



Universiteit
Leiden
The Netherlands

De positie van de aandeelhouder bij de uitgifte van aandelen door de besloten vennootschap

Timmermans, R.A.F.; Es, P.C. van; Castermans, A.G.; Breedveld, C.G.; Sikkema, T.H.

Citation

Timmermans, R. A. F. (2023). De positie van de aandeelhouder bij de uitgifte van aandelen door de besloten vennootschap. In P. C. van Es, A. G. Castermans, C. G. Breedveld, & T. H. Sikkema (Eds.), *Hulde aan Huijgen* (pp. 301-313). Deventer: Wolters Kluwer. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3728359>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3728359>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

De positie van de aandeelhouder bij de uitgifte van aandelen door de besloten vennootschap

Robrecht Timmermans

1. Inleiding

In de praktijk pleegt een BV regelmatig aandelen uit te geven. De uitgifte van aandelen door een BV zal in de regel als doel hebben om het eigen vermogen van de BV te vergroten. In deze bijdrage behandel ik de positie van de aandeelhouder van een BV die zich tegen een uitgifte van aandelen wenst te verzetten.

2. Rechtsfiguur van uitgifte

Uitgifte is een meerzijdige rechtshandeling waarbij de BV vertegenwoordigd door haar bestuur aandelen uitgeeft aan een (rechts)persoon die deze aandelen neemt.¹ Art. 2:206 lid 1 BW bepaalt dat aan iedere uitgifte een intern besluit ten grondslag moet liggen. Op basis van dit besluit kan de beoogde rechtshandeling van uitgifte plaatsvinden.

Verdedigbaar is dat het uitgiftebesluit indirect externe werking heeft. Het bereidt voor op en is een vereiste voor de meerzijdige rechtshandeling van uitgifte.² Een andere opvatting is die waarbij geen onderscheid wordt gemaakt tussen het besluit tot uitgifte en de rechtshandeling van uitgifte.³ Aan het besluit tot uitgifte zou direct externe werking toekomen. In die optiek is geen sprake van een aparte rechtshandeling van uitgifte en is er derhalve voor het bestuur geen taak weggelegd om de vennootschap bij de uitgifte te vertegenwoordigen. Zo zou de situatie waarin alle aandeelhouders bijeenzitten in vergadering en besluiten aan één van hen aandelen

¹ Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/329, Van der Heijden/Van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992/164.1.

² In deze zin Van der Heijden/Van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992/164.1, Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/329, Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman/Schoonbrood 2022/98.

³ In deze zin P.J. Dortmond, *De BV, voor en bij haar oprichting (Preadvies Koninklijke Notariële Broederschap)*, Deventer: Kluwer 1984, p. 100-101.

uit te geven en tegelijkertijd degene aan wie de aandelen worden uitgegeven verklaart de aandelen te willen nemen, geen rechtshandeling van uitgifte vergen.⁴

Sinds 1 januari 1993 bepaalt art. 2:196 BW dat voor de uitgifte van aandelen door een BV een notariële akte vereist is. Met de invoering van de verplichte notariële akte wordt beoogd de rechtszekerheid te vergroten. Gezien het vereiste van de notariële akte, is het moeilijk verdedigbaar dat het uitgiftebesluit direct externe werking heeft. Ook voor de uitgifte van (klassieke) toonderaandelen door een NV geldt dat het uitgiftebesluit dient te worden gevolgd door de rechtshandeling van uitgifte, namelijk de overhandiging door de vertegenwoordigingsbevoegde bestuurder van het aandeelbewijs aan de nemer van de aandelen.⁵

3. Het uitgiftebesluit

Art. 2:206 lid 1 BW bepaalt dat het uitgiftebesluit wordt genomen door de algemene vergadering, tenzij de statuten een ander orgaan aanwijzen. Dat betekent dat bijvoorbeeld het bestuur van meet af aan in de statuten als het tot uitgifte bevoegde orgaan kan worden aangemerkt. Daarnaast kan de algemene vergadering de uitgiftebevoegdheid overdragen aan een ander orgaan. In de praktijk vindt overdracht van de uitgiftebevoegdheid veelal aan het bestuur van de BV plaats. Die overdracht is privaat, wat betekent dat het andere orgaan met uitsluiting van de algemene vergadering bevoegd is tot uitgifte.⁶ Anders dan bij de NV zijn aan deze overdracht geen beperkingen gesteld.⁷

Op de besluitvorming zijn de algemene besluitvormingsregels van Titel 2.1 BW van toepassing. Dat betekent dat het besluit nietig of vernietigbaar kan zijn. Omdat het uitgiftebesluit als een indirect extern besluit kan worden aangemerkt, kan een gebrekkig besluit gevolgen hebben voor de externe vertegenwoordigingshandeling. Derden ontleen echter bescherming aan art. 2:16 lid 2 BW.⁸

4 Voorbeeld van P.J. Dortmond dat is ontleend aan de discussie opgenomen in de bundel *De besloten vennootschap* (Serie monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen, deel 25), Deventer: Kluwer 1985, p. 84-85. Zie in deze zin ook P. van Schilfgaarde, 'De besloten vennootschap - kapitaalbescherming en nadere profilering ten opzichte van de NV', *De NV* 1985/63,1, p. 4.

