

# Het stemrechtloze aandeel: een interessant instrument

*Mr. N. Rachak\**

## **Inleiding**

Op 1 oktober 2012 zijn de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht en de bijbehorende Invoeringswet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (hierna gezamenlijk: Wet flex-BV) in werking getreden.

De Wet flex-BV bevat onder meer een regeling van flexibel stemrecht op aandelen en voorziet in stemrechtloze aandelen. Op dit laatste onderwerp zal ik mij concentreren. Na een schets van het juridisch kader ga ik in op het nut van het stemrechtloze aandeel in de praktijk voor vennootschappen. Daarbij richt ik mijn blik mede over de grenzen van Nederland met praktijkvoorbeelden uit de Verenigde Staten (hierna: VS).

## **Stemrechtloze aandelen in de Wet flex-BV**

### *Inleiding*

In afwijking van de uitgangspunten dat aan elk aandeel ten minste één stem is verbonden en het stemrecht evenredig is aan de nominale waarde van de aandelen (art. 2:228 lid 1 Burgerlijk Wetboek (BW)) is het mogelijk om stemrechtloze aandelen te creëren (art. 2:228 lid 5 BW). Stemrechtloze aandelen zijn aandelen waaraan geen stemrecht is verbonden in de algemene vergadering (hierna: AVA). Daarbij dient het steeds te gaan om alle aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, waarvan alle aandeelhouders ermee instemmen of waarvan voor de uitgifte in de statuten is bepaald dat daaraan geen stemrecht is verbonden. Dit betekent dus dat voorafgaand aan de uitgifte van stemrechtloze aandelen zij als zodanig in de statuten moeten zijn voorzien. Is dit niet het geval, dan kan het stemrecht slechts worden ontnomen met instemming van alle houders van die soort aandelen en dienen daartoe de statuten te worden gewijzigd (art. 2:228 lid 5 BW). De aandelen dienen in de statuten als stemrechtloos te worden geduid.

Naast de mogelijkheid van gehele stemrechteloosheid, biedt de wet ook de mogelijkheid aan bepaalde aandelen een meervoudig of juist een beperkt stemrecht toe te kennen (art. 2:228 lid 4 BW). Er dient in ieder geval ten minste één aandeel met stemrecht uit te staan bij een derde partij (art. 2:175 lid 1 BW). Deze eis is ingevoerd om te voorkomen dat er geen besluit meer door de AVA kan worden genomen.

\* Mr. N. Rachak is als advocaat werkzaam bij Allen & Overy in Amsterdam.

### *Rechten verbonden aan stemrechtloze aandelen*

Een stemrechtloos aandeel mag niet tevens volledig winstrechtloos zijn en geeft dus te allen tijde recht op deling in de winst of de reserves van de vennootschap. Een stemrechtloos aandeel met maar een beperkt recht op de winst of de reserves van de vennootschap is mogelijk op grond van artikel 2:228 lid 5, 2:190 en 2:216 lid 7 BW.

Voorts zijn aan stemrechtloze aandelen de volgende wettelijke rechten verbonden. De houders van stemrechtloze aandelen hebben vergaderrecht. De Wet flex-BV definieert 'vergaderrecht' als het recht om, in persoon of bij schriftelijk gevolmachtigde, de AVA bij te wonen en daarin het woord te voeren (art. 2:227 lid 1 BW). De vennootschap kan ten aanzien van houders van stemrechtloze aandelen het vergaderrecht niet uitsluiten. Dit in tegenstelling tot certificering van aandelen, waar het vergaderrecht in de statuten wel kan worden uitgesloten voor de houders van certificaten.<sup>1</sup> Willen de stemgerechtigde aandeelhouders een besluit buiten vergadering nemen, dan hebben zij daarvoor de instemming nodig van alle vergadergerechtigden en dus ook die van de houders van stemrechtloze aandelen. Stemrechtloze aandeelhouders worden zo niet onverwachts geconfronteerd met besluiten waar zij zich niet over hebben kunnen uitlaten tijdens de AVA.<sup>2</sup> Ook staat open een vordering tot vernietiging van een besluit op grond van artikel 2:15 BW.

De houders van stemrechtloze aandelen die ten minste een honderdste gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, (1) kunnen tevens verzoeken om een bijeenroeping van de AVA (art. 2:220 lid 1 BW) en (2) hebben het recht om onderwerpen op de agenda van de AVA te plaatsen (art. 2:224a lid 1 BW). Net als andere aandeelhouders zijn de houders van stemrechtloze aandelen bevoegd om een enquêteverzoek in te dienen bij de Ondernemingskamer (art. 2:346 BW) en hebben zij geen voorkeursrecht bij uitgifte van nieuwe aandelen, tenzij de statuten anders bepalen (art. 2:206a lid 2 en 3 BW).

