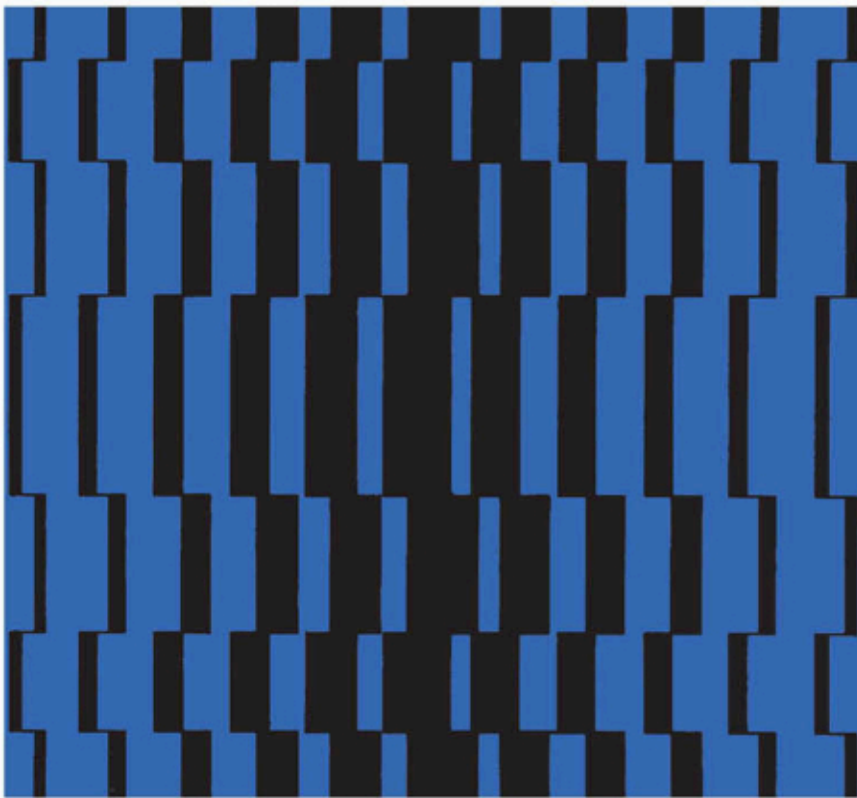


De positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringen

In het bijzonder onder de Wet homologatie onderhands akkoord

Mr. S.C.E.F. Moulen Janssen



SERIE VANWEGE HET VAN DER HEIJDEN INSTITUUT



Wolters Kluwer

Deel 163

DE POSITIE VAN AANDEELHOUDERS BIJ PREVENTIEVE
HERSTRUCTURERINGEN

In het bijzonder onder de Wet homologatie onderhands akkoord

SERIE VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER REDACTIE VAN
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN
PROF. MR. M.P. NIEUWE WEME
PROF. MR. C.D.J. BULTEN
PROF. MR. J.B.S. HIJINK

DEEL 163

Verkorte citeerwijze: Moulen Janssen, *De positie van aandeelhouders bij preventieve herstructurerings* (VDHI nr. 163) 2020/paragraafnummer.

Volledige citeerwijze: S.C.E.F. Moulen Janssen, *De positie van aandeelhouders bij preventieve herstructurerings* (Serie Van der Heijden Instituut nr. 163), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Omslagontwerp: Bert Arts bNO

ISBN 978 90 13 15867 0

ISBN 978 90 13 15868 7 (E-book)

NUR 827-715

© 2020, Wolters Kluwer Nederland BV, S.C.E.F. Moulen Janssen

Onze klantenservice kunt u bereiken via: www.wolterskluwer.nl/klantenservice

Auteur(s) en uitgever houden zich aanbevolen voor inhoudelijke opmerkingen en suggesties. Deze kunt u sturen naar: boeken-NL@wolterskluwer.com.

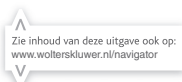
Alle rechten in deze uitgave zijn voorbehouden aan Wolters Kluwer Nederland B.V. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Wolters Kluwer Nederland BV.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht (www.reprorecht.nl).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en Wolters Kluwer Nederland BV geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle aanbiedingen en overeenkomsten van Wolters Kluwer Nederland BV zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Wolters Kluwer Nederland BV. U kunt deze raadplegen via: www.wolterskluwer.nl/algemene-voorwaarden.

Indien Wolters Kluwer Nederland BV persoonsgegevens verkrijgt, is daarop het privacybeleid van Wolters Kluwer Nederland BV van toepassing. Dit is raadpleegbaar via www.wolterskluwer.nl/privacy-cookies.