5 Vgl. art. 3:93 BW dat van overeenkomstige toepassing is op de levering van aandelen aan toonder en dat bepaalt dat de overdracht van een recht aan toonder geschiedt door het toonderpapier te leveren aan de verkrijger. Overigens moeten aandelen aan toonder sinds 1 juli 2019 worden uitgegeven in de vorm van één verzamelbewijs dat in bewaring wordt gegeven bij het centraal instituut. Zie art. 2:82 BW.

6 Zie hierover K.H.M. de Roo, 'Delegatie van emissiebevoegdheid aan het bestuur', *WPNR* 2020/7278, par. 3.9.

7 Vgl. art. 2:96 BW.

8 Zie hierover uitgebreid mijn bijdrage R.A.F. Timmermans, 'Indirect externe besluiten, verwarring alom!', *Ondernemingsrecht* 2020/90. In par. 7 kom ik hier kort op terug.

Is het bestuur in de statuten als het tot uitgifte van aandelen bevoegde orgaan aangewezen of draagt de algemene vergadering de uitgiftebevoegdheid over aan het bestuur, dan zal het bestuur een besluit moeten nemen om tot een rechtsgeldige uitgifte van aandelen te komen. Dat is nu zo, omdat zoals we hebben gezien de wet bepaalt dat de BV slechts ingevolge een besluit van het bevoegde orgaan na oprichting aandelen kan uitgeven. Dat het bestuur tevens het vertegenwoordigingsbevoegde orgaan is, doet hieraan niet af.

4. Voorkeursrecht

Door de uitgifte van aandelen neemt het geplaatste aandelenkapitaal toe en verwateren bestaande aandeelhouders. Die verwatering houdt in ieder geval een vermindering van de zeggenschap in en indien de aandelen beneden de werkelijke waarde worden uitgegeven, ook een daling van de waarde van de investering in de BV.⁹ Daarom bepaalt art. 2:206a BW dat iedere aandeelhouder een voorkeursrecht heeft naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van zijn aandelen. De statuten kunnen anders bepalen.¹⁰ Om aandeelhouders de mogelijkheid te geven om het voorkeursrecht uit te oefenen, moet de vennootschap de aandeelhouders schriftelijk mededelen dat de BV voornemens is om aandelen uit te geven en dat de aandeelhouders in dat kader gebruik kunnen maken van hun voorkeursrecht. Aandeelhouders hebben gedurende ten minste vier weken na de dag van verzending van die mededeling de mogelijkheid om het voorkeursrecht uit te oefenen. Eerst na verloop van deze termijn kan de gewenste uitgifte plaatsvinden aan de beoogde aandeelhouder en kan een eventuele uitgifte plaatsvinden aan bestaande aandeelhouders die hun voorkeursrecht hebben uitgeoefend. Er geldt vervolgens geen termijn waarbinnen die uitgiftes moeten plaatsvinden.

Het voorkeursrecht kan telkens voor een enkele uitgifte door de algemene vergadering worden uitgesloten of beperkt, zo bepaalt de laatste zin van art. 2:206a lid 1 BW. Dit vergt een separaat aandeelhoudersbesluit, waarop wederom de algemene besluitvormingsregels van toepassing zijn. Naar mijn mening kan in de statuten een ander orgaan worden aangewezen als het tot uitsluiting van het voorkeursrecht bevoegde orgaan. Indien de bestaande aandeelhouders van de BV het eens zijn met de uitgifte van de aandelen, dan ligt het in de rede om het voorkeursrecht uit te sluiten. In de regel vindt dit besluit plaats in de vergadering waarin tot uitgifte wordt besloten.

⁹ Zie over dit onderscheid A. Doorman, 'Van W.G. Philips/N.V. Tabaksindustrie tot Aegon/Nuts: emissie tegen een (te) lage koers en de positie van een minderheidsaandeelhouder', in: *LT, verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman (Uitgave vanwege het instituut voor ondernemingsrecht deel 44)*, Deventer: Kluwer 2003, p. 38.

¹⁰ Voorts kunnen uitzonderingen gelden voor preferente aandelen, winstrechtloze aandelen en stemrechtloze aandelen. Ik laat dit verder buiten beschouwing.

Indien het voorkeursrecht niet in acht wordt genomen, dan kan het bestuur niet aan een uitgifte meewerken en de vennootschap dus niet rechtsgeldig vertegenwoordigen. Degene aan wie wordt geëmitteerd is dan onbevoegd tot het nemen van de aandelen.¹¹ De uitgifte als zodanig is in strijd met de wet en dus nietig. Weliswaar bepaalt art. 2:206a BW niet met zoveel woorden dat de vennootschap niet kan emitteren indien het voorkeursrecht niet in acht wordt genomen, maar uit het eerste lid van dat artikel blijkt dat het voorkeursrecht onlosmakelijk is verbonden met de uitgifte. Onder het niet in acht nemen van het voorkeursrecht versta ik de situatie waarin het voorkeursrecht niet wordt uitgesloten en de aandeelhouders *überhaupt* niet de mogelijkheid wordt geboden om te reflecteren of de termijn van vier weken jegens de aandeelhouders niet in acht wordt genomen. Ook een nietig of vernietigd uitsluitingsbesluit valt hier onder.

