

University of Groningen

(Keeping it) all in the family (company)? Over geduldig en ongeduldig kapitaal

Lennarts, Loes

Published in:
Familievennootschappen 2017

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2017

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Lennarts, L. (2017). (Keeping it) all in the family (company)? Over geduldig en ongeduldig kapitaal. In M. Y. Nethe (editor), *Familievennootschappen 2017* (biz. 95-112). (Uitgave vanwege het instituut voor Ondernemingsrecht; Vol. 107). Wolters Kluwer.

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Prof. mr. M.L. Lennarts¹

(Keeping it) all in the family (company)? Over geduldig en ongeduldig kapitaal

1. Inleiding

Op 20 januari 2017 is Donald Trump geïnstalleerd als vijfenveertigste president van de Verenigde Staten. Trump was al voordat hij zich kandidaat stelde voor de presidentsverkiezingen een *celebrity* vanwege zijn zakenimperium en zijn optredens in zijn eigen tv-programma ‘The Apprentice’. Zijn ‘Trump Organization’ is een familiebedrijf. Op de website van het bedrijf worden zijn drie oudste kinderen – Donald Jr., Ivanka en Eric – aangeprezen als de *volgende* generatie.² Die vermelding is achterhaald, tenminste als het klopt dat Donald Trump de leiding van de Trump Organization aan zijn oudste drie kinderen heeft overgedragen.³ Ik laat dat in het midden en richt mij op een bijzondere eigenschap van Trump in zijn (vorige) hoedanigheid van CEO van een familiebedrijf. Trump heeft namelijk nooit onder stoelen of banken gestoken dat hij een groot liefhebber is van schuld. Zo heeft hij over zichzelf gezegd: *I am the king of debt. I'm great with debt. Nobody knows debt better than me*.⁴

Trumps ‘love affair’ met schuld staat in schril contrast met de conservatieve wijze van ondernemingsfinanciering die typerend is voor (Nederlandse) familiebedrijven. Zij houden niet van lenen en proberen hun onderneming zo veel mogelijk met eigen vermogen te financieren.⁵ Ze willen voorkomen dat ze te

-
1. Loes Lennarts is hoogleraar Vergelijkend ondernemingsrecht aan de Rijksuniversiteit Groningen en hoogleraar Ondernemingsrecht aan de Universiteit Utrecht.
 2. Zie www.trump.com, laatst geraadpleegd op 18 februari 2017.
 3. Er is reden voor twijfel, zie ‘Trust Records Show Trump is Still Closely Tied to His Empire’, *New York Times*, 3 februari 2017.
 4. Hij zei dit in een interview met *CBS* op 22 juni 2016. Het fragment is onder meer hier te vinden: <http://www.politico.com/story/2016/06/trump-king-of-debt-224642>
 5. Jongkind (onderzoek ING uit 2013 gebaseerd op 220 respondenten), p. 17. Zie ook reeds Flören 2004, p. 13-14, die er op wijst dat familiebedrijven de bank het liefst zo veel mogelijk buiten de deur houden omdat ze geen inmenging in de bedrijfsvoering wensen en De Klui-ver, 2005.

veel macht moeten afstaan aan de bank.⁶ Ook gaan zij spaarzaam om met uitkeringen. De winst wordt bij voorkeur in het bedrijf geïnvesteerd.⁷ Uit een rapport uit 2013 uitgebracht door het Economisch Bureau van ING blijkt dat van de 220 ondervraagde familiebedrijven maar liefst een derde de gerealiseerde winst volledig in het bedrijf investeert.⁸ Het verlagen van de investeringen om het dividend op peil te houden⁹ is voor een typische familieonderneming vloeken in de kerk.

Een mooi voorbeeld van zo'n zuinige familieonderneming is Quooker, bekend van de kokend-waterkranen. De kiem voor dit bedrijf werd al gelegd in 1970, maar het heeft tot 2000 geduurd voordat Quooker winst ging maken. Die winst was bovendien zelfbedrog volgens de twee broers Peteri, die het bedrijf van hun vader overnamen. Ze betaalden zichzelf namelijk salarissen van niks, reden in auto's met vier ton op de teller en deden niet aan pensioenopbouw.¹⁰ Het is allemaal niet voor niets geweest, Quooker is nu een bedrijf met 220 man personeel en een omzet van 64 miljoen euro. Aardig aan het interview met de broers Peteri is dat zij benadrukken dat er veel geduld nodig is om ook markten buiten Nederland te veroveren met hun kokend-waterkraan. In Duitsland hopen ze na acht jaar investeren dit jaar hun eerste succesje te boeken. Alleen straat voor straat kun je daar de oorlog winnen. En *'aan zo'n strijd begint private equity heus niet'*, aldus een van de broers. Over productinnovatie zeggen ze: *'Dat is een lastig traject. Meestal duurt het drie keer langer dan je denkt. En soms dus nog veel langer.'* Daarom zit een bedrijf als Quooker niet te wachten op ongeduldige kapitaalverschaffers.

2. Ongeduldig kapitaal

In familievennootschappen kan het kapitaal in de loop der jaren door vererving behoorlijk verspreid raken. Dan kan de volgende situatie ontstaan: de aandeelhouders die nog wel bij de bedrijfsvoering zijn betrokken willen de winst re-

6. Zie Flören 2004, p. 13-14. Uit onderzoek van de Boston Consulting Group blijkt dat dit ook geldt voor beursgenoteerde familiebedrijven, zie Kachaner/Stalk/Bloch, p. 102-106. Zij citeren een manager van een familiebedrijf: *'People think we are rich and courageous but in fact we are cowardly - we leave most of the cash in the company to avoid giving away too much power to the banks'*.

7. Lievens, p. 18, Jongkind 2013, p. 5.

8. Jongkind, p. 14.

9. Zie bijvoorbeeld de worsteling van Shell om in 2016 bij dalende olieprijs het dividend op peil te houden: <https://fd.nl/ondernemen/1173881/kostenbesparingen-en-nieuwe-olie-stellen-shell-dividend-veilig>

10. 'Wij weten wat wij de wereld insturen' (Interview Niels en Walter Peteri, directeur-eigenaars van Quooker), *NRC* 21 oktober 2016.

serveren om investeringen te kunnen doen terwijl de passieve aandeelhouders juist aandringen op uitkering van dividend.¹¹

Uit onderzoek naar de prestaties van familiebedrijven na een generatiewisseling verricht door het Erasmus Centre for Family Business (ECFB) komt naar voren dat familiebedrijven na een generatiewisseling gaan koersen op een stabiele cash flow.¹² Ze gaan gemiddeld flink meer dividend uitkeren en minder investeren, waardoor het rendement daalt. De opvolgende generatie kiest voor rentmeesterschap in plaats van ondernemerschap. Een van de conclusies van het onderzoek is dat het belangrijk is dat het familiebedrijf blijft ondernemen. Daartoe dienen de investeringen in onderzoek en ontwikkeling te worden beschermd en dividenduitkeringen te worden beperkt.