1. F.J.P. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 35), Deventer: Kluwer 1991. R.T.L. Vaessen, *Het einde van certificering in zicht?*, Tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht 2012, p. 105-110.
2. M. van Olfen, H.J. de Kluiver & M.H. Legein, *Flex-bv en de Wet bestuur en toezicht. Een praktische handleiding*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012, p. 84.

## *BGA van stemrechtloze aandeelhouders*

Nu het bij stemrechtloze aandelen steeds gaat om aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, vormt de vergadering van stemrechtloze aandeelhouders als zodanig een orgaan van de vennootschap, de 'beperkte groep aandeelhouders' (een BGA),<sup>3</sup> en kunnen haar besluitvormende bevoegdheden toekomen.<sup>4</sup> Aan stemrechtloze aandelen komt, anders dan in de AVA, wel stemrecht toe in de vergadering van hun soort of aanduiding. Men kan bij de toekenning van bevoegdheden denken aan onder andere de benoeming van bestuurders en commissarissen, het ontslag van bestuurders, goedkeuringsrechten voor bepaalde besluiten van de AVA en het geven van instructies aan het bestuur. Door het toekennen van dergelijke bevoegdheden kan de invloed van stemrechtloze aandeelhouders toch nog aanzienlijk zijn.<sup>5</sup>

## *Bescherming van stemrechtloze aandeelhouders*

Een houder van een stemrechtloos aandeel is niet onbeschermd. Een stemrechtloze aandeelhouder wordt beschermd tegen afbreuk van zijn winstrechten. Wil het bestuur van een vennootschap het winstrecht van een stemrechtloze aandeelhouder wijzigen, dan kan dit enkel door middel van een statutenwijziging (waar *alle* aandeelhouders mee in moeten stemmen), tenzij de mogelijkheid tot wijziging van de statuten in de statuten is opgenomen (art. 2:216 lid 8 BW). Een meer algemene bescherming biedt de bepaling dat bij een statutenwijziging die specifiek afbreuk doet aan enig recht van de houders van een bepaalde soort of aanduiding een goedkeurend besluit nodig is van deze groep aandeelhouders (art. 2:231 lid 1 BW).

Bijzondere bescherming komt de stemrechtloze aandeelhouders van de BV toe die bij een fusie of splitsing verdwijnt. In een voorstel tot fusie dient bijvoorbeeld uiteen te worden gezet wat de gevolgen zijn van de fusie voor de houders van aandelen van stemrechtloze (en winstrechtloze) aandelen en het maximale totale bedrag aan schadeloosstelling dat door deze groep kan worden gevorderd (art. 2:326 en 2:334e BW voor het voorstel tot splitsing).

## *Quorum en kapitaalverschaffing*

De hoofdregel is dat stemrechtloze aandelen niet meetellen bij de vaststelling of er aan een quorum eis of een meerderheidseis is voldaan, voor zover bij wet of statuut geen stemrecht is verbonden aan het aandeel (art. 2:24d BW). Er is echter een aantal uitzonderingen op deze regel. Uitgezonderd zijn (1) een aantal specifieke aandeelhoudersrechten waar het gezien de aard van deze rechten wenselijk is dat deze niet enkel aan de stemgerechtigde, maar tevens aan de stemrechtloze aandeelhouders toekomen en (2) een aantal specifieke bepalingen ter

voorkoming van misbruik van het stemrechtloze aandeel, waarbij het gaat om de toepasselijkheid van het begrip afhankelelijke maatschappij in de structuurregeling, het verzwakte regime van de structuurregeling en de verplichting tot vermelding van deelnemingen in de jaarrekening. Ik zal hier verder niet op ingaan.