5. Rechten tot het nemen van aandelen

De BV kan aandelen uitgeven aan een (rechts)persoon die een recht tot het nemen van aandelen uitoefent. Men spreekt ook wel van een optierecht. Art. 2:206 lid 2 BW bepaalt dat voor het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen een besluit van het bevoegde vennootschapsorgaan vereist is, maar dat geen besluit vereist is voor de uitgifte die het gevolg is van de uitoefening van dat recht. Ook hier geldt dus dat er eerst een besluit moet zijn dat ten grondslag ligt aan de rechtshandeling van – in dit geval – de optieverlening. Optieverlening is een meerzijdige vormvrije rechtshandeling en wordt in de regel vastgelegd in een onderhandse overeenkomst waarbij de vennootschap en de optiegerechtigde partij zijn. Met het ondertekenen van de overeenkomst wordt het recht verleend. Wordt het optierecht eenmaal uitgeoefend, dan moet de BV de aandelen uitgeven aan de optiegerechtigde. Ook dan zal een uitgiftehandeling plaatsvinden die moet worden vastgelegd in een notariële akte. De regels rondom het voorkeursrecht van aandeelhouders zijn van toepassing bij het verlenen van het recht tot het nemen van aandelen en gelden niet bij de uitgifte die het gevolg is van de uitoefening van een voordien verkregen recht tot het nemen van aandelen.

6. Aantasting van de besluitvorming rondom de uitgifte

Indien de BV aandelen uitgeeft, kan de aandeelhouder die de beoogde uitgifte niet ondersteunt en meent te worden gedupeerd, trachten om de besluitvorming omtrent de uitgifte tegen te houden of aan te tasten. Of de gedupeerde aandeelhouder zal slagen, hangt onder meer af van de vraag welk orgaan het besluit tot uitgifte heeft genomen, of de aandeelhouder het voorkeursrecht heeft kunnen uitoefenen, of het

¹¹ Asser/Van Olfen & Rensen 2-11a 2019/330; Dortmund, *Van der Heijden Handboek NV/BV*, 2013/164.3; Assink, *Compendium ondernemingsrecht*, 2013/34.

bestuur van de BV de aandeelhouders voldoende heeft geïnformeerd en of sprake is van specifieke afspraken die zijn vastgelegd in een aandeelhoudersovereenkomst.

Uitgiftebesluit algemene vergadering

Indien de algemene vergadering tot uitgifte heeft besloten, dan heeft de gedupeerde aandeelhouder mee kunnen stemmen in de algemene vergadering. Hij moet dan tegen het uitgiftevoorstel hebben gestemd. Indien de aandeelhouder een minderheidsbelang in de BV zou hebben, dan zal hij de besluitvorming in de regel niet kunnen tegenhouden. Uitgangspunt van Boek 2 BW is dat in de algemene vergadering de meerderheid de minderheid kan binden. Aandeelhouders mogen bij hun stemuitoefening primair hun eigen belangen nastreven. Dat geldt ook voor de (groot)aandeelhouder die vóór het voorstel heeft gestemd. Wel geldt dat iedere aandeelhouder zich moet gedragen naar de maatstaven van redelijkheid en billijkheid als bedoeld in art. 2:8 BW, waarbij geldt dat van een meerderheidsaandeelhouder meer verantwoordelijkheid jegens de vennootschap en haar *stakeholders* verwacht mag worden.¹² Ik zou niet zover willen gaan dat aandeelhouders het vennootschappelijk belang voorop moeten stellen of te allen tijde verplicht zijn hun stemrecht te gebruiken onder afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen, zoals die van de minderheidsaandeelhouders.¹³

Overdrachtsbesluit algemene vergadering

Ook bij de besluitvorming van de algemene vergadering tot overdracht van de bevoegdheid tot uitgifte aan het bestuur of tot wijziging van de statuten teneinde de uitgiftebevoegdheid bij het bestuur neer te leggen, mag iedere aandeelhouder primair zijn eigen belang nastreven, zij het binnen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid. Ook hier kan de gedupeerde aandeelhouder te weinig stemmen hebben om besluitvorming tegen te houden. Van belang is om te vermelden dat het besluit op zich nog niet tot de uitgifte van de aandelen leidt. Er zal nog een besluit tot uitgifte door het bestuur moeten volgen. Wenst de gedupeerde aandeelhouder te voorkomen dat het bestuur uiteindelijk tot uitgifte besluit, dan zou hij het besluit

¹² Vgl. P van Schilfgaarde in zijn noot bij HR 4 april 2014, NJ 2014/286 (*Cancun*), die meent dat de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW onder omstandigheden kan meebrengen dat de (groot-)aandeelhouder zich moet richten naar het vennootschapsbelang.

¹³ Vgl. B.F. Assink, *Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur* (*Preadvies voor de Vereniging Handelsrecht* 2009), Deventer: Kluwer 2009, p. 110, die spreekt van een quasi-fiduciaire situatie die vergelijkbaar is met die van bestuurders en commissarissen, wat betekent dat een controlerende aandeelhouder het belang van de vennootschap (en de minderheidsaandeelhouders) op geen enkele wijze achterstelt aan het eigenbelang. Vgl. ook P. van Schilfgaarde in: Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman & Schoonbrood, *Van de BV en de NV*, 2022/67, die stelt dat een aandeelhouder verplicht is om zijn stemrecht te gebruiken onder afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen, zij het dat bij deze belangenafweging zijn eigen belang een gewichtige rol mag spelen. Zie ook vorige voetnoot.