3. Beperkingen aan het recht op dividend

Sinds 2012 geldt als hoofdregel voor de BV dat de AV bevoegd is tot bestemming van de winst die uit de vastgestelde jaarrekening blijkt en tot vaststelling van uitkeringen.¹³ Die bevoegdheid wordt alleen door een balanstest beperkt voor zover de BV beschikt over wettelijke en/of statutaire reserves. De statuten kunnen de bevoegdheid tot vaststelling van de winst en uitkeringen beperken of aan een ander orgaan toekennen. Ongeacht hoe de bevoegdheid tot bestemming van de winst statutair is geregeld is er altijd een rol voor het bestuur. Dit moet namelijk zijn goedkeuring aan een besluit tot uitkering geven. Zolang dat niet is gebeurd heeft het besluit geen gevolgen. De goedkeuring mag volgens art. 2:216 lid 2 BW echter alleen dan worden geweigerd indien het bestuur weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.

Bij het voorgaande merk ik op dat bij familievennootschappen met bankfinanciering de mogelijkheden tot bestemming van de winst in de regel worden ingekaderd door solvabiliteitseisen die bank stelt.¹⁴ Uit de jurisprudentie, die ik in paragraaf 5 zal bespreken, volgt dat dit in de praktijk een belangrijke beperking is op het recht op dividend. Zowel de AV – die in de regel bevoegd is het besluit tot bestemming van de winst te nemen – als het bestuur zal met de eisen van de bank rekening moeten houden.

11. Lievens, p. 97-98. Zie ook *The Economist*, 18 april 2015 ('All too human; The downsides'): *'Family member who are mere shareholders are likely to press for higher dividends, whereas those who remain in management will want reinvestment and growth.'*

12. ECFB-rapport. Zie over dit onderzoek Huib Koel en Taco Mulder, 'Familie en bedrijf botsen op veel punten', *FD* 30 april 2016.

13. Art. 2:216 lid 1 BW.

14. Zie Bier 2014, p. 91.

4. Certificering

In veel familievennootschappen krijgt het potentiële conflict tussen betrokken en minder betrokken kapitaalverschaffers over het dividendbeleid een extra dimensie doordat alle of een deel van de aandelen zijn gecertificeerd. Veelal wordt daarbij gebruikgemaakt van een Stichting Administratiekantoor ofwel STAK.¹⁵

De STAK maakt een scheiding tussen macht en economisch-financiële eigendom mogelijk. De macht ligt bij het bestuur van de stichting, dat bevoegd is om te besluiten hoe het stemrecht op de door de stichting gehouden aandelen wordt uitgeoefend. Aan de houders van de certificaten die zijn uitgegeven door de stichting komen de financiële rechten toe die aan het aandeel zijn verbonden, zoals het recht op dividend.

Een voordeel van de structurering van het eigenaarschap via een stichting is dat deze een grote inrichtingsvrijheid kent. Het enige verplichte orgaan is het bestuur, dat namens de STAK het stemrecht op de door de STAK gehouden aandelen uitoefent. De statuten van de STAK kunnen via kwaliteitseisen waarborgen dat alleen bij de leiding van het familiebedrijf betrokken personen bestuurder van de STAK kunnen zijn. Er is geen verplichting om de certificaathouders op enige wijze inspraak te geven bij de besluitvorming door het bestuur van de STAK. Zo kan – aldus Lievens – een autocratie worden gecreëerd: het bestuur heeft het voor het zeggen en de certificaathouders moeten het ondergaan.¹⁶

Hierbij plaats ik een paar kanttekeningen. Ten eerste brengt de fiduciaire verhouding tussen het AK en de certificaathouders met zich mee dat het AK bij zijn stemgedrag rekening zal moeten houden met de financieel-economische belangen van de certificaathouders. Het zal deze niet onevenredig mogen schaden.¹⁷ Zo zal het een redelijke dividendpolitiek moeten bevorderen.¹⁸ Een tweede punt is dat bij de structurering van het eigenaarschap van het familiebedrijf via certificering moet worden stilgestaan bij de vraag of het wenselijk is om de niet bij het bedrijf betrokken familieleden geheel buiten de besluitvorming over de bestemming van de winst te houden.¹⁹ Het op enige wijze bij de besluitvorming betrekken van passieve kapitaalverschaffers kan immers zorgen voor verbreding van het draagvlak voor besluiten tot reservering c.q. investering van de winst. Dit kan bijvoorbeeld worden bewerkstelligd door de vergadering van

15. Zie hierover ook de bijdrage van Paul de Vries in deze bundel.

16. Lievens, p. 105.

17. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme, nr. 665.

18. Dortmund, nr. 197.

19. Zie ook de waarschuwing van Paul de Vries (in zijn bijdrage aan deze bundel) dat een te rigide opgezette STAK tot geschillen kan leiden.

certificaathouders de bevoegdheid te geven om een of meer bestuurders van de STAK te benoemen.²⁰

5. Naar de rechter voor dividend

5.1 *Welke procedure staat open voor de certificaathouder die ontevreden is over het dividendbeleid?*

Komt het tot een conflict over het dividendbeleid, dan kan de ongeduldige kapitaalverschaffer proberen om via een gerechtelijke procedure het reserveringsbesluit van tafel te krijgen. Welke wegen kan hij daartoe bewandelen?