## **Gebruik van het stemrechtloze aandeel in de VS**

In de VS is het gebruik van stemrechtloze, (cumulatief) preferente stemrechtloze aandelen of aandelen met een beperkt stemrecht geen noviteit. Gebruikelijk is echter wel dat, ondanks de benaming van *non-voting* aandeel of *conditional voting rights*, zowel de preferente stemrechtloze aandeelhouders als de stemrechtloze aandeelhouders een 'stem' hebben ten aanzien van bepaalde besluiten zoals opgesomd in de statuten of gebeurtenissen die direct effect hebben op hun rechten binnen de vennootschap.<sup>6</sup> Door middel van variatie in het toekennen van stemrechten aan bepaalde soorten aandelen en door gebruik te maken van verschillende combinaties in het toekennen van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding kan eigenlijk elke gewenste controle binnen een vennootschap worden bewerkstelligd.<sup>7</sup>

Praktijkvoorbeelden van gebruik van stemrechtloze aandelen (of aandelen met beperkt stemrecht):

1. De enig aandeelhouder (eigenaar) van een, in het geval van een in de VS bestaande, *close corporation* (vergelijkbaar met een BV) kan het aandelenkapitaal van de vennootschap willen verdelen onder de familieleden. De eigenaar van de onderneming heeft dan de aandelen A (met stemrecht) en zijn familieleden geeft hij de aandelen B (zonder stemrecht). De eigenaar heeft genoeg aan een klein aantal aandelen A (bijvoorbeeld 3), terwijl het merendeel van de aandelen B (bijvoorbeeld 97) is verspreid. Op deze manier bereikt de eigenaar zijn doel, namelijk: (a) behoud van controle over en zeggenschap in de onderneming en (b) het doorgeven van het recht op dividenden en vermogensbestanddelen aan familieleden.
2. Indien de aandeelhouders een gelijke verdeling van de zeggenschap wensen in het kader van een *partnership*, ondanks dat het recht op dividend en de vermogensbestanddelen ongelijk is (gebaseerd op inbreng van de aandeelhouders), kan dit worden bereikt door het creëren van aandelen A (met stemrecht) en aandelen B (zonder stemrecht). Door een gelijke verdeling aandelen A onder de beide aandeelhouders hebben zij evenveel zeggenschap in

3. Kamerstukken I 2011/12, 31 058, nr. C, p. 7.

4. Zie ook Van Olffen, De Kluiver & Legein 2012, p. 85; H.E. Boschma & G.K. Kuijers-Tollenaar, De bevoegdheidsverdeling in de Flex-BV: AV of BGA?, WPNR (2013) 6962. Chr.M. Stokermans, Reactie op H.E. Boschma en G.K. Kuijers-Tollenaar, De bevoegdheidsverdeling in de Flex-BV: AV of BGA?, WPNR (2013) 6969.

5. Zie ook Van Olffen, De Kluiver & Legein 2012, p. 85.

6. F.H. O'Neal & R.B. Thompson, O'Neal and Thompson's Close Corp and LLCs: Law and practice: Clauses that affect voting and control, CCORPLLC §3:22. J.D. Cox & T.L. Hazen, Rights and powers of shareholders: Inspection rights, voting and proxies; Part F. Corporate control devices, in: Treatise of the Law of Corporations, New York: Aspen Publishers 2003, LAWOFPCORP §13:35 (3d). C.M. Krus, Preferred and non-voting shares, in: Corporate Secretary's Answer Book Q5:30, New York: Aspen Publishers 2012.

7. O'Neal & Thompson, §3:22. F.S. Tinio, Corporations: Validity of charter provisions for non-voting common stock, American Law Reports ALR3d.

de onderneming. De aandelen B worden naar rato van inbreng verdeeld, waardoor aandeelhouder A ten opzichte van aandeelhouder B wel het economische voordeel geniet.

3. Een vennootschap kan gebruik maken van preferente stemrechtloze aandelen waarbij er geen stemrecht wordt verleend, tenzij er in een aantal achtereenvolgende jaren geen dividend is uitgekeerd (dit moet zijn opgenomen in de statuten). In dat geval heeft de groep van preferente stemrechtloze aandeelhouders het exclusieve recht, met uitsluiting van de gewone aandeelhouders, om besluiten te nemen. Daarbij kan het bijvoorbeeld gaan om een besluit tot de verkoop van vermogensbestanddelen van de vennootschap of om het recht een nieuwe bestuurder te benoemen.
4. Een vennootschap kan aandelen A (met stemrecht) en aandelen B (zonder stemrecht) creëren met dien verstande dat de aandeelhouders B enkel het recht hebben om te stemmen in de AVA tezamen met de aandeelhouders A als het besluiten betreft die specifiek zijn opgesomd in de statuten.
5. Stemrechtloze aandelen kunnen voorts worden gebruikt voor werknemersparticipaties of als prikkel voor de werknemers, zonder dat de zeggenschap over de onderneming van de originele aandeelhouders verwatert.
6. De bestaande aandeelhouders/oprichters van een onderneming kunnen een vermindering van het aandeel in het eigen vermogen (*equity*) in de vennootschap wensen en dit bewerkstelligen door middel van de verkoop van aandelen B (zonder stemrecht). De oprichters kunnen zo de eigen investering verminderen zonder de controle over de onderneming uit handen te geven en zij worden niet belemmerd door tussenkomst van financier-aandeelhouders.