tot overdracht van de uitgiftebevoegdheid (of statutenwijziging) kunnen aantasten.¹⁴ Slaagt hij daarin, dan zal het opvolgende uitgiftebesluit van het bestuur nietig zijn. Het meest voor de hand ligt als hij het besluit wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid, die door art. 2:8 BW wordt geëist probeert aan te vechten.¹⁵ Op zijn minst zal dan gesteld en bewezen moeten worden dat de overige aandeelhouders bij hun stemuitoefening in strijd met art. 2:8 BW hebben gehandeld, bijvoorbeeld doordat zij zich daarmee onoorbaar hebben opgesteld jegens de gedupeerde aandeelhouder. Betwijfeld moet worden of de gedupeerde aandeelhouder hierin zal slagen, temeer nog geen uitgiftebesluit is genomen en derhalve geen uitgifte heeft plaatsgevonden. Juist dat besluit, dat tot verwatering van de gedupeerde aandeelhouder kan leiden, moet de toets van de redelijkheid en billijkheid doorstaan. In dit verband zal relevant zijn of het bestuur bij dat besluit de aandeelhouders in de gelegenheid stelt om hun voorkeursrecht uit te oefenen. Dat zal op voorhand niet steeds duidelijk zijn.

Uitgiftebesluit bestuur

Indien het bestuur aan wie de uitgiftebevoegdheid is overgedragen het uitgiftebesluit neemt, dan zal dat besluit moeten voldoen aan de voorwaarden die zijn gesteld bij het overdrachtsbesluit.¹⁶ Zo moet het aantal uit te geven aandelen vallen binnen de bandbreedte waarvoor de bevoegdheid is overgedragen en zal ook een eventuele termijn waarvoor de bevoegdheid geldt in acht genomen moeten worden. Voorts geldt dat het bestuur zich bij zijn besluit – anders dan de algemene vergadering – rekenschap moet geven van het vennootschappelijk belang. In de befaamde Cancun-uitspraak heeft de Hoge Raad bepaald dat het vennootschappelijk belang in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de onderneming, waarbij de bestuurders bij de vervulling van hun taak mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW zorgvuldigheid dienen te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.¹⁷ Omdat bij een BV in de regel een kleiner scala aan *stakeholders* betrokken zal zijn dan bij een (beursgenoteerde) NV (of BV) die een (grote) onderneming drijft, zullen de belangen van de (minderheids)aandeelhouders meer op de voorgrond staan. Overigens zullen de aandeelhouders in een samenwerkingsverband veelal een eigen vertegenwoordiger in het bestuur afvaardigen. Maar ook de bestuurder die benoemd is door of op voordracht van de vergadering van aandeelhouders van een bepaalde soort of aanduiding moet zich richten naar het vennootschappelijk

¹⁴ Dat zal vooral wenselijk zijn in een situatie waarin de gedupeerde aandeelhouder niet is vertegenwoordigd in het bestuur.

¹⁵ Art. 2:15 lid 1 sub b BW.

¹⁶ Indien het bestuur reeds in de statuten is aangewezen als het tot uitgifte bevoegde orgaan, zullen er veelal geen beperkingen gelden.

¹⁷ HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*). De zorgvuldigheidsplicht jegens aandeelhouders kwam reeds aan de orde in HR 1 maart 2002, *NJ* 2002/296, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Zwagerman Beheer*).

belang.¹⁸ Dat voorkomt dat een bestuurder die op voordracht van een aandeelhouder is benoemd de belangen van die aandeelhouder laat prevaleren.¹⁹

Indien het bestuur bij zijn uitgiftebesluit geen zorgvuldigheid jegens de gedupeerde aandeelhouder heeft betracht, dan zou de gedupeerde aandeelhouder het besluit wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid die door art. 2:8 BW wordt geëist, kunnen aantasten. Die redelijkheid en billijkheid wordt, zeker bij een BV die als samenwerkingsverband – zoals een *joint venture* – kan worden aangemerkt, ingekleurd door de contractuele afspraken tussen de aandeelhouders en de BV. De aandeelhouders zullen veelal een aandeelhoudersovereenkomst zijn aangegaan, waarin afspraken staan over de samenwerking en de onderlinge verhoudingen. Zo zullen de percentages waarvoor de aandeelhouders deelnemen in het geplaatste kapitaal van de BV nauwkeurig zijn vastgelegd. Voorts is niet ongebruikelijk dat afspraken zijn vastgelegd die inhouden dat besluiten tot kapitaalsuitbreiding slechts met instemming van alle aandeelhouders kunnen plaatsvinden. In dit verband wijs ik nogmaals op de Cancun-uitspraak, waarin de Hoge Raad heeft bepaald dat het belang van een jointventurevennootschap en de daarmee verbonden onderneming mede wordt bepaald door de aard en inhoud van de tussen de aandeelhouders overeengekomen samenwerking en dat die samenwerking kan meebrengen dat (ook) het vennootschapsbelang is gebaat bij continuering van evenwichtige verhoudingen tussen de aandeelhouders. Dat kan al snel betekenen dat een uitgifte die tot gevolg heeft dat de bestaande verhoudingen worden gewijzigd in het licht van de omstandigheden in strijd is met het vennootschappelijk belang. De contractuele afspraken uit de aandeelhoudersovereenkomst domineren het vennootschappelijk belang van een joint venture-vennootschap en zullen doorwerken in de vennootschapsrechtelijke verhoudingen. Onder normale omstandigheden zal het bestuur aan die afspraken gewicht moeten toekennen.²⁰