De eerste mogelijkheid die opkomt is een vordering tot vernietiging van het reserveringsbesluit op grond van art. 2:15 lid 1 sub b BW.²¹ Ik ga er van uit dat de ongeduldige kapitaalverschaffer geen aandeelhouder maar certificaathouder is. Tot 2012 kenden we bij de BV het onderscheid tussen *met medewerking* van de vennootschap uitgegeven (bewilligde) certificaten en *zonder medewerking* van de vennootschap uitgegeven (niet-bewilligde) certificaten. Dit onderscheid is bij de invoering van de Flex-BV vervangen door het onderscheid tussen certificaten *met* en *zonder* vergaderrecht.²² Hiermee heeft de wetgever beoogd de onduidelijkheid die kon rijzen omtrent de medewerking van de vennootschap weg te nemen. Naar huidig recht staat buiten kijf dat de certificaathouder met vergaderrecht gebruik kan maken van de vernietigingsactie op grond van art. 2:15 lid 1 sub b BW. Onenigheid bestaat op dit punt ten aanzien van de certificaathouder *zonder* vergaderrecht. Deze onenigheid bestond overigens ook al ten aanzien van de positie van niet-bewilligde certificaathouders onder het oude BV-recht.²³ Een deel van de literatuur, ik noem dit deel gemakshalve de Maastrichtse school, vindt dat de certificaathouder zonder vergaderrecht geen beroep kan doen op art. 2:15 lid 1 sub b BW.²⁴ Houders van certificaten waaraan geen institutionele rechten zijn verbonden zijn niet bij de organisatie van

20. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme, nr. 663.

21. Ik laat in deze bijdrage een eventuele procedure bij de voorzieningenrechter buiten beschouwing. Zie voor een recent voorbeeld: Rb. Noord-Holland (vzr.) 17 maart 2015, *JOR* 2015/196 en Hof Amsterdam 12 mei 2015, *JOR* 2015/197, m.nt. Van Thiel (*Matser Beheer*). Zie over deze zaak: Stevens 2015, die meent dat een enquêteverzoek in casu meer voor de hand had gelegen, gelet op de vergaande voorzieningen die de Ondernemingskamer kan treffen. Van Thiel wijst er echter terecht op dat de eisende certificaathouders er met het kort geding in zijn geslaagd om druk op de gedaagden te zetten om aan een minnelijke (exit) regeling mee te werken. Overigens zijn eisers in deze zaak later alsnog (naast een bodemprocedure) een enquêteprocedure gestart, zie par. 5.2.

22. Zie art. 2:227 lid 2 BW. Voor de NV geldt overigens nog steeds het oude onderscheid, zie art. 2:117 lid 2 BW.

23. Wolf 2013, p. 391.

24. Garcia Nelen en Schwarz, p. 58; Wolf 2013, p. 326-327 en 393 en Wolf 2014, p. 10.

de vennootschap betrokken, doch slechts bij het kapitaal van de vennootschap. Daarom kunnen zij geen beroep kunnen doen op art. 2:8 BW en dus evenmin op art. 2:15 lid 1 sub b BW. Er is ook een andere school, die ik gemakshalve de Nijmeegse school noem. Aantekening verdient dat de Maastrichtse school gebouwd is op een Nijmeegs fundament.²⁵ Maar dat is lang geleden. Vandaag de dag lezen wij in Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme dat houders van niet-bewilligde certificaten (en naar ik aanneem dus ook houders van certificaten zonder vergaderrecht) een redelijk – vooral financieel – belang kunnen hebben bij de naleving van de verplichtingen die (in het bijzonder jegens aandeelhouders) voortvloeien uit de redelijkheid en billijkheid.²⁶ Ook Oosterhoff, die ik tot de Nijmeegse school reken, gaat hiervan uit in zijn recente artikel over aantasting van besluiten door houders van economische belangen bij aandelen. Hij verdedigt

‘dat een houder van certificaten waaraan geen vergaderrecht is verbonden of die zonder medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, ook als die geen aanspraak kan maken op naleving van die normen jegens hemzelf, wel vernietiging van een besluit kan vorderen wegens niet-naleving van genoemde normen jegens de houder van de onderliggende aandelen, indien die niet-naleving het belang van de certificaathouder schaadt.’²⁷

Het hemd is nader dan de rok, zoals mijn moeder pleegt te zeggen. Als alumna van de Nijmeegse universiteit voel ik dan ook meer voor de Nijmeegse dan de Maastrichtse school. Indien alle aandelen gecertificeerd zijn, wat vaak voorkomt bij familievennootschappen, biedt de Nijmeegse opvatting echter geen soelaas aan de certificaathouder zonder vergaderrecht. Zijn alle aandelen in handen van de STAK, dan neemt de STAK (vertegenwoordigd door haar bestuur) als AV het besluit tot reservering. De situatie dat het (reserverings)besluit in strijd is met de redelijkheid en billijkheid die jegens een (minderheids) aandeelhouder in acht moet worden genomen speelt hier niet. Daarom komt in dit geval aan de certificaathouders niet alleen volgens de Maastrichtse maar ook volgens de Nijmeegse school geen vordering tot vernietiging van het reserveringsbesluit toe. Naar mijn mening wringt dit bij een familievennootschap, waar de reden voor uitsluiting van het vergaderrecht van praktische aard is: het vergemakkelijken van de besluitvorming. Het feit dat de statuten van de vennootschap geen vergaderrecht aan de certificaten verbinden zou naar mijn

25. Deze school kent namelijk ook een dissident: Van den Ingh stelt dat alleen houders van bewilligde certificaten vernietiging van een besluit van een vennootschapsorgaan kunnen vorderen (Van den Ingh, p. 262).

26. Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme, nr. 671 ten aanzien van houders van niet-bewilligde certificaten onder het oude BV-recht.

27. Oosterhoff, p. 586.

mening niet doorslaggevend moeten zijn voor de vraag of de certificaathouder een beroep kan doen op art. 2:8 BW. Bij familievennootschappen gaat het niet om een certificaathouder die uit het niets verschijnt met zijn claim op een redelijk dividend. De aandelen zijn *met medewerking* van de vennootschap gecertificeerd, waarbij de STAK als doorgeefluik voor het dividend fungeert. Hierbij teken ik aan dat de certificaathouders in dit geval – waarin de BV *medewerking* verleent aan de certificering – onder het vóór 2012 geldende BV-recht als institutioneel betrokken worden aangemerkt. Op grond van het overgangsrecht moet de vennootschap er – kort gezegd – voor zorgen dat de positie van deze bewilligde certificaathouders voor 1 oktober 2013 wordt omgezet in die van een certificaathouder met vergaderrecht. Voor al deze certificaathouders (waarvan er ongetwijfeld nogal wat zijn bij vóór 1 oktober 2012 opgerichte familievennootschappen) geldt dus dat zij het dividendbesluit wél met een beroep op art. 2:8 juncto 2:15 lid 1 sub b BW kunnen aanvechten. Voor al degenen die onder het nieuwe BV-recht certificaten zonder vergaderrecht hebben ontvangen ligt het wezenlijk anders: de vennootschap kan medewerking aan de certificaten verlenen en tegelijkertijd bepalen dat de houders ervan niet institutioneel betrokken zijn.²⁸ De rechtszekerheid is met de nieuwe regeling gediend, maar het is de vraag of zij bij familievennootschappen gelukkig uitpakt. De enige invloed die de certificaathouder zonder vergaderrecht naar huidig recht op het dividendbeleid binnen de familievennootschap kan uitoefenen is indirect, namelijk via zijn band met de STAK. In de administratievoorwaarden en de statuten van de STAK kan aan de certificaathouders zonder vergaderrecht in enige mate invloed worden toegekend op de wijze waarop de STAK het stemrecht in de AV uitoefent. De certificaathouder zonder vergaderrecht zal zijn pijlen dienen te richten op de onvolkomen wijze waarop de STAK en haar bestuur de belangen van de certificaathouder in de AV van de familievennootschap hebben behartigd. Het juridische geschil speelt zich dan niet in de BV, maar één niveau hoger, in de STAK af. De vraag die bij overdenking van dit alles rijst is wat het familiebedrijf hiermee opschiet. Door het creëren van certificaten zonder vergaderrecht kunnen de certificaathouders bij de BV buiten de deur worden gehouden. Maar een geschil binnen de STAK zal ongetwijfeld zijn weerslag hebben op het reilen en zeilen van het familiebedrijf.