In Nederland zijn stemrechtloze aandelen – voor nu in ieder geval – alleen mogelijk bij de flex-BV en niet bij de NV. In onder meer de VS is het echter ook mogelijk om stemrechtloze aandelen of aandelen met een beperkt stemrecht uit te geven als het een beursgenoteerde vennootschap betreft. Een structuur met zowel aandelen met een sterk stemrecht (vaak tien stemmen) als aandelen met een zwak stemrecht (vaak één stemrecht, maar kan ook minder zijn tot geen) (*high-vote class* en *low-vote class*, getypeerd als een *dual class structure*) is de afgelopen jaren veelvuldig gebruikt bij high profile beursgangen (IPO's) van onder andere technologiebedrijven. Men denke aan de IPO's van Facebook, Google en LinkedIn. De *low-vote* aandelen worden verkocht aan het publiek. De oprichters en de allereerste investeerders houden de *high-vote* aandelen, zodat zeggenschap en controle over de onderneming in hun handen blijft, ook als zij niet meer de meerderheid van de aandelen in de vennootschap in eigendom hebben.<sup>8</sup>

8. S.I. Glover & A.S. Thamodaran, Debating the pros and cons of dual class capital: Insights, The Corporate & Securities Law Advisor, 31 maart 2013.

## Stemrechtloze aandelen in de Nederlandse praktijk

Het stemrechtloze aandeel en het aandeel met beperkt stemrecht stellen bedrijven in staat om hun interne bedrijfsvoering in te richten zoals men passend acht en de daaraan toepasselijke zeggenschapsrechten te verbinden.

In Nederland werd tot nu toe veelal het middel van certificering gebruikt indien de eigenaar van een familiebedrijf de behoefte had zijn familieleden te laten delen in de winsten en de vermogensbestanddelen, zonder direct de controle over het bedrijf te verliezen. Hetzelfde effect kan echter worden bereikt door stemrechtloze aandelen uit te geven (zie voorbeeld 1 hiervoor). Het vergaderrecht dat kleefte aan het stemrechtloze aandeel kan als bezwaarlijk worden gezien, terwijl bij certificering van aandelen het vergaderrecht kan worden uitgesloten in de statuten. Invloed zou bij stemrechtloze aandelen alsnog kunnen worden uitgeoefend door middel van dit vergaderrecht.<sup>9</sup>

Stemrechtloze aandelen kunnen ook worden gebruikt om het stemrecht van de economische inbreng te kunnen loskoppelen en zo gelijke zeggenschapsverhoudingen te creëren, terwijl tegelijkertijd die aandeelhouder die economisch meer inbrengt daarvoor wel wordt beloond (zie voorbeeld 2 hiervoor, uiteraard een BV indachtig). Voor joint ventures ligt uitgifte van stemrechtloze aandelen niet voor de hand, nu het bij een joint venture juist gaat om gelijke zeggenschapsverhoudingen (zie echter voorbeeld 4 hierna).

Met de introductie van artikel 2:228 lid 5 en 2:216 lid 7 BW wordt de uitgifte van preferente stemrechtloze aandelen mogelijk gemaakt. Preferente stemrechtloze aandelen worden veelal gebruikt in de VS en Engeland, waar een preferent aandeel vaak geen stemrecht geeft, tenzij (1) het gaat om een besluit ter liquidatie van de onderneming of (2) er een wijziging van de rechten van de aandeelhouders wordt voorgesteld. Ook in bepaalde gevallen van wanprestatie door de vennootschap kan er alsnog wel stemrecht ontstaan, bijvoorbeeld bij gebreke aan dividenduitkeringen gedurende een bepaalde periode. Een preferent stemrechtloos aandeel geeft dus recht op een vast (beperkt) deel van de winst of de reserves van een vennootschap en slechts in uitzonderingsgevallen op stemrecht (zie tevens voorbeeld 3 hiervoor). De praktijk in Nederland kan hier ook haar voordeel mee doen in onder meer de volgende situaties (zonder daarbij de fiscale implicaties in acht te nemen<sup>10</sup>):

1. Een vennootschap kan preferente stemrechtloze aandelen uitgeven zonder dat verwatering van het stemrecht optreedt voor de zittende aandeelhouders.