NAVIGATOR

DE POSITIE VAN AANDEELHOUDERS BIJ PREVENTIEVE HERSTRUCTURERINGEN

In het bijzonder onder de Wet homologatie onderhands akkoord

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Radboud Universiteit Nijmegen
op gezag van de rector magnificus prof. dr. J.H.J.M. van Krieken,
volgens besluit van het college van decanen
in het openbaar te verdedigen op woensdag 1 juli 2020
om 16.30 uur precies

door

Sophie Charlotte Emilie Florine Moulen Janssen
geboren op 21 maart 1990
te Breda

Promotoren:

prof. mr. P.M. Veder

prof. mr. G.J.C Rensen (Universiteit Utrecht)

Manuscriptcommissie:

prof. mr. M. van Olffen (voorzitter)

prof. mr. J.J. van Hees

prof. mr. M.L. Lennarts (Rijksuniversiteit Groningen)

VOORWOORD

Op 1 juli 2020 vond de promotie plaats van mr. S.C.E.F. Moulen Janssen aan de Radboud Universiteit Nijmegen op haar onderzoek naar de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures. Promotores zijn prof. mr. P.M. Veder en prof. mr. G.J.C. Rensen. De studie verschijnt als deel 163 in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.

Wanneer een vennootschap met een levensvatbare onderneming failliet dreigt te gaan, kan een herstructurering van de schulden soelaas bieden. Aandeelhouders kunnen echter dwarsliggen door niet in te stemmen met besluiten van de algemene vergadering die noodzakelijk zijn in het kader van de preventieve herstructurering. Denk aan een besluit tot uitgifte van nieuwe aandelen. Sinds enige tijd neemt de rechter onder omstandigheden aan dat aandeelhouders een herstructurering niet mogen tegenhouden (noodzaakfinanciering). Met de nabije komst van de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA) zal het eenvoudiger worden aandeelhouders te dwingen mee te werken.

Tot nu toe heeft de literatuur weinig aandacht voor de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief. Het insolventierechtelijk perspectief overheerst: *out of the money* aandeelhouders – aandeelhouders die geen uitkering ontvangen van de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd – mogen een preventieve herstructurering niet dwarsbomen. Deze insolventierechtelijke kijk op de positie van aandeelhouders volstaat niet. De vennootschap wordt immers bij een preventieve herstructurering niet ontbonden. De algemene vergadering en de aandeelhouders behouden hun bevoegdheden respectievelijk rechten. Het onderzoek brengt het spanningsveld tussen het vennootschapsrecht en het ‘herstructureringsrecht’ in kaart. Moulen Janssen analyseert nauwgezet de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures, in het bijzonder onder de (toekomstige) WHOA. Het onderzoek schetst niet alleen de positie van aandeelhouders bij een preventieve herstructureringsprocedure, maar behandelt ook in hoeverre aandeelhouders op basis van het vennootschapsrecht hun aandeelhoudersrechten mogen blijven uitoefenen op het moment dat de vennootschap in zwaar weer verkeert. Moulen Janssen levert hiermee een waardevolle en originele bijdrage aan dit hoogst actuele onderwerp, die van belang is voor zowel de vennootschapsrechtjurist als de insolventierechtjurist.

Een belangrijke component van het onderzoek is een gedetailleerde rechtsvergelijking met het Engelse en Duitse recht (hoofdstuk 4 en 5). Beide landen kennen reeds langere tijd een preventieve herstructureringsprocedure waarin ook aandeelhouders kunnen worden betrokken. Moulen Janssen gaat uitvoerig in op de vennootschapsrechtelijke problemen die daar spelen en de verhouding tot het Nederlandse recht. Ook het Europese kader voor preventieve herstructureringen krijgt een centrale plek in het onderzoek (hoofdstuk 3). Onder meer de recent inwerking getreden Richtlijn herstructurering en insolventie (EU 2019/1023) komt hierin aan bod.

De wetenschappelijke analyse van Moulen Janssen biedt een integraal beeld van de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringen vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief. De auteur heeft tevens oog voor de rechtspraktijk. Het boek is actueel en interessant, en bevat niet alleen voor de wetenschapper maar ook voor de praktijkjurist, de curator en zelfs de (Europese) wetgever veel lezenswaardigs. Met het in kaart brengen van de positie van de aandeelhouder op het snijvlak van het ondernemingsrecht en het faillissementsrecht, is het boek een waardevolle aanvulling op hetgeen eerder in de Serie verscheen. Met groot plezier nemen wij deze dissertatie daarom in de Serie op.

