

De betekenis van art. 2:190 BW: over BV-aandelen en aandeelhouderschap

Titiaan Keijzer*

1. Inleiding

Per 1 oktober 2012 kent het Nederlandse BV-recht een nieuw aandelenbegrip. In deze bijdrage bespreek ik, aansluitend bij een eerdere bijdrage in dit tijdschrift van Koster,¹ hoe het negatieve art. 2:190 BW (Nieuw), dat bepaalt dat rechten die stemrecht noch aanspraak op uitkering van winst of reserves omvatten niet als aandeel worden aangemerkt, geïnterpreteerd dient te worden. Aansluitend onderzoek ik op verkennende wijze of (de grens van) art. 2:190 BW in geding kan komen en, mede op vergelijkende wijze (het vennootschapsrecht van Delaware²), wat de aangewezen manier is om daarop te reageren. Toepassing van art. 2:14 BW ligt wellicht voor de hand,³ maar een andere benadering biedt mogelijk eveneens perspectief. Als uitgangspunt geldt dat een oplossing voor de wetgever implementeerbaar en voor bij de BV betrokken praktisch toepasbaar dient te zijn en een daadwerkelijke afronding van het probleem dient te vormen. Aan deze bijdrage liggende dezelfde uitgangspunten ten grondslag (een 'recht' dient, om als BV-aandeel te gelden, formeel als zodanig uitgegeven te zijn en (i) materieel aanspraken op uitkering van winst en/of reserves en/of (ii) stemrechten in de algemene vergadering te omvatten; art. 2:190 BW (Nieuw) kent naast een faciliterend ook een (beperkt) beschermend karakter; de Flex-BV dient nog steeds, zij het wellicht in mindere mate, als instituut te worden beschouwd) als in eerdere bijdragen (mede) van mijn hand.⁴

2. Reikwijdte onderzoek art. 2:190 BW (Nieuw)

2.1 Reikwijdte onderzoek

Met de nieuwe definitie van art. 2:190 BW is in de woorden van Portengen het enige wezenlijke onderscheid tussen een aandeel en een quasi-aandeel zoals het certificaat – stemrecht – verdwenen.⁵ Eisma heeft reeds in het verdere verleden betoogd dat sprake is van een aandeel indien een recht als zodanig wordt uitgegeven.⁶ Deze benadering is (mede) terug te vinden in de parlementaire geschiedenis.⁷ Zij lijkt mij juist, maar (naar huidig recht) niet volledig. Houdt men deze benadering aan, dan worden alle aanvullende wettelijke elementen van art. 2:190 BW genegeerd. Ik zal mij in de (sub)paragrafen hierna dan ook tot de aanvullende vereisten beperken. Het is immers tot op zekere hoogte aan de vennootschap en haar aandeelhouders of aan het emissievereiste zal worden voldaan. Bovendien zal ik mij slechts richten op omstandigheden die intreden na emissie. De situatie dat reeds vanaf uitgifte niet aan de wettelijke voorwaarden voor een BV-aandeel wordt voldaan, lijkt onwaarschijnlijk.⁸

* Mr. T.A. Keijzer, als promovendus verbonden aan de Sectie Ondernemingsrecht & Financieel recht van de Erasmus School of Law en het Instituut voor Ondernemingsrecht (IvO) en het IvO Center for Financial Law & Governance (ICFG).

¹ H. Koster, 'Winst(uitkeringen) bij de BV ontleed', *WPNR* 2016/7117.

² Het vennootschapsrecht wordt door een groot aantal Fortune 500 vennootschappen toegepast (zie recent onder meer R. Anderson & J. Manns, 'The Delaware Delusion', *North Carolina Law Review* 2015, p. 1049 – 1105) en periodiek herzien. Over de wijze waarop in Delaware vennootschapsrecht tot stand wordt gebracht: L. E. Strine, 'The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the Challenges We (and Europe) Face', *Delaware Journal of Corporate Law* 2005, p. 674 – 696.

³ 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, § 266. Zie ook § 5.1 hierna.

⁴ Zie T.A. Keijzer & L. in 't Veld, 'Slechts' aanspraak op het liquidatie-overschot: onvoldoende om van een BV-aandeel te kunnen spreken?', *OR* 2016/36 (instemmend Koster 2016; zie ook R.A. Wolf, 'Het stemrechtloze aandeel met 'slechts' een recht op uitkering van het overschot na vereffening. Een reactie', *OR* 2016/52 en T.A. Keijzer & L. in 't Veld, 'Het BV-aandeel met 'slechts' aanspraak op het liquidatie-overschot: een naschrift', *OR* 2016/53) en T.A. Keijzer, 'De aandeelhoudersovereenkomst in het licht van art. 2:190 BW', *WPNR* 2016/7104 (vergelijk R.A. Wolf, 'Afstand doen van aandeelhoudersrechten in een aandeelhoudersovereenkomst', *WPNR* 2016/7115 en T.A. Keijzer, 'Afstand doen en afstand nemen', *WPNR* 2016/7115).

⁵ H.J. Portengen, 'Interne verhoudingen – flex bv', *WPNR* 2007/6731.

⁶ S.E. Eisma, 'Tussen aandeel en schuldbrief: participatiebewijzen', in L. Timmerman e.a., *Ondernemingsrechtelijke contracten*, Deventer: Kluwer 1991, p. 27 – 41.

⁷ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058 nr. 3, p. 42.

⁸ Zie voor een zeldzaam voorbeeld Hof Amsterdam 20 mei 1986, ECLI:NL:GHAMS:1986:AC9364, *NJ* 1987/733 (*Aquapharm/Vermeulen*), waar sprake was van een aandelenuitgifte uitgaande boven het maatschappelijk kapitaal.

2.2 Reikwijdte art. 2:190 BW (Nieuw)

Hoewel art. 2:190 BW bepaalde eisen aan het BV-aandeel stelt, zijn er ook voorschriften die juist níet uit deze bepaling voortvloeien. De rechtsbetrekking tussen (hier) BV en aandeelhouder wordt doorgaans, ter accentuering van het verschil met de zuivere overeenkomst, aangeduid als lidmaatschapsverhouding.⁹ Om niet langer van een BV-aandeel te spreken is niet vereist dat álle lidmaatschapsrechten – bijvoorbeeld het recht om nakoming te vorderen van de verplichting een accountant opdracht te geven tot onderzoek van de jaarrekening¹⁰ – aan het ‘recht’ zijn ontvallen.¹¹ Zulks volgt allereerst uit de tekst van art. 2:190 BW zelf, dat (specifiek) uitgaat van stemrecht ter algemene vergadering – de vergadering van soortaandeelhouders (ook wel BGA-vergadering¹²) doet niet ter zake – en niet van een (potentieel) bredere term, bijvoorbeeld zeggenschapsrechten. Zulks volgt eveneens uit de beperkte beschermingsgedachte van art. 2:190 BW.¹³ Uit bovenstaande vloeit voort dat voor art. 2:190 BW 'primaire' en 'secundaire' lidmaatschapsrechten kunnen worden onderscheiden.¹⁴ De primaire rechten zijn het stemrecht ter algemene vergadering en het recht op uitkering van winst en/of reserves. De secundaire lidmaatschapsrechten strekken ertoe het realiseren van de primaire rechten te faciliteren. Om niet van een BV-aandeel te hoeven spreken volstaat dat de primaire lidmaatschapsrechten afwezig zijn. Wanneer de primaire lidmaatschapsrechten zouden wegvallen komt aan het in stand blijven van de secundaire lidmaatschapsrechten onvoldoende gewicht toe, nu zij niet langer aangewend kunnen worden voor het realiseren van het primaire doel.