Hier komt nog bij dat certificaathouders zonder vergaderrecht zwaarder geschut kunnen inzetten dan een vernietigingsactie bij de gewone rechter, mits zij 10% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen (art. 2:346 lid 1 sub b BW). Is aan deze drempel voldaan, dan kunnen zij het dividendbeleid door Ondernemingskamer laten toetsen in het kader van een enquêteprocedure. In het verleden is er wel discussie geweest over de vraag of het enquêterecht zou

28. Ik merk op dat in dit opzicht de positie van certificaathouders zonder vergaderrecht wezenlijk verschilt van die van houders van aandelen zonder stemrecht. Deze zijn immers – als aandeelhouders – vergadergerechtigd, zie art. 2:227 lid 2 BW, en institutioneel betrokken.

moeten openstaan voor houders van niet-bewilligde certificaten.²⁹ Deze discussie is niet meer relevant sinds de Hoge Raad de op de economische werkelijkheid gebaseerde ruime uitleg door de Ondernemingskamer van het begrip ‘certificaathouder’ in art. 2:346 BW heeft gesanctioneerd.³⁰ Deze uitleg houdt in dat het enquêterecht openstaat voor verschaffers van risicodragend kapitaal die een eigen economisch belang hebben in de vennootschap waarop het enquêterezocht betrekking heeft. Daartoe behoort ook de certificaathouder zonder vergaderrecht.³¹

Bij de toetsing van het dividendbeleid (en het concrete besluit) door de Ondernemingskamer staat art. 2:8 BW centraal, waarop zich in het kader van de enquêteprocedure *alle* certificaathouders kunnen beroepen die tezamen aan de vereisten van art. 2:346 lid 1 sub b voldoen, *ongeacht* of aan de certificaten vergaderrecht is verbonden. Via een enquêteprocedure kan – nadat de Ondernemingskamer heeft vastgesteld dat sprake is van wanbeleid – worden bereikt dat een reserveringsbesluit wordt vernietigd.³²

5.2 *Hoe toetst de rechter?*

Als gezegd zal bij de Ondernemingskamer het reserveringsbesluit – als onderdeel van het te toetsen beleid van de vennootschap – langs de lat van art. 2:8 BW worden gelegd, net als bij de gewone rechter die over de vernietiging van een reserveringsbesluit moet oordelen. Een verschil is dat in een enquêteprocedure niet alleen het reserveringsbesluit onder de loep ligt. De Ondernemingskamer zal naar het gevoerde dividendbeleid over een aantal jaren kijken. Ook andere onderdelen van het beleid kunnen bijdragen aan het oordeel dat van een juist dividendbeleid geen sprake is. Het verschil met de procedure bij de gewone rechter moet overigens ook weer niet te zwaar worden aangezet. Ook in een procedure tot vernietiging van het besluit op grond van art. 2:15 lid 1 sub b BW zal de rechter alle omstandigheden van het geval meewegen. In beide typen procedures zal het dividendbesluit (en het daaraan ten grondslag liggende

29. Zie hierover Wolf 2016, par. 6.

30. Zie HR 6 juni 2003, *NJ* 2003/486 (*Scheipar*); HR 10 september 2010, *NJ* 2010/665 (*Butôt*), HR 8 april 2011, *NJ* 2011/338 (*Bamford/TESN*), HR 29 maart 2013, *NJ* 2013/304 (*Chinese Workers*) en HR 11 april 2014, *NJ* 2014/296 (*Slotervaart*).

31. Anders: Wolf 2016, par. 6. Hij verdedigt dat de certificaathouder zonder vergaderrecht geen beroep kan doen op art. 2:8 BW en daarom ook niet op art. 2:15 lid 1 sub b BW. In het verlengde hiervan zou de certificaathouder zonder vergaderrecht volgens Wolf evenmin een beroep moeten kunnen doen op het enquêterecht (om langs deze weg de vernietiging van een besluit te kunnen bewerkstelligen).

32. Zie art. 2:356 onder a BW.

(KEEPING IT) ALL IN THE FAMILY (COMPANY)?

beleid) marginaal getoetst worden omdat aan het orgaan dat het besluit neemt beleidsvrijheid toekomt.³³

In de zaak Fuhler Beheer stelde de Ondernemingskamer voorop

‘dat zij niet treedt in de beantwoording van de vraag wat moet worden verstaan onder het uitkeren van een “behoorlijk dividend” als bedoeld in de statuten van [J], noch in de beantwoording van de vraag hoeveel dividend er uitgekeerd (zou) moet(en) worden. Aan [B] c.s. komt beoordelingsvrijheid toe ter zake van het dividendbeleid en de Ondernemingskamer toetst het gevoerde beleid slechts marginaal.’³⁴

Uit de jurisprudentie van de Ondernemingskamer volgt dat van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen sprake kan zijn indien de vennootschap gedurende een aantal jaren *zonder dat haar belang dat rechtvaardigt*, geen of verhoudingsgewijs gering dividend uitkeert.³⁵ Zowel in een enquêteprocedure als in een procedure bij de gewone rechter zal het belang van de certificaathouder bij redelijk rendement moeten worden afgewogen tegen het vennootschappelijk belang, dat bij een vennootschap die een onderneming drijft vooral wordt bepaald door het bestendige succes van deze onderneming, aldus de Hoge Raad in zijn beschikking in de zaak Cancun.³⁶ In de zaak Fuhler Beheer hield de Ondernemingskamer bij de belangenafweging rekening met het door de vennootschap aangevoerde gegeven dat het ging om een familiebedrijf

