Die situatie kan worden verklaard door de theorie achter het *dividend discount model* (DDM).²⁰ Volgens het DDM is de waarde van een aandeel gelijk aan de waarde van een verdiscontering van alle te verwachten dividenden waarop de houder van dat aandeel in de toekomst recht zal hebben.²¹ Een structurele onderwaardering van het aandeel lijkt daarmee in te houden dat de verwachte waarde van de verdisconteerde toekomstige dividenden lager worden ingeschat dan de daadwerkelijke nettomarktwaarde van de activa van de vennootschap. De afwezigheid van groeiopties voor de aan de vennootschap verbonden onderneming is daarmee (een van) de grootste drijfver(s) voor de keuze van het bestuur om de vennootschap te ontbinden.

Aan- dan wel afwezigheid van groeiopties kan onder andere worden gemeten aan de hand van de (omzet)groei en de *Tobin's Q*²² van de vennootschap. Uit diverse studies blijkt dan ook dat het bestuur van een vennootschap die gekenmerkt wordt door een (relatief) lage omzetgroei en een (relatief) lage *Tobin's Q* eerder geneigd zal zijn ontbinding van de vennootschap te overwegen.²³ Een fragmentarische verkoop van de activa van de vennootschap levert in dat geval naar verwachting meer op dan de vennootschap als *going concern* of verkoop van de vennootschap als operationeel en organisatorisch geheel. Dat beeld wordt bevestigd door diverse studies die aantonen dat een (voorgenomen) besluit tot ontbinding van de vennootschap over het algemeen een koersstijging tot gevolg heeft.²⁴ De markt lijkt daarmee in te stemmen met de conclusie dat ontbinding tot waardevermeerdering leidt. Aan de hand van het DDM kan de plotselinge koersstijging worden verklaard, daar de vanaf dat moment te verwachten opbrengsten op het aandeel bij ont-

16 Zo ook Erwin & McConnell inzake de VS: "Viewed from another perspective, on average, each year, three major U.S. firms voluntarily decide to discontinue operating as an integrated enterprise and to sell off all assets on a piecemeal basis. For many observers, this number may be surprisingly high." Zie G.R. Erwin & J.J. McConnell, 'To live or let die? An empirical analysis of piecemeal voluntary corporate liquidations', *Journal of Corporate Finance* 1997, 3, p. 326 (hierna: Erwin & McConnell 1997).

17 Zie onder meer E.H. Kim & H. Schatzberg, 'Voluntary corporate liquidations', *Journal of Financial Economics* 1987, 19, p. 315 (hierna: Kim & Schatzberg 1987).

18 P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc. 2007, p. 437; G.L. Hite, J.E. Owers & R.C. Rogers, 'The market for interfirm asset sales, Partial Sell-offs and Total Liquidations', *Journal of Financial Economics* 1987, 18, p. 231, p. 234 (hierna: Owers & Rogers 1987).

19 Daarmee zij niet gezegd dat in alle van deze gevallen het bestuur van de vennootschap zal overgaan tot ontbinding van de vennootschap. Zo besloot Mota-Engil Africa N.V., wier aandelen sinds november 2014 toegelaten zijn tot de handel van NYSE Euronext Amsterdam, juist vanwege onderwaardering haar verhandelbare aandelen terug te kopen en daarmee haar beursnotering te beëindigen. Zie 'Mota-Engil Africa vertrekt na een jaar al van Damrak', *Het Financieele Dagblad* 13 oktober 2015. De vennootschap heeft haar beursnotering uiteindelijk per 10 december 2015 beëindigd.

20 Zie daarover M.J. Gordon & E. Shapiro, 'Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit', *Management Science* 1956, 3, 1, p. 102-110; M.J. Gordon, 'Optimal Investment and Financing Policy', *The Journal of Finance* 1963, 18, 2, p. 264-272.

21 Dat zou betekenen dat de waarde van een winstrechtloos aandeel, dat geen recht geeft op uitkering van winst of reserves, gelijk is aan de waarde van een verdiscontering van (delen van) het liquidatie-overschot. Het DDM lijkt namelijk – onterecht – geen rekening te houden met de waarde van aandeelhoudersrechten, anders dan uitkering van winst of reserves.

22 De *Tobin's Q* wordt berekend door de marktwaarde van de vennootschap te delen door de vervangingswaarde van haar activa. De *Tobin's Q* vertegenwoordigt daarmee kort gezegd de marktwaarde van de activa van de vennootschap.