G. van Solinge
M. van Olffen
M.P. Nieuwe Weme
C.D.J. Bulten
J.B.S. Hijink

VERKORTE INHOUDSOPGAVE

Voorwoord

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1	Inleiding
Hoofdstuk 2	De positie van aandeelhouders in een besloten vennootschap
Hoofdstuk 3	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: het Europese kader
Hoofdstuk 4	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Engeland
Hoofdstuk 5	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Duitsland
Hoofdstuk 6	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Nederland
Hoofdstuk 7	Samenvatting en conclusies
Hoofdstuk 8	Summary and conclusions

Afkortingen

Literatuurlijst

Jurisprudentielijst

Trefwoordenregister

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	V
Verkorte inhoudsopgave	VII
Hoofdstuk 1 Inleiding	1
1.1 Onderwerp en aanleiding	1
1.2 Doelstelling en onderzoeksvraag	4
1.3 Opzet	5
1.3.1 Methode	5
1.3.2 Rechtsvergelijking	5
1.4 Afbakening	6
1.4.1 Besloten vennootschappen	6
1.4.2 Herstructurering van schulden binnen dezelfde juridische entiteit	7
1.4.3 Positie van aandeelhouders	8
1.5 Plan van behandeling	8
Hoofdstuk 2 De positie van aandeelhouders in een besloten vennootschap	11
2.1 Inleiding	11
2.2 Aandeelhouder als lid van de algemene vergadering	12
2.2.1 Vennootschapsorganen	12
2.2.2 Onderlinge verhouding tussen vennootschapsorganen	12
2.2.3 Shareholder model en stakeholder model	15
2.2.3.1 De modellen nader beschouwd	17
2.3 Aandeelhouders juridisch en rechtseconomisch gekwalificeerd	20
2.3.1 Aandeelhouder als kapitaalverschaffer	21
2.3.2 Aandeelhouder als drager van rechten en plichten	22
2.3.3 Aandeelhouder als eigenaar	23
2.3.4 Aandeelhouder als residual claimant	24
2.3.5 Aandeelhouder als principaal	26
2.4 Typen aandeelhouders	28
2.5 Zeggenschapsrechten bij een preventieve herstructurering	30
2.5.1 Zeggenschapsrechten bij een debt for equity swap	31
2.5.1.1 Stemrecht	32
2.5.1.2 Uitgifte van aandelen	34
	IX

2.5.1.3	Voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen	37
2.5.1.4	Statutenwijziging	39
2.5.1.5	Kapitaalvermindering	40
2.5.2	Goedkeuringsrecht	42
2.5.3	Indirecte zeggenschapsrechten in de algemene vergadering	44
2.5.3.1	Bijeenroepingsrecht	44
2.5.3.2	Agenderingsrecht	45
2.5.3.3	Benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders of commissarissen	46
2.5.3.4	Instructierecht	48
2.5.3.5	Recht op informatie	49
2.5.4	Indirecte zeggenschapsrechten buiten de algemene vergadering	51
2.5.4.1	Recht om voorzieningen te verzoeken	51
2.5.4.2	Recht om uit te treden	52
2.5.4.3	Recht om vernietiging besluiten te vorderen	54
2.6	Financiële rechten bij een preventieve herstructurering	54
2.6.1	Recht om over een aandeel te beschikken	55
2.6.2	Recht op winst	55
2.6.3	Recht op liquidatiesaldo	57
2.7	Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten	58
2.7.1	Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten in Nederland	58
2.7.1.1	Inhoud van het vennootschappelijk belang	59
2.7.1.2	Individuele aandeelhouders en het vennoot- schappelijk belang	62
2.7.1.3	De algemene vergadering en het vennootschap- pelijk belang	68
2.7.1.4	Tussenconclusie	68
2.7.2	Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten in Engeland	69
2.7.2.1	Statutenwijziging	70
2.7.2.2	Goedkeuren van een schending van een bestuurstaak	72
2.7.2.3	Unfair prejudice	73
2.7.2.4	Tussenconclusie	74
2.7.3	Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten in Duitsland	74
2.7.3.1	Inhoud Treuepflicht	75
2.7.3.2	Omvang Treuepflicht	76
2.7.3.3	Tussenconclusie	78
2.8	Conclusie	78