3. Kader art. 2:190 BW (Nieuw) – een aanzet

3.1 Grammaticale benadering; faciliterend perspectief

Art. 2:190 BW bepaalt dat een aandeel (slechts) stemrecht danwel aanspraken op winst of reserves dient te *omvatten*. Ontwaart men in navolging van Timmerman en Van der Grinten¹⁵ een extra schakel in de vennootschapsrechtelijke rechtsverhouding tussen aandeelhouder en vennootschap, zijnde het aandeel zelf, dan staat binnen art. 2:190 BW de formele verhouding tussen het aandeel en de vennootschap voorop, en niet de feitelijke verhouding tussen het aandeel en de aandeelhouder. Men kan derhalve niet met vrucht beweren dat (reeds) niet langer sprake is van een BV-aandeel wanneer een aandeelhouder zijn primaire lidmaatschapsrechten op enig moment niet kan realiseren. Vereist is voor art. 2:190 BW slechts dat aan een BV-aandeel volgens de statuten bepaalde kenmerken verbonden *zijn*. Voor de vraag of de grens van art. 2:190 BW in geding kan komen, komt het er in deze benadering op aan wanneer de noodzakelijkerwijs aan het BV-aandeel verbonden primaire lidmaatschapsrechten geacht kunnen worden aan dat aandeel te zijn ontvallen. Ik duid deze ‘ruimere’ benadering van art. 2:190 BW hierna aan als het ‘faciliterende’ perspectief.

⁹ Bijvoorbeeld W.J. Slagter, ‘De lidmaatschapsverhouding als grondslag van het rechtspersonenrecht’, *Ondernemingsrecht* 2004/158; G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2005 en B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 2015, p. 132 – 135, met verdere verwijzingen.

¹⁰ Neergelegd in art. 2:217 lid 2 BW en art. 2:393 lid 8 jo. lid 1 BW. Zie voor een beknopt overzicht van aandeelhoudersrechten R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 2013, p. 469 – 471.

¹¹ Dezelfde benadering komt in abstracte zin aan de orde in Bundesgerichtshof 14 juli 1954 – II ZR 342/53, *NJW* 1954, p. 1563 – 1564. Vergelijk ook L. Timmerman, ‘Anything goes’ in het rechtspersonenrecht?, *Ondernemingsrecht* 1999/9.

¹² De term is van Boschma en Kuijers-Tollenaar. Zie H.E. Boschma & G.K. Kuijers-Tollenaar, ‘De bevoegdheidsverdeling in de Flex-BV: AV of BGA?’, *WPNR* 2013/6962. Via de BGA-vergadering kan aan de stemrechtloze aandeelhouder alsnog significante invloed op de vennootschap toekomen. Ik ga er vanuit dat er geen bevoegdheden aan de BGA-vergadering zijn toegekend.

¹³ Het is voor kwalificatie als BV-aandeel niet voldoende dat aan het ‘recht’ slechts vergaderrecht of stemrecht ter zake van bepaalde onderwerpen omvat. Evenmin is toegestaan dat het recht slechts aanspraak geeft op het liquidatie-overschot. Wat dat laatste betreft is echter sprake van een disproportionaliteit. Zie ook voetnoot 4.

¹⁴ Daarmee is overigens niet bedoeld af te doen aan het onderscheid tussen financiële rechten en zeggenschapsrechten welke aan het aandeel verbonden zijn. Zie daarover onder meer Van Solinge & Nieuwe Weme 2013, § 260.

¹⁵ Zie de conclusie van A-G Timmerman bij de DSM-uitspraak, ECLI:NL:PHR:2007:BB3523 § 3.9; voorts W.C.L. van der Grinten, *Van der Heijden Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1992, § 131. Zie voor een overzicht van de benaderingen van de rechtsbetrekking van de aandeelhouder tot de vennootschap Kemp 2015, p. 139 – 148.

3.2 *Wetshistorische en -systematische benadering; regulerend perspectief*

Plaatst men art. 2:190 BW in historisch perspectief, dan wordt duidelijk dat art. 2:190 BW (Nieuw) (mede) voortvloeit uit de wijzigingen die de Wet Flex-BV elders in het BV-recht aanbrengt en (mede) beoogt deze zoveel mogelijk in goede banen te leiden.¹⁶ De BV dient, zoals in § 1 reeds kort is aangestipt, nog steeds als instituut te worden beschouwd,¹⁷ hetgeen vanuit wetssystematisch oogpunt consequenties heeft met het oog op de aan de aandeelhouders toekomende inrichtingsvrijheid. Het staat aandeelhouders niet vrij naar believen te bepalen wanneer sprake is van een BV-aandeel. Dit leidt ertoe dat men (mede gelet op art. 2:8 BW) de feitelijke verhouding tussen het aandeel en de aandeelhouder, het andere onderdeel van de schakel, niet (volledig) kan negeren. Voor de vraag of de grens van art. 2:190 BW in geding kan komen komt het er in deze benadering op aan wanneer de aandeelhouders geacht kunnen worden de grenzen van de hun toekomende vrijheid te hebben overschreden. Deze 'engere' benadering van art. 2:190 BW duid ik hierna aan als het 'regulerende'¹⁸ perspectief.