‘dat zich kenmerkt door een lange termijnvisie en een focus op continuïteit met het oog op de komende generatie.’³⁷

Bestudering van het dividendbeleid in zaken die voor de rechter zijn geweest, leert dat drie categorieën kunnen worden onderscheiden:

33. Zie voor de procedure bij de gewone rechter HR 12 juli 2013, *JOR* 2013/301 (*VEB/KLM*) en voor de enquêteprocedure HR 9 juli 1990, *NJ* 1991/51, m.nt. Ma (*Sluis*); HR 1 september 2006, *JOR* 2006/262 en Hof Amsterdam (OK) 15 maart 2005, *JOR* 2005/88 (*EMBA*).

34. Hof Amsterdam (OK) 17 maart 2014, *JIN* 2014/130 (*Fuhler Beheer*); Hof Amsterdam (OK) 8 december 2015, *RO* 2016/27 (*Fuhler Beheer*), r.o. 3.11.

35. Zie HR 9 juli 1990, *NJ* 1991/51, m.nt. Ma (*Sluis*) en Hof Amsterdam (OK) 6 juni 2011, *JOR* 2011/282 (*JeeZet*).

36. HR 4 april 2014, *NJ* 2014/286 (*Cancun*). Zie hierover de bijdrage van Assink in deze bundel.

37. Hof Amsterdam (OK) 8 december 2015, *RO* 2016/27 (*Fuhler Beheer*), r.o. 3.11.

1. De vennootschap voert een niet vastgelegd 0-beleid. Voorbeelden hiervan zijn te vinden in de zaken EMBA³⁸, Matser Beheer³⁹ en Poststate Beheer⁴⁰.
2. Het dividendbeleid is gebaseerd op een flexibele statutaire bepaling. Een voorbeeld hiervan is de zaak Fuhler Beheer.⁴¹ Het dividendbeleid van deze vennootschap was als volgt in de statuten vastgelegd:

‘Het bestuur dient ervoor zorg te dragen dat steeds zodanig behoorlijk dividend op de aandelen in [B] zal worden uitgekeerd als verantwoord is met inachtneming van de continuïteit van de onderneming van de vennootschap en de met de vennootschap verbonden onderneming(en).’⁴²

3. Het dividendbeleid is gebaseerd op een strak geredigeerde statutaire (oppot)bepaling. Een voorbeeld hiervan is de zaak Sluis.⁴³

Uit de jurisprudentie zijn verschillende omstandigheden te destilleren die een rol spelen bij de belangenafweging die de rechter moet maken. Ik begin met een omstandigheid die zwaar zal wegen in het geval van een vastgelegd beleid om slechts in zeer beperkte mate dividend uit te keren (oppot-beleid). Uit de zaak Sluis volgt dat er een gerede kans is dat een reserveringsbesluit conform het vastgelegde beleid als wanbeleid zal worden aangemerkt indien de oorspronkelijke reden voor het vastgestelde beleid niet meer aanwezig is.

Ongeacht of een dividendbeleid is vastgelegd zal de rechter bij de beoordeling van het de facto gevoerde dividendbeleid c.q. een concreet reserveringsbesluit rekening houden met het feit dat verkapte ‘uitkeringen’ aan ‘betrokken’ familieleden hebben plaatsgevonden. In de zaak Van Rees overwoog het Hof:

‘Directietantième hoeft niet in alle gevallen een rol te spelen bij de vaststelling van dividend, doch wel in het gegeven geval van een familievennootschap met werkende en niet-werkende aandeelhouders, met name indien zich het geval voordoet dat een van de directeuren tevens de meerderheid van de aandelen bezit en aldus in staat is om door zijn stemgedrag een hoog dividend te blokkeren terwijl zijn tantième daarentegen stijgt.’⁴⁴

38. Hof Amsterdam (OK) 15 maart 2005, *JOR* 2005/88 (*EMBA*); HR 1 september 2006, *JOR* 2006/262 (*EMBA*).

39. Hof Amsterdam (OK) 2 februari 2016, *ARO* 2016/49 (*Matser Beheer*).

40. Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2010, *ARO* 2010/104 (*Poststate Beheer*).

41. Hof Amsterdam (OK) 17 maart 2014, *JIN* 2014/130 (*Fuhler Beheer*); Hof Amsterdam (OK) 8 december 2015, *RO* 2016/27 (*Fuhler Beheer*), r.o. 3.11.

42. Hof Amsterdam (OK) 8 december 2015, *RO* 2016/27 (*Fuhler Beheer*), r.o. 2.5.

43. HR 9 juli 1990, *NJ* 1991/51, m.nt. Ma (*Sluis*).

44. Hof Den Haag 1 oktober 1982, *NJ* 1983/393 (*Scheepsbouw Van Rees*). Zie hierover en over de relatie tussen bestuurdersbeloning en dividend: Koelemeijer, p. 14.

(KEEPING IT) ALL IN THE FAMILY (COMPANY)?

Dit speelde ook in de zaak Poststate Beheer. Deze vennootschap had al tien jaar geen winst uitgekeerd en verdedigde dit 0-beleid met een beroep op de noodzaak van reservering in verband met de bekostiging van de verhuizing van de onderneming. De Ondernemingskamer ging hier niet in mee omdat ze de noodzaak onvoldoende onderbouwd vond. Daar komt nog bij, aldus de Ondernemingskamer,

‘dat ook in het licht van de aan familieleden onder ‘zachte voorwaarden’ verstrekte leningen de vraag gerechtvaardigd is of de toekomstige verhuizing telkens noopte tot het geheel reserveren van de winst’.⁴⁵

De discussie over het dividendbeleid in de zaak Poststate Beheer speelde tegen de achtergrond van onenigheid over de exit van niet bij het bedrijf betrokken familieleden. Dit was ook het geval in de zaak Matser Beheer⁴⁶. Het feit dat een familielid zijn aandelen/certificaten wil overdragen terwijl er al jaren geen dividend wordt uitgekeerd zal eerder leiden tot de conclusie dat sprake is van wanbeleid c.q. een reserveringsbesluit dat in strijd is met de redelijkheid en billijkheid.