Informatieplicht jegens de aandeelhouders

Een belangrijk aspect is dat de vennootschap de algemene vergadering voldoende informeert omtrent het voorstel tot uitgifte en – indien van toepassing – de uitoefening van het voorkeursrecht.²¹ Wat is de ratio van de uitgifte? Zijn er alternatieven voorhanden? Een uitgifte van aandelen door een BV zal in de regel gerechtvaardigd moeten worden door een uitbreiding van kapitaal.²² Voorstelbaar is dat andere oorzaken ten grondslag liggen aan de uitgifte, maar dat zal dan voldoende moeten worden toegelicht en gemotiveerd. De aandeelhouders zullen ook geïnformeerd moeten

¹⁸ Aldus de Hoge Raad in HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*).

¹⁹ Mogelijk wordt dan minder snel toegekomen aan de tegenstrijdigbelangregeling van art. 2:239 lid 6 BW.

²⁰ Vgl. Rb. Midden-Nederland 9 juni 2021, *JOR* 2022/29, m.nt. R.A.F. Timmermans.

²¹ Indien het bestuur uitgiftebevoegd is, dan hoeven de aandeelhouders niet betrokken te worden bij het besluit tot uitgifte. Wel geldt de algemene informatieplicht van art. 2:217 lid 2 BW.

²² Vgl. Asser/Van Olfen & Rensen 2-*Ila* 2019/333.

worden over de hoedanigheid van de persoon aan wie de vennootschap voornemens is om aandelen uit te geven. Is dat een bestaande aandeelhouder of een nieuwe aandeelhouder? Indien het een bestaande aandeelhouder betreft, die tevens het bestuur van de BV vormt, dan mag van het bestuur een verdergaande verplichting tot openheid van zaken verwacht worden. Belangenverstrengeling ligt dan op de loer. Een verdergaande plicht tot openheid van zaken geldt des te meer wanneer tevens het voorkeursrecht wordt uitgesloten. Indien het om een nieuwe aandeelhouder gaat, wat is dan de reden voor het aantrekken van een nieuwe aandeelhouder? Uitgifte van aandelen door een *joint venture* BV aan een derde is moeilijk voorstelbaar, zeker indien tussen de aandeelhouders specifieke afspraken zijn vastgelegd in een aandeelhoudersovereenkomst. Voorts is van belang op welke wijze de uitgifteprijs tot stand is gekomen. Weerspiegelt deze het vermogen van de vennootschap? Heeft de BV advies ingewonnen bij externe (financiële) deskundigen? Omdat de prijs van de aandelen in een BV niet op een beurs wordt bepaald, dient de prijs zorgvuldig onderbouwd te worden. Blijkt al deze informatie niet zorgvuldig te zijn of ontbreken wezenlijke elementen, dan zou de gedupeerde aandeelhouder kunnen aanvoeren dat hij onzorgvuldig is geïnformeerd en geen deugdelijke beslissing heeft kunnen nemen. Dan ligt voor de hand dat de aandeelhouder zich onthoudt van stemuitoefening in de algemene vergadering en/of nadere informatie opvraagt.

Bestuursbesluit en uitoefening voorkeursrecht

De mogelijkheid om het voorkeursrecht te kunnen uitoefenen, is een belangrijke kwestie bij de vraag of de gedupeerde aandeelhouder kans maakt om de uitgifte succesvol aan te vechten. Neemt het bestuur het uitgiftebesluit en stelt het de aandeelhouders in staat om hun voorkeursrecht uit te oefenen, dan zal het bestuur de aandeelhouders moeten informeren omtrent de uitgifte. Via de mogelijkheid om het voorkeursrecht uit te oefenen, worden de aandeelhouders betrokken bij de uitgifte. De aandeelhouder die niet wenst te verwateren, kan in evenredigheid van het bedrag van zijn aandelen participeren in de uitgifte. Uitgifte geschiedt vervolgens aan de beoogde aandeelhouder en aan de reflecterende aandeelhouder(s). Meent de gedupeerde aandeelhouder dat de uitgifte niet in het belang is van de BV en de met haar verbonden onderneming, dan zal hij dat kenbaar moeten maken aan het bestuur. Laat de aandeelhouder de vennootschap weten geen gebruik te maken van het voorkeursrecht of laat hij de termijn waarbinnen hij het voorkeursrecht kan uitoefenen verlopen, dan kan de uitgifte aan de gewenste aandeelhouder plaatsvinden. Het gevolg van het niet uitoefenen van het voorkeursrecht is dat de aandeelhouder verwatert. Het staat de aandeelhouder vrij om dat te voorkomen door te reflecteren.²³

23 Vgl. A. Doorman, 'Van W.G. Philips/N.V. Tabaksindustrie tot Aegon/Nuts: emissie tegen een (te) lage koers en de positie van een minderheidsaandeelhouder', in: *LT, verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman (Uitgave vanwege het instituut voor ondernemingsrecht deel 44)*, Deventer: Kluwer 2003, p. 41, die meent dat aandeelhouders die besluiten geen gebruik te maken van hun voorkeursrecht niet nodeloos mogen worden verwaterd. Dat vind ik wat te algemeen gesteld.