23 Zie J.F. Navas, 'Voluntary Liquidations: An Empirical Study', *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* 2007, 16, 2, p. 53-60; Erwin & McConnell 1997.

24 De precieze hoogte van de koersstijging rondom het moment van de aankondiging lijkt te variëren van 10 tot 15%. Zie onder meer Hite, Owers & Rogers 1987; Kim & Schatzberg 1987 en Erwin & McConnell 1997.

binding hoger worden gewaardeerd dan de te verwachten opbrengsten in alle overige situaties. Een voor het bestuur voor de hand liggende, andere verklaring is dat de markt, als gevolg van haar inefficiëntie, niet altijd in staat is de vennootschap als *going concern* op waarde te schatten.²⁵

3.3 Stellingname

Uit de eerder besproken studies blijkt dat de aankondiging van het (voorgenomen) besluit dat strekt tot ontbinding van de vennootschap veelal een waardeinstijging van het aandeel tot gevolg heeft. Met die aankondiging lijkt het besef bij de markt door te dringen dat de vennootschap bij ontbinding meer waard is dan in alle overige mogelijke scenario's. Op basis daarvan, en met inachtneming van hetgeen onder 3.1 als beperkingen zijn aangevoerd, lijkt te kunnen worden geconcludeerd dat de aankondiging van het vennootschapsbestuur om over te gaan tot vrijwillige ontbinding van de vennootschap ook gepaard kan gaan met economische voordelen voor de aandeelhouder. Zulks maakt dat de beslissing het instrument, dat 'slechts' aanspraak op het liquidatiesaldo omvat, niet als BV-aandeel aan te merken, zijn doel in ieder geval gedeeltelijk voorbijschiet, daar de veronderstelling van de wetgever immers niet geheel recht lijkt te doen aan de werkelijkheid. Het komt ons dan ook niet logisch voor dat de wetgever hiermee heeft geopteerd voor een betrekkelijk arbitrair onderscheid tussen een aandeel zonder stemrecht, maar met een zeer klein winstrecht (vergelijk het 'nihilaandeel', voetnoot 11), en een aandeel zonder stemrecht dat deelt in het liquidatie-overschot.

4. Rechtsvergelijkend perspectief

4.1 Onderzoeksafbakening

Ook vanuit rechtsvergelijkend perspectief zijn enige opmerkingen te maken omtrent het aandeel, (louter) omvattende de aanspraak op het liquidatie-overschot. De te maken opmerkingen zijn uiteraard (mede) afhankelijk van het in de vergelijking te betrekken rechtsstelsel. Het vennootschapsrecht van de Verenigde Staten (uitgaande van Delaware²⁶ en de *Revised Model Business Corporation Act*²⁷) en het Verenigd

Koninkrijk²⁸ kunnen als zeer flexibel worden aangemerkt; aan (de houder van) het aandeel kan vrijwel elk recht worden toegekend, dan wel worden onthouden. In een dergelijke opzet is een eventuele vergelijking weinig zinvol. Datzelfde geldt wanneer het (gelaagde) Franse vennootschapsrecht zou worden onderzocht, maar om tegenovergestelde redenen: op grond van art. 1844-1 *Code Civil* wordt de statutaire bepaling die een houder van aandelen uitsluit van de winst immers voor niet-geschreven gehouden.²⁹ Het vennootschapsrecht van Duitsland kent, zoals hieronder aan de orde komt, zulke – in dit verband: problematische – aspecten niet, zodat voortzetting van het onderzoek in die richting voor de hand ligt. Vooraf zij wel opgemerkt dat de uitgangspunten die aan het Duitse vennootschapsrecht ten grondslag liggen, niet per se dezelfde (hoeven te) zijn als de Nederlandse. Uit § 45 GmbH-Gesetz volgt bijvoorbeeld dat rechten en verplichtingen die de wet aan de aandeelhouders toekent, aanvullend van aard zijn.³⁰ In beginsel kan daarom vrijelijk van wettelijke bepalingen worden afgeweken; vergelijk in dat verband art. 2:25 BW. Gelet op een dergelijk verschil zou het te ver gaan om te stellen dat de Duitse situatie een-op-een naar Nederland vertaald kan worden. Wel is het onzes inziens mogelijk om tot een zinvolle vergelijking te komen, die kan dienen ter illustratie.