4. Kader art. 2:190 BW (Nieuw) – uitwerking

4.1 *Aanzet*

De eerste aanzet voor het interpretatieve kader van art. 2:190 BW omvat de versmelting van het faciliterende en het regulerende perspectief. Beide kunnen samen worden genomen door als uitgangspunt te hanteren dat een 'recht' dat *formeel* (volgens de statuten) aanspraak kan maken op primaire lidmaatschapsrechten, *materieel* geen primaire lidmaatschapsrechten (in de woorden van art. 2:190 BW (Nieuw)) *omvat* indien daarvan geen enkele betekenis uitgaat. De vervolgvraag is wanneer dat het geval is. Nadere invulling is op een drietal manieren mogelijk. Een en ander vormt een uitvloeisel van het evenredigheidsdenken in het ondernemingsrecht.¹⁹

4.2 *Temporele component*

De temporele component zit reeds in het hierboven geformuleerde uitgangspunt ingebakken. Als voorbeeld ga ik uit van X BV, waarvan het aandelenkapitaal (mede) bestaat uit winstrechtloze aandelen, gehouden door A. A kan menen dat van de primaire lidmaatschapsrechten reeds geen enkele betekenis uitgaat indien het stemrecht op enig moment niet langer geldend gemaakt kan worden. Denkbaar is bijvoorbeeld dat het stemrecht door de Ondernemingskamer (hierna: OK) voor de duur van de enquêteprocedure wordt opgeschort (art. 2:356 sub d BW). Het is echter (goed) voorstelbaar dat de opschorting slechts van korte duur zal zijn. De benadering van A kan mijns inziens dan ook niet als juist gelden. Veeleer is voor de conclusie dat van de primaire lidmaatschapsrechten geen enkele betekenis uitgaat dat zij *duurzaam* aan het aandeel zijn ontvallen en dat A daar *duurzaam* geen gebruik van kan maken. Ervan uitgaande dat ondernemen risico's met zich brengt en dat aandeelhouders in beginsel voor hun eigen belangen op mogen komen²⁰ dient voorkomen te worden dat A het bekneld raken van zijn rechten te snel af kan wentelen. Dit brengt mij tot observatie I): de primaire lidmaatschapsrechten dienen *duurzaam* afwezig te zijn.

¹⁶ In de *Notitie Invoering aandelen zonder nominale waarde*, een bijlage bij de derde tranche van het voorontwerp, werd gesuggereerd het toenmalige art. 2:190 BW (Oud) te schrappen. Het na de consultatiefase opgestelde wetsvoorstel introduceerde de figuur van de stemrechtloze BV-aandelen. Dit bood 'de mogelijkheid' om tot een negatieve invulling van art. 2:190 BW (Nieuw) te komen, overigens in een licht andere formulering dan de huidige.

¹⁷ 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. Zie recentelijk ook L. Timmerman, 'Oude koeien met actualiteitswaarde', *Ondernemingsrecht* 2014/111. Zie laatstelijk M.J.G.C. Raaijmakers, 'De 'institutionele opvatting': grondslag en inhoud?', *Ondernemingsrecht* 2015/28.

¹⁸ Vgl. inzake beide perspectieven 'de Januskop van het ondernemingsrecht'; B.F. Assink, 'De Januskop van het ondernemingsrecht - Over facilitering en regulering van ondernemerschap', *Ondernemingsrecht* 2010/50; zie eerder ook L. Timmerman, 'Gedragrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht. Wat moet dwingend blijven in het vennootschapsrecht van de toekomst?', *Ondernemingsrecht* 2005/2.

¹⁹ M.J. van Ginneken & L. Timmerman, 'De betekenis van het evenredigheidsbeginsel voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011/123.

²⁰ Zie wel de noot van Van Schilfgaarde bij Hoge Raad 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancun*) die stelt dat dit idee, hoewel nuttig voor minder aspiratieve minderheidsaandeelhouders bij beursvennootschappen, voor het overige verouderd is.

4.2.1 Winstreservering

Stemrechtloze aandelen zijn toelaatbaar omdat het feit dat aan de aandelen geen stemrecht verbonden zal zijn voorzienbaar is. Met méér dan stemrechtloosheid heeft de aandeelhouder echter niet ingestemd.²¹ Wordt de verplichting in een redelijk dividend te voorzien geschonden zonder dat het belang van de vennootschap zulks vereist en is de vennootschap niet bereid mee te werken aan aanpassing van de statutaire bepaling op grond waarvan winstreservering plaatsvindt, dan levert zulks wanbeleid op.²² Het gewicht dat aan het belang van de vennootschap tot behoud van middelen toekomt wordt bepaald door verschillende factoren, zoals de economische toestand van die vennootschap en haar strategie enerzijds en de marktsector waarin zij zich begeeft en de prognoses daaromtrent anderzijds.²³ Met Bier ben ik van mening dat de winst in de regel ten goede dient te komen aan de aandeelhouders.²⁴ Zij hebben recht op een redelijk rendement. Eenzelfde standpunt huldigen Koelemeijer²⁵ en Buijn.²⁶ Uit *Uniwest* volgt dat de verplichting zorg te dragen voor een redelijk rendement reeds geschonden kan zijn indien de winst gedurende 3 jaar wordt gereserveerd.²⁷ Indien de omstandigheden daartoe nopen is een besluit tot winstreservering, mits voldoende gemotiveerd, echter toegestaan.²⁸ Hoe zou een herhaling van zetten conform *Sluis* ten aanzien van stemrechtloze aandelen waarvan het recht op reserves is uitgesloten uitpakken? Men dient wat mij betreft een hypothetische vergelijking te maken: wanneer meerdere jaren achtereenvolgend winstreservering plaatsvindt zonder dat het vennootschappelijk belang zulks vereist, is daarin een aanwijzing gelegen dat de primaire lidmaatschapsverhouding duurzaam afwezig is. Dit vormt gezichtspunt I bij observatie I.

4.2.2 Winstuitholling

Licht anders (uitgaande van dezelfde situatie als in § 4.2.1) is het geval dat de economische omstandigheden ernstig verslechteren. Wanneer de BV gefinancierd is met hoogrentende (cumulatief) preferente aandelen – *private equity* – kan het winstrecht van stemrechtloze aandeelhouders illusoir worden. Alsdan speelt eveneens de vraag in hoeverre de primaire lidmaatschapsverhouding afwezig is.²⁹ Opnieuw is relevant of de gevolgen van zo'n 'feitelijke' verandering duurzaam zijn. In dat kader noem ik twee gezichtspunten. Met toepassing van art. 2:208 lid 2 BW is het voor de BV mogelijk aandelen uit te geven waarvan (in vennootschappelijke zin) vast staat dat zij na een bepaalde periode zullen worden ingekocht (*redeemable shares*). Evenzeer kan gekeken worden naar ex art. 2:192 lid 1 sub c BW opgenomen statutaire *good* en *bad leaver*-bepalingen. Dergelijke afspraken reguleren de duur van de vennootschappelijke. In de (pre-parlementaire) toelichting op art. 2:192 BW wordt gesteld dat een termijn van 5 jaar over algemeen het toegestaan zal zijn; onder omstandigheden is zelfs een termijn van 20 jaar mogelijk.³⁰ Wanneer de periode dat het winstrecht illusoir is de bestaansduur van de aandelen of de beoogde duur van de samenwerking (ruim) overtreft is zulks eveneens een aanwijzing dat de primaire lidmaatschapsverhouding duurzaam teniet is gegaan.³¹ Dit vormt gezichtspunt II bij observatie I.