Aandeelhouders die niet reflecteren en menen dat de uitgifte niet in het belang is van de BV, kunnen trachten het uitgiftebesluit van het bestuur door de rechter te laten vernietigen.

Voorkeursrecht wordt uitgesloten

In geval de algemene vergadering het voorkeursrecht wenst uit te sluiten, dan geldt hetzelfde als ik hierboven heb uiteengezet ten aanzien van de besluitvorming omtrent de (overdracht van de) uitgifte. De gedupeerde aandeelhouder zal tegen stemmen en zijn belang kan te klein zijn om de uitsluiting van het voorkeursrecht tegen te houden.

Indien het bestuur het besluit tot uitsluiting van het voorkeursrecht neemt, dan zal het bestuur rekening moeten houden met het vennootschappelijk belang. Dat belang wordt, zoals ik hiervoor schreef, in een samenwerkingsverband sterk ingekleurd door de aandeelhoudersovereenkomst.

In het algemeen meen ik dat niet lichtvaardig tot uitsluiting van het voorkeursrecht besloten mag worden, door welk orgaan dan ook. Uitsluiting van het voorkeursrecht verdraagt zich in ieder geval slecht met een samenwerkingsverband, waarbij afspraken zijn gemaakt over de onderliggende verhoudingen. Uitsluiting moet uitdrukkelijk gedragen worden door de onderliggende afspraken of door bijzondere omstandigheden, zoals een penibele financiële situatie van de BV, waardoor haar voortbestaan op het spel staat. Is daarvan sprake, dan zal de kans op succes voor de gedupeerde aandeelhouder kleiner zijn.

7. Rechtsmiddelen van de gedupeerde aandeelhouder

Bodemprocedure

Wenst de gedupeerde aandeelhouder de uitgifte aan te tasten, dan kan hij door middel van een bodemprocedure bij de civiele rechter tegen de uitgifte opkomen.²⁴ De meest voor de hand liggende weg is dat vernietiging van het uitgiftebesluit en/of van het besluit tot uitsluiting van het voorkeursrecht wordt gevorderd op de voet van art. 2:15 BW. De bevoegdheid om vernietiging van het besluit te vorderen vervalt ingevolge art. 2:15 lid 5 BW een jaar na het einde van de dag waarop, hetzij aan het besluit voldoende bekendheid is gegeven, hetzij de belanghebbende van het besluit kennis heeft genomen of daarvan is verwittigd. Zoals in paragraaf 6 aangegeven, is het aannemelijk dat de aandeelhouder vernietiging vordert wegens strijd met de re-

²⁴ Zie over deze route in het kader van preferente aandelen mijn dissertatie, R.A.F. Timmermans, *Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (Serie Vanwege het Van der Heijden Instituut deel 147)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, par. 12.7.3 met verwijzingen.

delijkheid en billijkheid. Art. 2:15 lid 3 sub a BW bepaalt dat eenieder die een redelijk belang heeft bij de naleving van de verplichting die niet is nagekomen, vernietiging voor de rechtbank kan vorderen. De gedupeerde aandeelhouder moet een redelijk belang stellen en bij betwisting aannemelijk maken. Omdat hij onderdeel vormt van de vennootschapsrechtelijke organisatie, zal het voor hem gemakkelijker zijn dan voor een derde om zijn belang bij naleving van de geschonden regel aannemelijk te maken.²⁵ Een redelijk belang zal niet snel ontbreken, nu vernietiging van het uitgiftebesluit zoals ik in paragraaf 2 stelde extern effect kan hebben.

Wat is rechtens indien de rechter het uitgiftebesluit vernietigt? In dat geval constitueert de uitspraak van de rechter nietigheid van het uitgiftebesluit, welke nietigheid tegenover eenieder geldt.²⁶ Gesproken kan worden van werking *erga omnes* of van absolute nietigheid. Omdat het uitgiftebesluit een constitutief vereiste is voor de uitgiftehandeling, leidt vernietiging ertoe dat geen geldige uitgifte heeft plaatsgevonden. De persoon aan wie de aandelen zijn uitgegeven, is dan nooit aandeelhouder geweest en kan dat alleen weer worden door een nieuwe uitgifte, tenzij hij bescherming kan ontnemen aan het bepaalde in art. 2:16 lid 2 BW. Was hij op het moment van uitgifte te goeder trouw, dan kan de vernietiging van het uitgiftebesluit niet aan hem worden tegengeworpen. Gesteld kan worden dat indien er voor de aandeelhouder duidelijke aanwijzingen zijn geweest dat vernietiging door de gedupeerde aandeelhouder zal worden gevorderd, niet snel van goede trouw sprake zal zijn.²⁷

De gedupeerde aandeelhouder zou tegelijkertijd een vordering tot vernietiging van de rechtshandeling van uitgifte in kunnen stellen.²⁸ In dat geval zal de vernietiging in zijn belang moeten zijn, aan welk vereiste snel voldaan zal zijn. Een probleem is echter dat een beroep op de vernietigingsgronden veelal slechts door de partijen bij de rechtshandeling gedaan kunnen worden. Dat zijn dus de BV en degene die partij was bij de uitgifte en niet de gedupeerde aandeelhouder.²⁹

Een andere mogelijkheid zou zijn om een procedure aanhangig te maken tot verklaring voor recht dat de BV door de uitgifte onrechtmatig jegens de gedupeerde aandeelhouder heeft gehandeld en op straffe van een dwangsom te vorderen de onrechtmatige toestand op te heffen door de BV en de nieuwe aandeelhouder te laten bevelen er alles aan te doen wat nodig is om de aandelen in te trekken.³⁰

²⁵ Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2021/316.