Een combinatie van een 0-beleid, verkapte uitkeringen aan bepaalde familieleden en onenigheid over de prijs waartegen niet-betrokken familieleden hun aandelen c.q. certificaten kunnen overdragen betekent dat sprake is van ‘uitroken’. De betrokken familieleden proberen de niet-betrokken familieleden zo ver te krijgen hun aandelen/certificaten voor een lage prijs aan hen over te dragen. Het geschil over het dividendbeleid is hier niet meer dan een symptoom van een groter probleem dat alleen met behulp van de geschillenregeling of mediation kan worden opgelost.⁴⁷

Ten slotte volgt uit de jurisprudentie dat de financiële positie van de vennootschap ook achteraf met succes kan worden aangevoerd ter onderbouwing van een besluit tot reservering. Ik wijs wederom op de zaak Matser Beheer, waarin het dividendbeleid niet vooraf was vastgelegd. De facto werd er een 0-beleid gevoerd, waar de om een enquête verzoekende certificaathouders overigens jarenlang mee in hebben gestemd. De Ondernemingskamer komt in deze zaak op grond een reeks van omstandigheden (waaronder voornoemde instemming) tot de conclusie dat er geen gegronde redenen zijn om aan een juist (dividend)beleid te twijfelen. Aan dit oordeel legt de Ondernemingskamer tevens ten grondslag dat de investering in een nieuw project (dat past binnen de

45. Hof Amsterdam (OK) 29 juni 2010, *ARO* 2010/104, r.o. 3.11 (*Poststate Beheer*).

46. Hof Amsterdam 2 februari 2016, *ARO* 2016/49 (*Matser Beheer*). Zie ook noot 21 over de kort geding-procedure die is gevoerd in deze zaak.

47. Ik merk op dat een moeilijkheid is dat aan certificaathouders geen beroep toekomt op de geschillenregeling en dat de Ondernemingskamer in een enquêteprocedure niet de voorziening kan treffen dat certificaathouders hun certificaten kunnen overdragen. Verder verwijs ik naar de bijdragen van Paul de Vries en Mijke Sinninghe Damsté in deze bundel.

strategie van Matser Beheer) aan een dividenduitkering in de weg staat en dat de financier van Matser Beheer aan de financiering een minimumgarantievermogen van in beginsel 45% en een ‘dividendlock’ heeft bevolen, terwijl er geen concrete aanwijzingen zijn dat andere banken in de gegeven omstandigheden bereid zouden zijn geweest financiering te verstrekken waarbij dividenduitkering mogelijk is.

In de zaak *Fuhler Beheer*⁴⁸ wordt geen beroep gedaan op door een financier gestelde solvabiliteitseisen. Hier speelt juist een rol dat de vennootschap in het geheel niet afhankelijk wil zijn van bankfinanciering. Ook in deze zaak slaagt uiteindelijk het beroep van de vennootschap op de financiële positie van de vennootschap. Nadat de Ondernemingskamer had bevolen tot een onderzoek kwam de onderzoeker tot de conclusie dat niet is gebleken dat het gevoerde dividendbeleid noodzakelijk was in het belang van de bedrijfsvoering van de vennootschap. De Ondernemingskamer oordeelt echter anders. Daarbij neemt de Ondernemingskamer onder meer expliciet in aanmerking dat de vennootschap – terwijl zij haar liquiditeiten al enige tijd ziet afnemen – geld moet reserveren voor investeringen omdat zij deze niet met vreemd vermogen wil financieren. Overigens speelde in deze zaak ook een belangrijke rol dat het dividend de laatste jaren procentueel juist aanzienlijk was verruimd.

5.3 *Afdwingen van een redelijk dividend?*

Na het voorgaande rijst de vraag of de ontevreden certificaathouder met een procedure bij de rechter kan bereiken dat hij alsnog een redelijk dividend ontvangt. Zowel in het geval dat de bodemrechter het reserveringsbesluit vernietigt op grond van art. 15 lid 1 sub b BW als in het geval dat de Ondernemingskamer het besluit vernietigt op grond van art. 2:356 juncto art. 2:8 BW staat de certificaathouder nog steeds met lege handen. De AV zal immers een nieuw besluit over de winstbestemming moeten nemen.

Voor de procedure bij de gewone rechter wordt sinds de uitspraak van het Arnhemse Hof in de zaak *Uniwest*⁴⁹ verdedigd dat de rechter kan beslissen dat een door die rechter te bepalen redelijk dividend moet worden uitgekeerd.⁵⁰ Het gaat hier om een vorm van reële executie tot het verrichten van een rechtshandeling (art. 3:300 BW). Het Hof overwoog in het *Uniwest*-arrest:

‘niet valt in te zien waarom niet de rechter na vernietiging van een besluit omtrent de winstbestemming de vennootschap zou kunnen veroordelen tot betaalbaarstelling en mitsdien tot betaling van het dividend dat naar zijn

48. Hof Amsterdam (OK) 8 december 2015, *RO* 2016/27 (*Fuhler Beheer*).

49. Hof Arnhem 26 mei 1992, *NJ* 1993/182, m.nt. Ma (*Uniwest*).

50. Maeijer in zijn *NJ*-noot onder het *Uniwest*-arrest; Van Schilfgaarde, p. 30-32.

(KEEPING IT) ALL IN THE FAMILY (COMPANY)?

oordeel behoort te worden uitgekeerd. Immers, ingevolge art. 2:216 BW rust op de vennootschap de verplichting om dividend uit te keren.’

Hierbij moet worden bedacht dat art. 2:216 BW lid 1 destijds nog dezelfde tekst bevatte als het huidige art. 2:105 lid 1 BW: Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, komt de winst de aandeelhouders ten goede. Ook onder dat oude recht was de motivering van het Hof niet juist: de statuten kunnen immers bepalen dat een orgaan van de vennootschap, bijvoorbeeld het bestuur, bevoegd is tot reservering.⁵¹ Sinds 2012 geldt als wettelijk uitgangspunt bij de BV niet langer dat de winst ten goede komt aan de aandeelhouders, maar dat de AV een besluit moet nemen tot bestemming van de winst. Bovendien heeft een uitkeringsbesluit van de AV geen gevolgen zolang het bestuur van de BV geen goedkeuring heeft verleend (zie hierboven onder 3). Dit betekent dat een veroordeling tot betaling van een door de rechtbank bepaald dividend niet alleen treedt in de bevoegdheid tot winstbestemming van de AV, maar ook in de bevoegdheid van het bestuur om te toetsen in hoeverre een uitkering gelet op art. 2:216 lid 2 BW geoorloofd is. Met betrekking tot de inbreuk op de autonome bevoegdheid tot winstbestemming van de AV zou ik willen aansluiten bij Maeijer, die hierover in zijn noot onder Uniwest het volgende schreef:

‘Niet doorslaggevend acht ik de bedenking dat de rechter hiermee zou treden in een autonome bevoegdheid tot winstbestemming van een in de statuten daartoe aangeduid vennootschappelijk orgaan. Die autonomie is immers niet absoluut. En dat orgaan heeft de gelegenheid gehad om zich met een zekere autonomie uit te spreken over de winstbestemming en in verband hiermee de reservering. Indien de rechter heeft geoordeeld dat het orgaan naar redelijkheid en billijkheid niet tot dat besluit heeft kunnen komen (een marginale toetsing juist in verband met die autonomie) en derhalve moet worden vernietigd, is er weinig tegen dat de rechter dan tevens bepaalt hoe naar zijn oordeel het besluit wel met het oog op die norm van ongeschreven recht had moeten luiden en daaraan de veroordeling verbindt tot betaling van het hieruit voortvloeiende betaalbaar te stellen dividend.’

Resteert de inbreuk op de bevoegdheid van het bestuur ex art. 2:216 lid 2 BW. Deze is mijns inziens te billijken omdat het bestuur op grond van art. 2:216 lid 2 BW geen discretionaire bevoegdheid heeft. Het bestuur mag de goedkeuring slechts weigeren als – kort gezegd – benadeling van de vennootschapsschuldeisers voorzienbaar is. Het is echter niet geheel uit te sluiten dat een BV tijdens de procedure over het dividend(beleid) in dermate zwaar weer terecht is gekomen dat voorzienbaar is dat zij na de door de certificaathouders verlangde uitkering

51. Maeijer in zijn *NJ*-noot onder het Uniwest-arrest; Bier 2012, p. 201, noot 80.

niet zal kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.⁵² De rechtbank zal dus moeten toetsen of dit zich voordoet. Wolf acht dit onwenselijk. Hij is vanwege de op het moment van betaalbaarstelling uit te voeren uitkeringstest van mening dat de rechter er goed aan doet om in zijn uitspraak geen besluit tot uitkering op te nemen, maar – afhankelijk van de statuten van de BV – de AV of het bestuur op te dragen een nieuw besluit te nemen.⁵³ Indien duidelijk is dat de BV geen enkel insolventierisico loopt staat de uitkeringstest mijns inziens niet aan de in de Uniwest-zaak gekozen oplossing in de weg. Het heeft in zo'n geval weinig zin om de bal weer bij het orgaan te leggen dat in eerste instantie een (redelijke) dividenduitkering blokkeerde.

Het voorgaande geldt mutatis mutandis indien in een enquêteprocedure aan de Ondernemingskamer wordt verzocht om na vernietiging van het reserveringsbesluit met gebruikmaking van art. 2:357 lid 2 BW een nieuw besluit te nemen omtrent de winstbestemming.⁵⁴

Tot besluit van deze paragraaf nog een relativerende opmerking. De werkelijke inzet van geschillen omtrent het dividendbeleid bij familievennootschappen is nogal eens dat de ontevreden certificaathouders hun certificaten tegen een redelijke prijs willen overdragen. De oplossing van het geschil moet dan niet worden gezocht in de vaststelling van een redelijk dividend(beleid), maar in een redelijke exit-regeling.

6. Verwachtingsmanagement door vastlegging dividendbeleid

Na de bespreking van procedures omtrent het dividendbeleid rijst de vraag of de familievennootschap er niet verstandig aan doet om geschillen over het dividend te voorkomen door het dividendbeleid duidelijk vast te leggen. Barbara Bier omschrijft dividendbeleid als volgt:

‘een te volgen gedragslijn bij de bepaling welk gedeelte van de winst wordt uitgekeerd en welk gedeelte wordt gereserveerd’.⁵⁵

Misschien zouden we het niet meer moeten hebben over dividendbeleid maar over reserveringsbeleid. Deze term geeft immers beter weer wat de inhoud van het beleid zou moeten zijn: een onderbouwing van het reserveren c.q. herinvesteren van de winst.

52. Op dit risico wijst ook Bier in haar noot onder Hof Amsterdam (OK) 15 november 2011 (*VEB/KLM*), *Ondernemingsrecht* 2012/16. Zie ook Wolf 2014, p. 9.

53. Wolf 2013, p. 347-349. Zie ook Wolf 2014, p. 9.

54. Zie voor deze mogelijkheid: Bier in haar noot onder Hof Amsterdam (OK) 15 november 2011 (*VEB/KLM*), *Ondernemingsrecht* 2012/16.

55. Bier 2012, p. 190.

(KEEPING IT) ALL IN THE FAMILY (COMPANY)?

Hoe concreet moet het dividendbeleid zijn? Barbara Bier merkt in dit verband terecht op:

‘Hoe concreter het dividendbeleid is dat is openbaar gemaakt, hoe meer uitleg het reserverende orgaan moet geven als van dit beleid afgeweken wordt’.⁵⁶

Wellicht is dit de reden waarom het in de praktijk treurig is gesteld met de vastlegging van het dividendbeleid, zelfs bij beursvennootschappen, voor wie de *best practice* geldt dat zij een reserverings- en dividendbeleid hebben dat als apart agendapunt op de AV wordt behandeld.⁵⁷ Bij Shell houdt het dividendbeleid niet meer in dan het volgende:

‘Ons beleid is om het dividend in Amerikaanse dollars in lijn te laten groeien met onze visie op de onderliggende winsten en cash flows’.⁵⁸

Een dergelijk beknopt ‘beleid’ is geen uitzondering. De VEB meldde in 2016 op haar website dat beursfondsen een dikke onvoldoende verdienen voor het dividendbeleid.⁵⁹