²¹ L. Timmerman, 'Principles of Prevailing Dutch Company Law', *European Business Organization Law Review*, 2010, p. 609 – 627; vergelijk ook L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/1.

²² Hoge Raad 9 juli 1990, ECLI:NL:HR:1990:AC0960, *NJ* 1991/51 (*Sluis*), waarover onder andere Asser 2-IIa § 195.

²³ M. Koelemeijer, *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 1999, p. 171 – 184.

²⁴ B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2003, p. 79; zie (actueler) ook B. Bier, 'Betekent winstrecht ook recht op winst?', in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers, *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 163 – 208.

²⁵ Koelemeijer 1999, p. 184.

²⁶ F.K. Buijn, 'Onzekere winstuikeringen', *Ondernemingsrecht* 2007/108.

²⁷ Hoge Raad 17 januari 1990, ECLI:NL:HR:1990:AD1001, *NJ* 1990/827 (*Uniwest*).

²⁸ Hoge Raad 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, *NJ* 2013/461, m. nt. Van Schilfgaarde, *Ondernemingsrecht* 2013/123, m. nt. Bier, *JOR* 2013/301, m. nt. Vroom (*VEB/KLM*).

²⁹ Als gevolg van de aanspraken van andere aandeelhouders. Het draait dus niet om de situatie dat van enig winstpotentieel voor vennootschap als geheel geen sprake meer is. Nader onderzoek is aangewezen ten aanzien van de vraag of art. 2:190 BW (wellicht onbedoeld) in (pré-)faillissementssituaties de vennootschappelijke plicht scheidt het stemrecht te laten herleven.

³⁰ F.J.P. van den Ingh & R.G.J. Nowak, *Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht deel I. De pre-parlementaire geschiedenis*, Deventer: Kluwer 2006, p. 73 (tweede tranche).

³¹ Vergelijk R.A.F. Timmermans, 'Financiering van preferente beschermingsaandelen bij New Sources Energy N.V.', *Ondernemingsrecht* 2012/84.

4.3 Juridische component

Wat betreft het juridische aspect merk ik het volgende op – uitgaande van dezelfde situatie als in § 4.2.1 en § 4.2.2, waar nu echter geldt dat aandeelhouder A (louter) met aandeelhouder B de afspraak heeft dat eerstgenoemde zijn stemrecht niet zal uitoefenen. A kan betogen dat van de primaire lidmaatschapsrechten (reeds) geen enkele betekenis uitgaat indien zij in verbintenisrechtelijk opzicht aan het aandeel zijn ontvallen. Ook deze benadering is mijns inziens onjuist. Het stemrecht kan vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief vrijelijk door A worden uitgeoefend, zodat niet gezegd kan worden dat van het stemrecht van A geen enkele betekenis uitgaat – zij het dat hij dan mogelijk wanprestatie pleegt jegens B. Dit is niet anders in geval een dergelijk wanpresteren vanwege een aandeelhoudersovereenkomst wordt bestraft met een (forse) boete.³² Voor het in geding zijn van de primaire lidmaatschapsrechten in de zin van art. 2:190 BW is vereist dat daarvan *in vennootschappelijke zin*³³ – ten opzichte van andere aandeelhouders, de vennootschap en derden – geen enkele betekenis uitgaat. Pas dan is het betrokken lidmaatschapsrecht op de voor art. 2:190 BW vereiste wijze irrelevant. Dit brengt mij tot observatie II): de primaire lidmaatschapsrechten dienen *in vennootschappelijke zin* afwezig te zijn.

4.3.1 Vruchtgebruik, pandrecht³⁴ en certificering

Vruchtgebruik geeft, op grond van art. 3:201 BW, het recht goederen die aan anderen toebehoren te gebruiken en daarvan de vruchten te genieten. Na vestiging en erkenning van een recht van vruchtgebruik³⁵ kan het stemrecht bij de aandeelhouder (art. 2:197 lid 2 BW) of vruchtgebruiker berusten (art. 2:197 lid 3 BW).³⁶ Een pandrecht strekt ertoe een vordering tot voldoening van een geldsom bij voorrang boven andere schuldeisers te kunnen verhalen, zo bepaalt art. 3:227 lid 1 BW.³⁷ Ook in geval van een pandrecht kan het stemrecht na vestiging bij de pandgever (art. 2:198 lid 2 BW) of pandhouder (komen te) liggen (art. 2:198 lid 3 BW), eventueel onder opschortende voorwaarde.³⁸ Certificering omvat het splitsen van zeggenschapsrechten van de economische rechten. Zulks geschiedt door de aandelen over te dragen aan een Administratiekantoor (hierna: AK) – veelal een stichting (hierna: STAK) – die in ruil daarvoor certificaten uitgeeft. De STAK is juridisch gerechtigd tot de aandelen en oefent het aan de aandelen verbonden stemrecht uit. De rechten van de certificaathouder zijn contractueel van aard en worden bepaald door de overeengekomen administratievoorwaarden.³⁹

³² P. van Schilfgaarde, J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, § 67.

³³ Over de vennootschappelijke werking (van aandeelhoudersovereenkomsten) R.G.J. Nowak & T.P. van Duuren, 'Doorwerking van aandeelhoudersovereenkomsten in het vennootschapsrecht', in F. Eggermont e.a., *Preadviezen 2013 vanwege de Verenging voor de vergelijkende studie van het recht van België en Nederland*, Den Haag: BJu 2013 en R.G.J. Nowak, 'Rechtsgeldigheid en doorwerking van buitenstatutaire governance-afspraken', *WPNR* 2014/7014. Zie ook W. Bosse, 'Aandeelhoudersovereenkomsten in strijd met dwingend recht (Hof Amsterdam 13 januari 2015 (Kekk/Delfino)', *WPNR* 2015/7065. G.J.C. Rensen & L. Timmerman, 'De notaris in het moderne ondernemingsrecht', *WPNR* 2016/7121, wijzen erop dat de aandeelhoudersovereenkomst en de statuten elkaar dicht naderen wat betreft de betekenis die daaraan wordt toegekend.

³⁴ Deze figuren worden tezamen besproken, omdat de wettelijke regelingen de nodige gelijkenissen vertonen – zij zijn ook tegelijkertijd ingevoerd; zie *Kamerstukken II* 1973/74, 12 897. Over het recht van vruchtgebruik en het pandrecht uitgebreid K.I.J. Visser, *Zeggenschapsrechten van houders van een recht van pand of vruchtgebruik op aandelen op naam* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2004. Eveneens uitgebreid, maar ouder is J.J.A. Hamers, *Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 1996. Recenter is E.C. Bos, *Vruchtgebruik op aandelen. Over de grenzen van goederenrecht, erfrecht en vennootschapsrecht* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 2005. Zie voor de wijzigingen als gevolg van de Flex-BV onder andere H. Koster, 'Flexibeler regeling zeggenschapsrechten bij vruchtgebruik en pandrecht op aandelen', *TvOB* 2012/6.