²⁶ Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2021/320.

²⁷ Dortmund, *Van der Heijden Handboek NV/BV*, 2013/228.

²⁸ Art. 3:49 BW. De bevoegdheid tot vernietiging van een rechtshandeling verjaart na verloop van drie jaren; art. 3:52 BW.

²⁹ De voor de hand liggende vernietigingsgronden zijn de wilsgebreken (bedreiging, bedrog en misbruik van omstandigheden (art. 3:44 BW), dwaling (art. 6:228 BW)), pauliana (art. 3:45 BW) of faillissementspauliana (art. 42 Fw).

³⁰ In deze zin W.C.L. van der Grinten, 'Plaatsing van aandelen als strijdmiddel', *De NV* 1968/46, p. 124.

Kortgedingprocedure

Wenst de gedupeerde aandeelhouder een snelle voorziening, dan ligt een kortgedingprocedure bij de voorzieningenrechter van de rechtbank voor de hand. Zo'n procedure vormt een bijna noodzakelijke aanvulling op een civiele bodemprocedure, omdat een kortgedingprocedure tot een beslissing op korte termijn leidt. Anders dan in een enquêteprocedure, waarover hierna, gelden in beginsel geen beperkingen ten aanzien van de kring van personen die als eisers in kort geding kunnen optreden.³¹ Dat betekent dat vrij gemakkelijk een procedure kan worden gestart. Ingevolge art. 254 lid 1 Rv is voor een kort geding vereist dat sprake is van een spoedeisende zaak waarin, gelet op de belangen van partijen, een voorlopige voorziening bij voorraad wordt vereist. De voorzieningenrechter moet de belangen van de gedupeerde aandeelhouder afwegen tegen die van de BV en haar *stakeholders* en zal moeten vaststellen of de voorziening niet verder gaat dan nodig is om de gezonde verhoudingen weer te herstellen. In feite toetst de rechter aan het evenredigheidsbeginsel. Voor toewijzing van de vordering is voorts vereist dat het om een ordemaatregel gaat die onmiddellijk moet worden getroffen.³²

De voorlopige voorzieningen die de voorzieningenrechter treft, kunnen bestaan uit alle denkbare maatregelen en hoeven – anders dan onmiddellijke voorzieningen in een enquêteprocedure – niet de toestand van de rechtspersoon te betreffen. De vrijheid die de voorzieningenrechter daarin heeft, wordt echter ingeperkt door het feit dat in een kortgedingprocedure sprake moet zijn van een (dreigende) schending van het materiële recht. De vordering in kort geding zal haar grondslag moeten hebben in de onrechtmatigheid van de uitgifte van de aandelen.

Heeft de uitgifte nog niet plaatsgevonden, dan kan de gedupeerde aandeelhouder de rechter verzoeken om de BV te verbieden om het uitgiftebesluit te nemen en om tot uitgifte over te gaan. Kan de voorzieningenrechter vernietiging van een eenmaal genomen uitgiftebesluit als voorlopige voorziening treffen? Uit art. 254 lid 1 Rv en uit de rechtspraak blijkt dat de voorziening een voorlopig karakter moet hebben en dat de voorziening wel tot onherstelbare gevolgen mag leiden, mits (i) het spoedeisend karakter van de zaak daarom vraagt en (ii) de voorziening wordt gerechtvaardigd

³¹ Zie over de verschillen tussen een kortgedingprocedure en een enquêteprocedure onder meer A.R.J. Croiset van Uchelen, 'Forumkeuze voor gevorderden, Kort geding of onmiddellijke voorziening bij de OK?', *TOP* 2010, nr. 7, p. 255 e.v. en A. Hammerstein, 'Enquêterecht en kort geding', in: *Handboek Enquêterecht (Serie Vanwege het Van Der Heijden Instituut deel 175)*, Deventer: Kluwer 2022, p. 1173 e.v.

³² Rb. Den Haag 6 september 1983, *KG* 1983/307 (*PGGM/Wereldhave I*).

door een billijke afweging van de belangen van de betrokkenen.³³ Zij heeft het karakter van een ordemaatregel. Zoals hierna blijkt, wordt vernietiging van besluiten in het kader van het enquêterecht als een permanente voorziening beschouwd en kan zij daarom niet als voorlopige voorziening verleend worden. Hetzelfde geldt voor een vordering tot nietigheid of vernietigbaarheid van de rechtshandeling van uitgifte. Het ligt meer voor de hand om een verzoek tot schorsing van het stemrecht of een verbod tot betaalbaarstelling van dividend op de nieuwe aandelen te verlangen.

Zou de gedupeerde aandeelhouder nog intrekking van de aandelen kunnen voordere? Intrekking van aandelen heeft per definitie een definitief karakter. Het gevolg van de intrekking is immers dat de aandelen na de intrekking niet meer bestaan. Als vernietiging van het uitgiftebesluit als een permanente voorziening wordt beschouwd, dan geldt dat des te meer voor intrekking.³⁴ Intrekking kan daarom naar mijn idee evenmin als een voorziening in een kortgedingprocedure getroffen worden.