Zelfregulering werkt dus niet. Maar ik denk dat we evenmin grote verwachtingen dienen te koesteren ten aanzien van een wettelijke verplichting tot het vastleggen van een dividendbeleid voor alle NV’s en BV’s, zoals gesuggereerd door Koelemeijer.⁶⁰ Ik ben geen voorstander van een wettelijk verplicht dividendbeleid omdat in lang niet alle BV’s behoefte zal bestaan aan de vastlegging van een dividendbeleid. Dit neemt niet weg dat ik denk dat vastlegging van het dividendbeleid in familievennootschappen verstandig is. Daarbij is de vraag waarin het dividendbeleid moet worden vastgelegd. Een statutaire regeling is mogelijk en komt ook voor, zoals we hebben gezien. Zou in de statuten een gedetailleerd beleid worden opgenomen en daarmee in strijd worden gereserveerd, dan is het reserveringsbesluit nietig wegens strijd met de statuten. Dat zal uiteraard worden vermeden. Het ligt mijns inziens meer voor de hand om het dividendbeleid op te nemen in een aandeelhoudersovereenkomst c.q. certificaathoudersovereenkomst. Reservering in strijd met de overeenkomst kan dan leiden tot vernietigbaarheid van het besluit op grond van art. 2:15 lid 1

56. Bier in haar noot onder Hof Amsterdam (OK) 15 november 2011 (*VEB/KLM*), *Ondernemingsrecht* 2012/16.

57. Best practice IV.1.4 Corporate Governance Code 2008 en best practice 4.1.3 Corporate Governance Code 2016.

58. [Http://www.shell.com/investors/dividend-information.html](http://www.shell.com/investors/dividend-information.html), laatst geraadpleegd op 18 februari 2017.

59. ‘Beursfondsen scoren dikke onvoldoende voor dividendbeleid’, www.vebnet.nl, laatst geraadpleegd op 18 februari 2017. Zie ook ‘Beursfondsen scoren dikke onvoldoende voor hun dividendbeleid’, *FD* 16 november 2016.

60. Koelemeijer, p. 17.

onder b BW juncto art. 2:8 BW en tot gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen.⁶¹

Aan de verschillende punten die bij de rechterlijke toetsing van een reserveeringsbesluit c.q. het dividendbeleid een rol kunnen spelen moet zo goed mogelijk aandacht worden besteed bij de opstelling van het dividendbeleid. Ik noem hier met name de link met de beloning die wordt toegekend aan ‘betrokken’ familieleden, de verhouding met financieringsbeleid van de vennootschap (wel/geen VV, EV-eisen van VV-verschaffers) en – last but not least – de onderbouwing van het dividendbeleid op grond van de strategie van de onderneming (in hoeverre is deze gericht op groei? wat is het investeringsbeleid?).

Ik zie het dividendbeleid als een vorm van verwachtingsmanagement. Doe je dat goed, dan kun je veel ellende voorkomen.

Literatuur

Boeken en tijdschriftartikelen:

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. 2. rechtspersonenrecht. Deel II. de naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009

Assink/Slagter,

B.F. Assink & W.J. Slagter, *Compendium Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2013

Bier 2012

B. Bier, ‘Betekent winstrecht ook recht op winst?’, in: P.J. van der Korst e.a. (red.) *Handboek onderneming en aandeelhouder*, serie Onderneming en Recht, deel 96, Deventer: Kluwer 2012

Bier 2014

B. Bier, ‘Enkele mijmeringen over artikel 2:216 BW’, *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 2014, p. 90-98

Dortmond

P.J. Dortmond (red.), *Van der Heijden Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, dertiende druk, Deventer: Kluwer 2013

61. Koelmeijer, p. 18.

(KEEPING IT) ALL IN THE FAMILY (COMPANY)?

Flören

R.H. Flören, *Familiebedrijfskunde*, oratie Nijenrode 2004, <http://www.nyenrode.nl/FacultyResearch/Entrepreneurship-Stewardship/CE/Familiebedrijven/Documents/floren.pdf>, laatst geraadpleegd op 18 februari 2017

Flören/Berent-Braun/Uhlaner/de Nooijer

Roberto Flören, Marta Berent-Braun, Lorraine Uhlaner en Casper de Nooijer, Corporate Governance en het familiebedrijf, in: Mijntje Lückerath-Rovers e.a. (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2013-2014*, Deventer: Kluwer 2014, p. 89-104

Van den Ingh

F.P.J. van den Ingh, *Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap*, VHI-reeks deel 35, Deventer: Kluwer 1991

Garcia Nehlen/Schwarz

S.B. Garcia Nelen en C.A. Schwarz, *Certificering van aandelen bij de NV en BV*, Den Haag: Sdu Uitgevers 2016

Kachaner/Stolk/Bloch

Nicholas Kachaner, George Stalk and Alain Bloch, 'What you can learn from family business', *HBR* 2012, p. 102-106

De Kluiver

H.J. de Kluiver, 'Familievennootschappen en (nieuw) vennootschapsrecht', *WPNR* 2005 (6647), p. 985-993

Koelemeijer

M. Koelemeijer, 'Belonen van aandeelhouders: hoe verder met het dividendbeleid?', *TvOB* 2015, p. 13-17

Lievens

J. Lievens, *Betrokken eigenaars, sterke familiebedrijven*, Leuven: Lannoo-Campus 2016

Oosterhoff

G.P. Oosterhoff, 'Aantasting van besluiten door houders van economische belangen bij aandelen', *Ondernemingsrecht* 2016/118

Van Schilfgaarde

P. van Schilfgaarde, 'Tegenstrijdig belang in het vennootschapsprocesrecht', in: L. Timmerman e.a. (red.), *De dubbelrol in het vennootschapsrecht*, IvO-reeks deel 16, Deventer: Kluwer 1993, p. 23-39

M.L. LENNARTS

Stevens

B. Stevens, 'De vaststelling van een redelijk dividend(beleid)', *V&O* 2015, p. 89-93

Wolf 2013

R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV*, VHI-reeks deel 116, Deventer: Kluwer 2013

Wolf 2014

R.A. Wolf, 'De certificaathouder zonder vergaderrecht, de kring van betrokkenen en vernietiging van besluiten', *Ondernemingsrecht* 2014/2

Wolf 2016

R.A. Wolf, 'Het certificaat van een aandeel in de BV', *WPNR* 2016 (7093), p. 113-119.

Van Zwol/Matser

Jacqueline van Zwol en Ilse Matser, 'De stichting administratiekantoor', *Goed Bestuur & Toezicht* 2016, p. 48-54

Rapporten:

ECFB-rapport

Erasmus Centre for Family Business (ECFB), BDO en Rabobank, *Nieuw Bloed, nieuwe Koers*, 2016, te vinden op <http://www.bdo.nl>

ING-rapport

Katinka Jongkind, *Strategie en kansen in het familiebedrijf*, ING Economisch Bureau 2013, https://www.ing.nl/media/ING_strategie-en-kansen-in-het-familiebedrijf_tcm162-71650.pdf