³⁵ Conform art. 2:196, art. 2:196a en art. 2:196b BW gelden dezelfde voorwaarden als gelden voor levering van het aandeel zelf.

³⁶ Voor een overzicht van de aanspraken die uit het recht van vruchtgebruik voortvloeien zie Asser 2-IIa § 422, Assink | Slagter § 37 en Bos 2005, p. 15 – 26.

³⁷ Vestiging van een pandrecht op aandelen geschiedt eveneens conform art. 2:196, art. 2:196a en art. 2:196b BW en is in de praktijk gebruikelijk met het oog op het verkrijgen van financiering. Aldus Assink | Slagter § 37 en B.E. Verbrugg, 'De onbegrensde mogelijkheden van een beperkt recht', *Ondernemingsrecht* 2014/104.

³⁸ Over de wijzigingen van het pandrecht als gevolg van de Flex-BV uitgebreid J.C. van Dijk, 'Aandachtspunten bij de flexibelere regeling voor pandrecht op aandelen onder de nieuwe BV-wetgeving', *BB* 2013/76.

³⁹ F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1991, p. 151 – 194.

In geen van de hier beschreven gevallen kan gezegd worden dat het aandeel niet langer het stemrecht *omvat*. Aldus is niet sprake van een situatie dat van de primaire lidmaatschapsrechten duurzaam geen enkele betekenis meer uitgaat. Het stemrecht is slechts *verdeeld* over partijen en in vennootschappelijke zin (onderdeel II) niet afwezig.

4.3.2 Aandeelhoudersovereenkomsten

Aan een aandeelhoudersovereenkomst kan vennootschappelijke werking toekomen.⁴⁰ Zoals eerder in dit tijdschrift door Wolf is verdedigd, lijkt het niet mogelijk dat een aandeelhouder in een dergelijke overeenkomst voor onbepaalde tijd afstand doet van één of meerdere of zelfs alle aan het aandeel verbonden rechten, noch dat hij tijdelijk en/of in een concrete situatie afstand doet van alle aan het aandeel verbonden rechten, maar wel dat tijdelijk en/of in een concrete situatie afstand wordt gedaan van één of meer rechten.⁴¹ Ik kan mij in beginsel in deze analyse vinden, al is het wat mij betreft niet mogelijk om tijdelijk en/of in een concreet situatie (cumulatief) met vennootschappelijke werking afstand van alle primaire lidmaatschapsrechten vermeld in art. 2:190 BW te doen.⁴² Wanneer alle die rechten *tijdelijk* afwezig zijn, is de aandeelhoudersovereenkomst mogelijk nietig (art. 2:25 en 3:40 BW). Heeft de aandeelhoudersovereenkomst *duurzaam*⁴³ tot gevolg heeft dat de primaire lidmaatschapsrechten met vennootschappelijke werking en op objectief voorzienbare wijze in geding komen, dan is zulks voorts een aanwijzing dat de primaire lidmaatschapsverhouding niet langer aanwezig is.

4.4 Uitleg

Tot slot kan de vraag opkomen op welke wijze het interpretatieve kader van art. 2:190 BW dient te worden uitgelegd. De *subjectieve* opvatting dat van de primaire lidmaatschapsrechten duurzaam en in vennootschappelijke zin geen enkele betekenis uitgaat kan voor art. 2:190 BW niet voldoende zijn. Vereist is dat het voor I) de andere aandeelhouders en II) de vennootschap (vertegenwoordigd door het bestuur) *objectief voorzienbaar* is dat zulks het geval is. Dit sluit aan bij de in beginsel objectieve wijze waarop de statuten van de BV – ook ter zake van winst- en stemrechtloze aandelen – dienen te worden geïnterpreteerd.⁴⁴ Door bij zowel de vennootschap als de andere aandeelhouders (objectief voorzienbare) wetenschap te verlangen wordt een extra drempel opgeworpen om te voorkomen dat te snel de conclusie wordt getrokken dat art. 2:190 BW in geding is. Consensus is dus echter niet vereist – zulks zou, gezien de (potentieel) tegengestelde belangen, lastig kunnen zijn. Aldus kom ik tot observatie III): de afwezigheid van primaire lidmaatschapsrechten dient voor de aandeelhouders en de vennootschap *objectief voorzienbaar* te zijn. Ik zal dit aspect hier laten rusten, maar merk op dat, indien A het (mogelijk) in geding zijn van de primaire lidmaatschapsverhouding (correct) agendeert voor bespreking ter algemene vergadering (art. 2:224a BW), van objectieve voorzienbaarheid bij de andere partijen (B en X BV) eerder sprake zal kunnen zijn.

⁴⁰ Wolf, *WPNR* 2016 stelt dat het doen van afstand van recht ex art. 6:160 BW (slechts) verbintenisrechtelijke werking heeft en dat door het doen van afstand van recht het aandeel wettelijk en statutair stemrecht blijft omvatten. Dat is inderdaad het geval; in die zin bijvoorbeeld Hoge Raad 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BN9449, *NJ* 1944/465 (Wennex) en P. van Schilfgaarde, J.W. Winter & J.B. Wezeman, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, § 67. In die benadering blijft echter enigszins onderbelicht wat de consequenties zijn wanneer het doen van afstand van recht op grond van een geldige aandeelhoudersovereenkomst daadwerkelijk doorwerkt in de vennootschappelijke (statutaire) orde.

⁴¹ R.A. Wolf, 'Afstand doen van aandeelhoudersrechten in een aandeelhoudersovereenkomst', *WPNR* 2016/7115.

⁴² T.A. Keijzer, 'Afstand doen en afstand nemen', *WPNR* 2016/7115.

⁴³ Daarbij kan als aanwijzing gelden of de aandeelhouder waarvan de primaire lidmaatschapsrechten in geding zijn het (nog) in zijn macht heeft om ter zake van zijn aandelen de primaire lidmaatschapsverhouding te herstellen. Is dat niet het geval, dan is het *'point of no return'* immers gepasseerd.

⁴⁴ D.F.M.M. Zaman & S.A. Krusinga, 'Uitleg van statuten', *TvOB* 2014/6; S. Rijpma, 'Uitleg van statuten, een objectieve Haviltex?', *TOP* 2014/3; vergelijk ook Hoge Raad 5 april 2013, ECLI:NL:HR:2013:BY8101, *NJ* 2013/214, *JOR* 2013/198, m.nt Bakker (*Lundiform/Mexx*), waarover onder andere H.C. Piet, 'Het arrest Lundiform/Mexx: Haviltexen tussen professionele partijen', *TOP* 2013/5, B.L. Keijzer, 'Haviltex-maatstaf blijft uitgangspunt: schieten woorden tekort?', *V&O* 2013/6. Zie recenter Hoge Raad 7 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:260, *JOR* 2014/92, m. nt. P.S. Bakker (*Afvalzorg Slotereind*).