Enquêteprocedure

Wanneer er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of juiste gang van zaken te twifelen, kan de gedupeerde aandeelhouder – al dan niet parallel aan een kortgedingprocedure – zich wenden tot het enquêterecht. De aandeelhouder zal dan aan de kapitaalvereisten van art. 2:346 BW moeten voldoen.³⁵ Via door de OK te treffen (onmiddellijke) voorzieningen kan in (het beleid van) de BV worden ingegrepen. Dat kan de OK in elke stand van het geding doen. Onmiddellijke voorzieningen worden als tijdelijke (orde-)maatregelen aangemerkt die in verband met de toestand van de vennootschap of het belang van het enquêteonderzoek vaak per direct of op zeer korte termijn moeten worden genomen.³⁶ Een nadeel van het enquêterecht is dat – anders dan bij een kortgedingprocedure – het verzoek tot onmiddellijke voorzieningen slechts kan worden gedaan in het kader van een enquêteverzoek. De OK wijst het verzoek slechts toe indien er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of aan een juiste gang van zaken te twifelen. Bestaat die twijfel, dan zal de OK onderzoeker(s) bevelen om het beleid en de gang van zaken van de ven-

33 Art. 254 lid 1 Rv spreekt van een onmiddellijke voorziening bij voorraad, hetgeen wil zeggen dat de voorziening een voorlopig karakter moet dragen. Zie Hugenholtz/Heemskerk 2021/134, alsook HR 8 februari 1946, *NJ* 1946/166 en HR 11 februari 1994, *NJ* 1994/651, m.nt. H.J. Snijders (*Van Kooten/Wilmink*).

34 Vgl. S. Perrick, 'Mag bescherming nog en zo ja waartegen?', in: *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert* (Uitgave Vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 62), Deventer: Kluwer 2008, p. 147, over de intrekking van aandelen als onmiddellijke voorziening in een enquêteprocedure.

35 Bij een BV met een geplaatst kapitaal tot maximaal EUR 22,5 miljoen betekent dit dat de gedupeerde aandeelhouder ten minste 10% van het geplaatste kapitaal moet vertegenwoordigen.

36 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/770.

nootschap te laten onderzoeken. Indien de OK nog geen onderzoek heeft gelast, moeten er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of aan een juiste gang van zaken te twijfelen alvorens onmiddellijke voorzieningen getroffen kunnen worden (art. 2:349a lid 3 BW). Conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders of tussen aandeelhouders en bestuur veelal in combinatie met gebrekkige informatievoorziening en/of belangenverstrengeling leveren regelmatig gegronde redenen voor twijfel op.³⁷

Uit het verslag van de onderzoeker(s) kan van wanbeleid blijken, in welk geval de gedupeerde aandeelhouder de OK kan verzoeken om wanbeleid vast te stellen. Daarmee wordt bepaald wie voor het onjuiste beleid of de ondeugdelijke gang van zaken verantwoordelijk is. Wanbeleid kan bovendien een opmaat vormen voor een bestuurdersaansprakelijkheidsprocedure bij de civiele rechter. Of daadwerkelijk sprake is van wanbeleid, zal vooral afhangen van de omstandigheden van het geval. In 2018 stelde de OK wanbeleid vast in *Deus ex Machina* (D.E.M.).³⁸ In die zaak maakte de bestuurder, tevens grootaandeelhouder, oneigenlijk gebruik van de uitgiftebevoegdheid door aandelen aan zichzelf uit te geven met een disproportionele verwatering van de minderheidsaandeelhouder tot gevolg. Vanwege een combinatie van belangenconflict en gebrekkige informatievoorziening had de bestuurder een zorgvuldigheidsnorm jegens de minderheidsaandeelhouder geschonden. De gedupeerde aandeelhouder zou de OK ten slotte kunnen verzoeken tot het treffen van eindvoorzieningen in de zin van art. 2:356 BW. Indien geen aanleiding bestaat voor het instellen van een onderzoek en toch behoefte bestaat aan voorzieningen, dan staat de gewone procedure bij de burgerlijke rechter met alle daaraan verbonden waarborgen open.³⁹

8. Afsluitende opmerkingen

Rechtszekerheid en rechtsbescherming vormen de rode draad van dit *liber amicorum* ter ere van Pim Huijgen. Uit mijn bijdrage blijkt dat de vereiste notariële tussenkomst bij de uitgifte van aandelen door een BV zeker in geval van een controversale geenszins een garantie vormt voor een rechtsgeldige uitgifte.

³⁷ Zie P. van Schilfgaarde in: Van Schilfgaarde/Winter/Wezeman & Schoonbrood, *Van de BV en de NV*, 2022/119.

³⁸ Hof Amsterdam (OK) 23 januari 2018, *JOR* 2018/148, m.nt. J. de Bie Leuveling Tjeenk (*D.E.M.*).

³⁹ HR 27 september 2000, *NJ* 2000/653; *JOR* 2000/217, m.nt. M. Brink (*Gucci*). In de praktijk wordt dit probleem omzeild door de OK bijvoorbeeld te verzoeken geen onderzoekers te benoemen, waarna de OK bepaalt dat de onderzoekers eerst worden benoemd, nadat een van de partijen daarom verzoekt. Veelal is het conflict dan door het treffen van de onmiddellijke voorziening opgelost, zodat uiteindelijk geen onderzoeker meer benoemd hoeft te worden.