4.2 GmbH-aandelen en stellingname

Van het aandeel in de GmbH wordt gezegd dat zij de lidmaatschapsverhouding belichaamt. Deze verhouding omvat de gezamenlijke rechten en verplichtingen van de aandeelhouder ten opzichte van de vennootschap.³¹ Inzake de verdeling van financiële rechten zijn de uitgangspunten per 1 november 2008 – toen de Wet MoMiG werd ingevoerd³² – als volgt. Houders van 'reguliere' aandelen delen naar rato van hetgeen verplicht op het aandeel is gestort in de winsten, reserves en het liquidatiesaldo. Het is echter mogelijk ver van deze uitgangspunten af te wijken. Zulks volgt uit § 29 (3) (winst) en § 72 (reserves en liquidatiesaldo) GmbH-Gesetz.

25 Vergelijk in dat kader de casus van Mota-Engil Africa N.V., bedoeld in voetnoot 19, waar het bestuur zulks als verklaring aanvoerde: "In the view of the Board the market price of the Shares no longer represents a fair valuation of Mota-Engil Africa."

26 § 151 (a) van de *Delaware General Corporation Law* (hierna DGCL), waarover E.P. Welch e.a., *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals (2014 Edition)*, New York: Wolters Kluwer Law & Business 2013, § 151. Sinds 1903, toen het in § 9 (6) van de grondwet van Delaware neergelegde vereiste dat aan ieder aandeel ten minste één stem diende toe te komen is geschrapt, is § 151 DGCL alleen maar faciliterender geworden (*Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations (2015 Edition)*, St. Paul: Thomson/West 2014, § 2026). Slechts vereist (ex § 151 jo. § 102 (a) (4) DGCL) is dat de statuten duidelijk de aan het aandeel verbonden rechten melden. Dat winstrechtloosheid is toegestaan volgt uit *Lehrman v. Cohen*, 222 A.2d 800 (Del. Sup. Ct. 1966).

27 Zie § 6.01 *Revised Model Business Corporation Act*.

28 Vergelijk § 630 van de *Companies Act 2006*. Gelet op de in *Borland's Trustee v Steel Brothers & Co Ltd*, [1901] 1 Ch 279, gegeven definitie dient de investeerder door het aandeel enig 'belang' in de vennootschap te hebben. Een dergelijk 'belang' kan vele vormen hebben, daaronder conceptueel ook vormen die op basis van art. 2:190 BW niet toegestaan zouden zijn (bijvoorbeeld de enkele bevoegdheid een bestuurder te benoemen). Over *Borland's Trustee v Steel Brothers J. Birds* (red.), *Annotated Companies Legislation*, Oxford: OUP 2010, p. 683-685, en Gower & Davies p. 860-863.

29 Art. 1844-1 CC wordt materieel getoetst: een verwaarloosbare financiële aanspraak volstaat niet. Zie hierover Cass. Civ. 2 maart 1931, S. 1932.1.281, aangehaald door V. Magnier (red.), *Répertoire de droit des sociétés. Dividends* (Edition 2015), Paris: Dalloz, § 157-161, met nadere specificeringen. De vergelijking met het verbod van *societas leonina*, naar Nederlands recht neergelegd in art. 7A:1672 BW, dringt zich op.

30 Daarover C. Schubel, *Verbandsouveränität und Binnenorganisation der Handelsgesellschaften*, Tübingen: Mohr Siebeck 2003. Kortere *Baumbach | Hueck* § 45, aant. 6-11.

31 *Münchener Kommentar* § 14, aant. 15-19; *Baumbach | Hueck* § 2, aant. 3-6; H. Ziemons & C. Jaeger, *Beck OK GmbHG*, München: Beck 2015, § 5, aant. 30; M. Henssler & L. Strohn, *Gesellschaftsrecht*, München: Beck 2014, § 14, aant. 33-42.

32 Waarover onder andere M.A. Verbrugh, 'De herziening van het GmbH-recht in een concurrerende omgeving. Het wetsvoorstel MoMiG', *Ondernemingsrecht* 2008/118.

In het Duitse vennootschapsrecht is erkend dat deze ruime inrichtingsvrijheid de vraag kan doen rijzen wanneer nog sprake is van een aandeel. Het *Bundesgerichtshof* (hierna: BGH) heeft in dit verband – en reeds in 1954 – als volgt beslist:

“Unter allen diesen Gesichtspunkten wird denn in neuerer Zeit [! – TK & LitV] allgemein die Möglichkeit des Stimmrechtsausschlusses bei der GmbH bejaht [...] Die Satzung kann einzelne Geschäftsanteile auch vom Gewinnrecht ausschließen [...] Auch der Ausschluss von Gewinn- und Stimmrecht ist möglich, wenn nur die Beteiligung am Liquidationserlös, die erwähnten Mitverwaltungsrechte und das Recht zur Anfechtung der Gesellschafterbeschlüsse nicht auch noch für die betreffenden Geschäftsanteile ausgeschlossen wird. Denn die oben im einzelnen angeführten Gesichtspunkte ändern sich auch beim Zusammentreffen des Gewinnrechtsausschlusses mit dem Stimmrechtsausschluss nicht.”³³

Het BGH baseert haar (tamelijk ruime) oordeel op het feit dat het aandeel dat slechts deelt in het liquidatiesaldo ook andere, indirecte (zeggenschaps)rechten omvat, daaronder bijvoorbeeld het recht om een vordering tot vernietiging van een besluit van de algemene vergadering in te stellen.³⁴ Daardoor kunnen met een dergelijk aandeel toch voordelen worden behaald. Overigens wordt ook wel (meer abstract) gesteld dat het GmbH-aandeel voldoende inhoud dient te hebben en niet zinledig mag zijn.³⁵ Wij interpreteren het voorgaande zo, dat wanneer het aandeel louter deelt in het liquidatiesaldo, van een dergelijke zinledigheid in beginsel geen sprake hoeft te zijn. Ook in het Duitse GmbH-recht zijn derhalve aanwijzingen te vinden dat de beslissing het instrument, dat ‘slechts’ aanspraak op het liquidatiesaldo omvat, niet als BV-aandeel aan te merken, zijn doel voorbij schiet.

5. Conclusie

In deze bijdrage onderzochten wij wanneer, ingeval een ‘recht’ louter aanspraak geeft op (gedeeltelijke) uitkering van het liquidatie-overschot, sprake van een (winstrechtloos) aandeel kan zijn, en of de (pré-)parlementaire criteria, vanuit bedrijfseconomisch en rechtsvergelijkend perspectief, als passend bij de Flex-BV beschouwd kunnen worden. Naar huidig BV-recht kan een ‘recht’ dat louter deelt in het liquidatiesaldo (en derhalve geen stemrecht omvat) niet als aandeel gelden. Uit de parlementaire geschiedenis komt

naar voren dat de wetgever aldus heeft beoogd te voorkomen dat rechten van aandeelhouders te zeer worden uitgehold. Vanuit economisch perspectief dient echter opgemerkt te worden dat de aankondiging van het vennootschapsbestuur om over te gaan tot vrijwillige ontbinding gepaard kan gaan met economische voordelen voor de aandeelhouder. Zulks maakt dat de beslissing het instrument, dat ‘slechts’ aanspraak op het liquidatiesaldo omvat, niet als BV-aandeel aan te merken, zijn doel in ieder geval gedeeltelijk voorbij schiet; zulks geldt des te meer gelet op de arbitraire grens omtrent het ‘nihiltaandeel’. Vanuit (Duitse) rechtsvergelijkende optiek wordt duidelijk dat, ook indien een aandeel louter deelt in het liquidatiesaldo, van zinledigheid geen sprake behoeft te zijn. Het aandeel dat slechts deelt in het liquidatiesaldo omvat immers ook andere, indirecte (zeggenschaps)rechten, zodat ook met een dergelijk aandeel voordelen kunnen worden behaald. Tijdens een mogelijke (toekomstige) herziening van het BV- en/of NV-recht zou wat ons betreft met de bovenstaande observaties rekening gehouden moeten worden. Tot die tijd zal het uitgeven van BV-aandelen die louter delen in het liquidatiesaldo betrekkelijk lastig zijn.

33 BGH 14 juli 1954 – II ZR 342/53, NJW 1954, p. 1563-1564, r.o. 19-22, aangehaald door M. Meinema, *Dwingend recht voor de besloten vennootschap: een beschouwing over de contractsvrijheid van aandeelhouders in rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 2003, p. 61-62.

34 Vergelijk art. 2:14 en 2:15 BW. Zie in dit verband ook *Kamerstukken II 2008/09, 31058, 6, p. 46-47*, waar (kort gezegd) wordt opgemerkt dat een meer winst- of stemrechtloos aandeel geen inhoudsloos instrument is, vanwege bijvoorbeeld het agenderings- en het vergaderrecht. Daarbij wordt echter uitgegaan van een aandeel dat in ieder geval meer rechten dan ‘slechts’ een aanspraak op het liquidatiesaldo omvat.

35 *Baumbach | Hueck* § 14, aant. 15; *Münchener Kommentar* § 14, aant. 92.