9. Zie ook Vaessen 2012; Van Olffen, De Kluiver & Legein 2012, p. 90; Chr.M. Stokkermans & G.J.C. Rensen, Invoering flex-BV: een nieuw statutair speelveld, Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk 2012, p. 68-72 en O. Salah, Certificering van aandelen en stemrechtloze aandelen na invoering flex-bv, Bb 2013/16.

10. R. Skelton & B. McKenzie, Preference shares, Tolley's Company Law Service 2012, nr. 123 (hierna: 2012a).

2. Een vennootschap kan preferente stemrechtloze aandelen uitgeven zonder dat dit (negatief) effect zou (kunnen) hebben op de verhouding tussen eigen vermogen en (medium of lang) vreemd vermogen (de schuldgraad). Preferente (stemrechtloze) aandelen vallen immers onder het eigen vermogen. Deze ratio speelt vaak ook een rol in de financieringsdocumentatie van banken.
3. Een vennootschap kan preferente stemrechtloze aandelen gebruiken als financieringsvorm. Het op preferente aandelen te betalen dividend kan lager zijn dan de rente betaalbaar op een banklening. Daarbovenop zullen de houders van preferente stemrechtloze aandelen geen controle uit kunnen oefenen (tenzij zich een situatie voordoet waar een preferent aandeelhouder wel stemrecht wordt toegekend en dit als zodanig in de statuten is opgenomen).
4. De vennootschap kan preferente stemrechtloze aandelen gebruiken om een bepaalde vorm van hefboomwerking mogelijk te maken (*gearing*). Met het oog op optimalisatie van de opbrengsten voor de *equity*-aandeelhouders, kan zij preferente aandelen uitgeven waar geen dividend op wordt uitgekeerd, maar in de plaats daarvan een voorrangspositie wordt gecreëerd voor de preferente stemrechtloze aandeelhouders, waardoor ze verzekerd zijn van terugbetaling van (een gedeelte van) het door hen verschaft kapitaal in geval van liquidatie van de vennootschap. Deze constructie wordt in Engeland ook wel gebruikt door *investment*-bedrijven zoals een *investment trust*.
5. Een joint venture kan gebruik maken van preferente stemrechtloze aandelen als onderdeel van een 'joint venture funding'-overeenkomst. De zeggenschap binnen de joint venture blijft dan bij de vennootschappen die de joint venture aangaan, terwijl zij tegelijkertijd ook geld kunnen ophalen. De zeggenschapsverhoudingen worden op deze manier niet verstoord.

Stemrechtloze aandelen kunnen voorts ook worden gebruikt bij werknemersparticipaties om managers en andere werknemers deel te laten nemen in het kapitaal van het bedrijf zonder zeggenschap in de AVA. Een ander voorbeeld is de toekenning van stemrechtloze aandelen aan externe financiers wanneer de vennootschap behoefte heeft aan financiering, maar niet de controle wil verliezen over haar onderneming. Omdat een externe financier vaak niet geneigd zal zijn volledige controle uit handen te geven, zijn preferente stemrechtloze aandelen een mogelijkheid (zie tevens hiervoor). Vaak zullen bijvoorbeeld institutionele beleggers een dergelijke constructie nodig achten ter bescherming van zichzelf, zodat in gevallen van wanprestatie toch controle kan worden verkregen over de vennootschap door bijvoorbeeld noodzakelijke wijzigingen aan te brengen in het management en de algemene bedrijfsvoering.<sup>11</sup>

Tot slot nog een laatste opmerking. Onder Dutch GAAP zullen stemrechtloze aandelen, ook als het preferente aandelen

betreft, kwalificeren als eigen vermogen.<sup>12</sup> Onder IFRS kan dit anders liggen; daar hangt de jaarrekeningtechnische behandeling af van de vraag of de aandelen al dan niet een (onvoorwaardelijke) betalingsverplichting meebrengen.

### Slot

Al met al kan worden geconcludeerd dat het (preferente) stemrechtloze aandeel (of een aandeel met beperkt stemrecht) ook voor de Nederlandse BV interessant is. Bepaalde constructies die al over de grenzen van Nederland worden gecreëerd om, afhankelijk van de behoeften van de praktijk, allocatie van bevoegdheden, zeggenschap en controle te bewerkstelligen, zijn voortaan ook in Nederland mogelijk.

11. Skelton & McKenzie, Non-voting shares, Tolley's Company Law Service 2012, nr. 123.

12. D. Manschot, Handboek externe verslaggeving 2013. Een praktische handreiking voor toepassing NL GAAP, Deventer: Kluwer 2013, p. 541; Skelton & McKenzie 2012a.