4.5 Tussenconclusie: strekking art. 2:190 BW

Aldus is het mogelijk het interpretatieve kader rond art. 2:190 BW nader in te vullen. Een 'recht' wordt niet als BV-aandeel aangemerkt indien voor de aandeelhouders en de vennootschap objectief voorzienbaar is dat van de primaire lidmaatschapsrechten duurzaam en in vennootschappelijke zin geen enkele betekenis uitgaat. Deze ondergrens is wat mij betreft, gelet op het doel van art. 2:25 BW – bescherming van (minderheids)aandeelhouders⁴⁵ – dwingend. Het staat aandeelhouders als gezegd niet vrij volledig naar eigen inzicht te bepalen wanneer sprake is van een BV-aandeel.⁴⁶ Bovenstaande, inhoudelijk beperkte toetsingsmaatstaf sluit aan bij het beperkt beschermende karakter van art. 2:190 BW. Zeker sinds 1 oktober 2012 dient voorkomen te worden dat de door partijen overeen gekomen verhouding wordt getoetst op (gepercipieerde) normen als 'eerlijkheid' of 'gelijkheid'. Anderzijds dient de lidmaatschapsverhouding ook niet op de in § 4.2 – 4.4 beschreven wijze zinledig te worden. Afwijking van de formele benadering van art. 2:190 BW is dan aangegeven.

5. Schending art. 2:190 BW

5.1 Toepassing art. 2:14 BW?

Het in § 4.5 geformuleerde interpretatieve kader roept de vraag op of het denkbaar is dat een BV-aandeel door omstandigheden na emissie door de ondergrens van art. 2:190 BW heen 'zakt'. Conceptueel valt dat niet uit te sluiten. Van Solinge en Nieuwe Weme achten op grond van art. 2:14 BW een besluit dat aan een aandeel in strijd met art. 2:190 BW de rechten ontnemt echter nietig wegens strijd met de wet.⁴⁷ Dat vormt inderdaad geldend recht. Bij deze benadering zijn echter wel kanttekeningen te plaatsen. Nietigverklaring van een besluit (bijvoorbeeld tot vaststelling van de jaarrekening of tot toetreding van de vennootschap tot de aandeelhoudersovereenkomst) staat in ver verband met de lidmaatschapsverhouding van art. 2:190 BW en brengt geen wijzigingen c.q. verbeteringen in de onderliggende situatie. Evenmin valt uit te sluiten dat de bovenstaande problematiek kan spelen, zonder dat enquête- of geschillenregeling een oplossing bieden. In die zin leidt handhaving van art. 2:190 BW tot inconsistenties.

Vanuit conceptueel oogpunt is het merkwaardig dat art. 2:190 BW bepaalt onder welke omstandigheden een 'recht' niet als BV-aandeel kan gelden, zonder aan te geven hoe dat 'recht' die status wel weer kan bereiken. In deze vaststelling schuilen wat mij betreft conceptueel twee oplossingen: aanpassing van de huidige formulering van art. 2:190 BW en de introductie van een vangnetregeling. Beide worden hieronder kort uitgewerkt.

⁴⁵ Over dwingend recht bij de BV en de betekenis van art. 2:25 BW M. Meinema, *Dwingend recht voor de besloten vennootschap: een beschouwing over de contractsvrijheid van aandeelhouders in rechtsvergelijkend perspectief* (diss. Maastricht), Deventer: Kluwer 2003, met name p. 253.

⁴⁶ Met name in fiscale zaken is het debat over *form* en *substance* ter zake van kwalificatie van 'recht' als (BV-)aandeel reeds grondig gevoerd. Wanneer civielrechtelijk sprake is van kapitaal, wordt die benadering fiscaal in beginsel gevolgd. Vgl. recent Hoge Raad 7 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:181, V-N 2014/9.12, BNB 2014/80, m. nt. De Vries, FED 2014/38, m. nt. Marres en Hoge Raad 7 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:224, V-N 2014/9.13, BNB 2014/79, m. nt. De Vries, FED 2014/37, m. nt. Marres. Het kapitaalkarakter gaat niet verloren indien aan een aandeelhouder na enkele jaren de (contractuele of statutaire) mogelijkheid toekomt de kapitaalverschaffing te beëindigen (*redeemable shares*) of sprake is van een terugbetalingsverplichting: in de tussentijdse periode kan de geldverstrekking door immers verliezen teniet gaan. Evenmin gaat het kapitaalkarakter verloren als het recht in een aantal opzichten – bijvoorbeeld ten aanzien van de vergoeding (vast; cumulatief) – gelijkenissen vertoont met een lening. Van een andere uitkomst is ook geen sprake wanneer het risico dat het ingebrachte zal worden aangesproken ter betaling van schuldeisers verwaarloosbaar lijkt, hetgeen bijvoorbeeld het geval is indien contractueel de mogelijkheid is bedongen liquidatie en vereffening van de BV te bewerkstelligen. De vraag die hier aan de orde is, speelt echter op een niveau 'dieper', namelijk of civielrechtelijk nog wel sprake is van een aandeel.

⁴⁷ Asser 2-IIa § 266. Voor zover nodig kan nog betoogd worden dat een besluit welk ertoe strekt – ondanks art. 2:190 BW – rechten van een aandeel te ontnemen in strijd komt met de vennootschappelijke redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 lid 1 BW. Alsdan is het besluit ex art. 2:15 lid 1 sub b BW vernietigbaar.

5.2 Gewijzigde formulering art. 2:190 BW

Allereerst kan gedacht worden aan een herformulering van art. 2:190 BW, om te voorkomen dat de situatie ontstaat dat een 'recht' niet langer aan de vereisten van art. 2:190 BW voldoet. In wezen laat art. 2:190 BW ruimte (althans twijfel omtrent de ruimte) voor de invloed van bepaalde feitelijke veranderingen op de formele kwalificatie van een 'recht' als aandeel. In een aangepast art. 2:190 BW zou niet alleen moeten blijken wanneer (negatief) geen sprake is van aandelen, maar ook (juist) wanneer dat wel het geval is. Art. 2:190 BW zou in die zin geherformuleerd kunnen worden, dat bepaald wordt dat een aandeel (mede) de rechtsbetrekking belichaamt waarin de houder daarvan staat tot de vennootschap (lid 1) en dat een aandeel *volgens de statuten* aanspraak dient te geven op winst, en/of reserves en/of het liquidatieoverschot⁴⁸ en/of stemrechten in de algemene vergadering dient te omvatten (lid 2). Aldus wordt expliciet tot uitdrukking gebracht dat aan veranderende feitelijke omstandigheden geen invloed toekomt in het licht van de kwalificatie van een recht als BV-aandeel. Deze toevoeging, die een keuze voor de formele benadering betreft, heeft de charme van eenvoud, maar getuigt ook van een zekere onverschilligheid. In het kader van eventueel niet-geadresseerde problemen raken aandeelhouders dan aangewezen op andere mechanismen.

5.3 Vangnetbepaling conform § 205 Delaware General Corporation Law⁴⁹

Anderzijds kan een vangnetbepaling opgenomen worden om te bewerkstelligen dat een 'recht' dat materieel niet langer aan de vereisten van art. 2:190 BW voldoet, dat wel weer kan gaan doen. Daartoe kan in zekere zin inspiratie worden gezocht bij het vennootschapsrecht van Delaware. De wettelijke basis van het aandeel in de Delaware corporation wordt gevormd door § 151 Delaware General Corporation Law (hierna: DGCL).⁵⁰ Van een zuivere definitie van het aandeel in dat artikel is geen sprake. In plaats daarvan is de bepaling erop gericht de investeerder duidelijkheid te verschaffen inzake de toegestane vormen van het aandeel. Als gevolg van het jaarlijkse herzieningsproces⁵¹ door de Delaware State Bar Association is § 151 DGCL veelvuldig gewijzigd. Een gemeenschappelijk kenmerk van deze wijzigingen is dat de reikwijdte van § 151 DGCL steeds verder is opgerekt.⁵² Mocht een aandeel, om welke reden dan ook, niet aan de vereisten gesteld aan een aandeel in een corporation (§ 102 en § 151 DGCL) voldoen – hetgeen gezien de bijzonder ruime definitie niet voor de hand ligt – dan is het stuk waarschijnlijk nietig.⁵³ Dat zou als (onwenselijk) gevolg hebben dat hetgeen bij uitgifte is gestort ter verkrijging van

⁴⁸ Dat een 'recht' dat 'slechts' aanspraak geeft op het liquidatie-overschot naar huidig recht niet als BV-aandeel kan gelden is immers disproportioneel. Vgl. (de discussie aangehaald in) voetnoot 4 en voetnoot 13.

⁴⁹ Op vennootschapsrechtelijk gebied is de exclusieve bevoegdheid van de statelijke wetgever in de VS naar voren gekomen in een tweetal zaken. De *Supreme Court* oordeelde in *CTS Corp vs. Dynamics Corp. of America*, 481 U.S. 69 (1987) dat staten bevoegd zijn inzake de interne organisatie van de rechtspersoon, daaronder begrepen het mogelijk maken van anti-overnamemaatregelen. Federale wetten staan hier niet aan in de weg. Vervolgens ontzegde de appelrechter in *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990) de (federale) SEC de mogelijkheid om door vennootschappen geïntroduceerde anti-overnamemaatregelen aan te pakken. In *Vantage Point Venture Partners 1996 v. Examen, Inc*, 871 A.2d 1108 (Del. Sup. Ct. 2005), werd dan ook geoordeeld dat "It is now well-established that only the law of state of incorporation governs [...] a corporation's internal affairs".

⁵⁰ De Delaware Code kan worden geraadpleegd op <http://www.delcode.delaware.gov>.

⁵¹ Over de vraag hoe de aantrekkingskracht van Delaware gewaardeerd moet worden bestaat veel discussie. Zie voor een overzicht G. van Solinge, 'Een race naar de bodem?', in: G. van Solinge e.a. (red.), *Nederland, het Delaware van Europa?*, Deventer: Kluwer 2016. Vergelijk ook M.A. Verbrugh, 'Concurrentie van vennootschapssystemen in Europa', *SEW* 2008/7-8 en A.A. Bootsma, 'Nederland, het Delaware van Europa?', *Ondernemingsrecht* 2016/84, beide met vele verwijzingen.

⁵² Zo werd in 1969 § 151 (e) DGCL uitgebreid om een steviger basis te bieden voor converteerbare aandelen. In 1970 en 1973 werd § 151 (b) DGCL aangepast om meer ruimte te geven aan redeemable shares. Zie voor een volledig historisch overzicht van § 151 DGCL E.P. Welch e.a., *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals*, (2014 Edition), New York: Wolters Kluwer Law & Business 2013, § 151.9. Zie ook S. Arshat, 'A History of Delaware Corporation Law', *Delaware Journal of Corporate Law* 1976, p. 249 – 287. De speelruimte die § 151 (a), (c) en (d) DGCL aan partijen biedt om te variëren op winst- en stemrechten is 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 werd geschrapt, grotendeels ongewijzigd gebleven. *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations (2015 Edition)*, St. Paul: Thomson/West 2014, § 2026

⁵³ C.S. Bigler & S.B. Tillman, 'Void or voidable?-Curing Defects in Stock Issuances Under Delaware Law', *The Business Lawyer* 2008, p. 1109 – 1151, die ook aantekenen dat de jurisprudentie, zoals voornamelijk gewezen door de Delaware Court of Chancery, niet volledig helder is, hetgeen in sommige gevallen ruimte biedt om de aandelen niet als *nietig*, maar als *vernietigbaar* aan te merken.

de aandelen teruggestort dient te worden. Ter voorkoming van zulke problemen kan sinds 1 april 2014 een beroep worden gedaan op § 204 en § 205 DGCL. De nieuwe regeling vormt een reactie op *STAAR Surgical Co. v. Waggoner* en *Blades v. Wisheart*.⁵⁴ Met name in laatstgenoemde zaak gaf de Court of Chancery duidelijk aan dat zij geen ruimte zag nietige aandelen op basis van *equity* (billijkheid) toch geldig te achten.⁵⁵ Ik geef overigens grif toe dat beide bepalingen nadrukkelijk ook gericht zijn op het verhelpen van formele gebreken die aan aandelen kleven, bijvoorbeeld het ontbreken van een instemmings- of machtigingsbesluit van aandeelhouders. Conceptueel kunnen zij echter ook zien op de meer inhoudelijke vereisten van § 151 DGCL. Transplantatie van de in § 204 en § 205 DGCL voorgestane benadering op art. 2:190 BW, als ‘specialis’ van art. 2:14 BW, is mijns inziens dan ook niet onmogelijk.

Toepassing van § 204 DGCL maakt het mogelijk dat alle aandelen, waarvan ten gevolge van *defective corporate acts* niet kan worden vastgesteld dat zij *valid stock* (§ 204 (h) (4) (b) DGCL) vormen, van hun gebreken gezuiverd worden. Zulks vindt kort gezegd plaats door het bestuur een daartoe strekkend besluit te laten nemen. Was voor geldigheid van de aandelen ook betrokkenheid van de algemene vergadering vereist, dan dient die vervolgens ook met het besluit in stemmen. Aandeelhouders, bestuurders en andere belanghebbenden kunnen ook een beroep doen op § 205 DGCL. De *Court of Chancery* kan ex § 205 (a) (4) verzocht worden zich uit te spreken omtrent de geldigheid van aandelen. Op grond van § 205 (b) (6) DGCL is de *Court of Chancery* zowel bevoegd – eventueel onder voorwaarden – te verklaren dat de desbetreffende aandelen aan de vereisten voldoen, als te bepalen dat de aandelen ingewisseld dienen te worden voor geldige exemplaren. Er bestaat geen rangorde tussen beide bepalingen. Toepassing van § 204 DGCL heeft als voordeel dat een gang naar de rechter niet vereist is, hetgeen gewenst kan zijn met het oog op bijvoorbeeld publiciteit en snelheid.

Een Nederlands equivalent van § 205 DGCL⁵⁶ kan aldus ingestoken worden dat de Ondernemingskamer op schriftelijk verzoek van een aandeelhouder of de BV onderzoekt of ten aanzien van bepaalde aandelen nog sprake is van rechten die niet met vennootschappelijke werking, duurzaam en voor de BV en haar aandeelhouders op objectief voorzienbare wijze afwezig zijn. Blijkt dat zulks niet het geval is en kan niet worden gekomen tot een (vol)waardige rechtsbetrekking tussen aandeelhouder en vennootschap, dan kan worden verzocht om schadeloosstelling door overname van aandelen door de BV danwel medeaandeelhouders. De besproken problematiek is in het bijzonder verweven met het karakter van het aandeel zelf. Dit pleit er mijns inziens voor de regeling, subsidiair aan de enquête- en geschillenregelingen, in een nieuw in te voeren art. 2:190a BW neer te leggen. Ten opzichte van een reguliere procedure bij de rechtbank kan tijdswinst worden geboekt en bestaat het voordeel van eenvormigheid; bovendien geeft een aparte regeling het signaal af dat voor de problematiek – hoewel die wellicht niet vaak zal spelen – een oplossing voorhanden is.

Daarmee is ook gelijk het belangrijkste bezwaar tegen een nieuw te introduceren equivalent van § 205 DGCL benoemd. Kwalificatieproblemen in het kader van art. 2:190 BW zullen zich naar verwachting niet bijzonder frequent voordoen. De vraag of (schaarse) Nederlandse wetgevingscapaciteit ingezet dient te worden om een naar het zich laat aanzien vooral theoretisch probleem op te lossen, en of op die manier geen incidentgedreven ondernemingsrecht tot stand wordt gebracht, lijkt gerechtvaardigd. De introductie van § 204 en § 205 DGCL lijkt zich beter te verhouden tot de jaarlijkse herzieningssystematiek van Delaware.

⁵⁴ *STAAR Surgical Co. v. Waggoner*, 588 A2.d 1130 (Del.Ch. 1991) en *Blades v. Wisheart*, C.A. No. 5317-VCS, (Del. Ch. 2010), waarover in het algemeen Welch 2013, § 204 en § 205. Zie specifiek J.W. Noble, ‘Fixing lawyers’ mistakes: the court’s role in administering Delaware’s corporate statute’, *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 2015, p. 293 – 314 en C.S. Bigler & J.M. Zeberkiewicz, ‘Restoring Equity: Delaware’s Legislative Cure for Defects in Stock Issuances and Other Corporate Acts’, *The Business Lawyer* 2014, p. 393 – 427.

⁵⁵ Zie voor de invoeringswet van § 204 en § 205 2013 Delaware Laws Ch. 72 (H.B. 127).

⁵⁶ Een regeling vergelijkbaar met § 204 DGCL is minder goed denkbaar, omdat het dan aan enkel betrokkenen wordt gelaten om te bepalen of nog sprake is van een BV-aandeel. Dit verhoudt zich niet goed met de strekking van art. 2:190 BW en de institutionele opvatting.

6. Conclusie

In deze bijdrage werd ingegaan op de betekenis van art. 2:190 BW, dat een emissievereiste en aanvullende elementen kent. In het kader van art. 2:190 BW kunnen wat betreft de laatstgenoemde categorie primaire (stemrecht en aanspraak op uitkering van winst en reserves) en secundaire lidmaatschapsrechten worden onderscheiden. Wanneer de primaire lidmaatschapsrechten op zowel faciliterende als regulerende wijze worden bezien, dan volgt daaruit dat in art. 2:190 BW de formele verhouding tussen het aandeel en de BV voorop staat. Vereist is in die optiek slechts dat aan een aandeel volgens de statuten bepaalde aanspraken verbonden *zijn*. De feitelijke verhouding tussen het aandeel en de aandeelhouder kan echter, mede gelet op art. 2:8 BW, niet volledig worden genegeerd. Het staat aandeelhouders immers niet vrij naar believen te bepalen wanneer sprake is van een BV-aandeel.

Aan de hand van beide (faciliterende en regulerende) benaderingen kan een interpretatief kader rondom art. 2:190 BW worden opgesteld, inhoudende dat een 'recht' dat *formeel* (volgens de statuten) aanspraak kan maken op primaire lidmaatschapsrechten, *materieel* geen primaire lidmaatschapsrechten *omvat* indien daarvan geen enkele betekenis uitgaat. Meer specifiek kan voor art. 2:190 BW gelden dat een 'recht' niet als BV-aandeel wordt aangemerkt indien voor de aandeelhouders en de vennootschap objectief voorzienbaar is dat van de primaire lidmaatschapsrechten duurzaam en in vennootschappelijke zin geen enkele betekenis uitgaat. In dat criterium zijn een temporeel, juridisch en een interpretatief element opgenomen. Onder bijzondere omstandigheden, bijvoorbeeld bij winstreservering of –uitholling en bij bepaalde aandeelhoudersovereenkomsten, kan de vraag opkomen of een 'recht' nog aan het criterium van art. 2:190 BW voor een BV-aandeel voldoet. Bij vestiging van een recht van vruchtgebruik, pandrecht en bij certificering speelt deze vraag in beginsel minder.

Toepassing van art. 2:14 BW, ten aanzien van besluiten die aan een aandeel in strijd met art. 2:190 BW de rechten ontnemen, lijkt niet altijd even adequaat. Mogelijke oplossingen zijn een herformulering van art. 2:190 BW, waarin de keuze voor een formele benadering duidelijker tot uitdrukking wordt gebracht, en de introductie van een vangnetbepaling conform § 205 DGCL, op grond waarvan de Ondernemingskamer de voorwaarden kan schetsen waaronder weer sprake zal zijn van een (vol)waardige rechtsbetrekking tussen aandeelhouder en vennootschap. Dogmatisch heb ik een voorkeur voor het laatste. Vanuit praktisch oogpunt valt herformulering van art. 2:190 BW echter waarschijnlijk te prefereren.