Hoofdstuk 3	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: het Europese kader	81
3.1	Inleiding	81
3.2	Europese ontwikkelingen voorafgaande aan de Richtlijn	82
3.2.1	Aanbeveling en richtlijnvoorstel	83
3.2.2	Aandacht voor aandeelhouders	84
3.3	Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie	86
3.3.1	Doel en inhoud	88
3.3.2	Micro-, kleine en middelgrote ondernemingen: cruciale aandeelhouders	91
3.3.3	Bewustwording financiële problemen	92
3.3.4	Aanvang van de procedure	93
3.3.4.1	Insolventiecriterium: dreigende insolventie	94
3.3.4.2	Verzoek tot opening van een procedure	96
3.3.4.3	De rol van (vennootschaps)organen bij aanvang van de procedure	98
3.3.4.4	Debtor in possession	99
3.3.5	Stemklassen	100
3.3.6	Stemming over het akkoord	102
3.3.7	Homologatie van het akkoord	103
3.3.7.1	Best interest test	105
3.3.8	Cross class cramdown	107
3.3.8.1	Eerste voorwaarde: minimaal één in the money schuldeisersklasse moet voorstemmen	109
3.3.8.2	Tweede voorwaarde: absolute priority rule of relative priority rule	110
3.3.8.3	Derde voorwaarde: niet meer dan 100%-regel	120
3.3.9	Gevolgen van een gehomologeerd akkoord	120
3.3.10	Rechtsmiddelen	120
3.3.11	Aandeelhoudersrechten	121
3.3.11.1	Richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (voorheen: Tweede richtlijn vennootschapsrecht)	123
3.3.11.2	Andere aandeelhoudersrechten	127
3.4	Ongestoord genot van eigendom (art. 1 EP EVRM)	127
3.4.1	Inmenging in eigendomsrechten van aandeelhouders	129
3.4.2	Vereisten voor een gerechtvaardigde inmenging	131
3.4.2.1	Voorzien-bij-wet	132
3.4.2.2	Algemeen belang	133
3.4.2.3	Proportionaliteit	134
3.4.3	Tussenconclusie	138

3.5	(Negatieve) verenigingsvrijheid	138
3.6	Conclusie	140

Hoofdstuk 4	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Engeland	143
--------------------	---	------------

4.1	Inleiding	143
4.2	Preventieve herstructurering buiten een scheme of een cva	144
4.3	Scheme of arrangement	147
4.3.1	Doel en inhoud	149
4.3.2	Aanvang van de procedure	150
4.3.3	Stemklassen	152
4.3.4	Stemming over het akkoord	156
4.3.5	Out of the money schuldeisers en aandeelhouders stemmen ook mee	158
4.3.6	Homologatie van het akkoord	163
4.3.7	Gevolgen van een gehomologeerde scheme	166
4.3.8	Rechtsmiddelen	166
4.3.9	Aandeelhoudersrechten	167
4.3.10	Tussenconclusie scheme	169
4.4	Hervormingen: A Review of the Corporate Insolvency Framework	170
4.5	Company voluntary arrangement	173
4.5.1	Aanvang van de procedure	174
4.5.2	Stemming over het akkoord	176
4.5.3	Rechtsmiddelen	178
4.5.4	Aandeelhoudersrechten	180
4.5.5	Tussenconclusie cva	181
4.6	Conclusie	181

Hoofdstuk 5	Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Duitsland	183
--------------------	--	------------

5.1	Inleiding	183
5.2	Preventieve herstructurering buiten een insolventieprocedure	184
5.3	Ontwikkelingen in de Duitse wetgeving	188
5.3.1	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)	189
5.3.2	Evaluatie ESUG	191
5.3.3	Implementatie richtlijn betreffende herstructurering en insolventie	192
5.4	Insolvenzplanverfahren	193
5.4.1	Doel en inhoud	194
5.4.2	Aanvang van de procedure	195

5.4.2.1	Opening van een insolventieprocedure	195
5.4.2.2	(Vorläufige) Eigenverwaltung	197
5.4.2.3	Schutzschirm	198
5.4.2.4	Insolvenzplanverfahren	200
5.4.3	Stemklassen	202
5.4.4	Stemming over het akkoord	205
5.4.5	Homologatie van het akkoord	207
5.4.6	Obstruktionsverbot	209
5.4.6.1	Vereiste 1: best interest test	210
5.4.6.2	Vereiste 2: passende aanspraak op de economische waarde (APR)	212
5.4.6.3	Vereiste 3: meerderheid van voorstemmende stemklassen	214
5.4.6.4	De vennootschap en het Obstruktionsverbot	215
5.4.7	Gevolgen van een gehomologeerd akkoord	215
5.4.8	Rechtsmiddelen	216
5.4.9	Aandeelhoudersrechten	217
5.4.9.1	Vennootschapsrechtelijke toelaatbare regeling	218
5.4.9.2	Voorbeelden van vennootschapsrechtelijke toelaatbaarheid	221
5.4.9.3	Formele vereisten: vennootschapsrecht versus insolventierecht	223
5.4.9.4	De algemene vergadering gedurende de akkoordprocedure	225
5.4.9.5	Het opleggen van verplichtingen	226
5.5	Conclusie	226
Hoofdstuk 6 Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Nederland		229
6.1	Inleiding	229
6.2	Preventieve herstructurering buiten een preventieve herstructureringsprocedure: noodzaakfinanciering	230
6.2.1	Vereisten voor noodzaakfinanciering	231
6.2.2	Redelijkheid en billijkheid als grondslag	233
6.2.3	Noodzaakfinanciering en artikel 1 EP EVRM	235
6.3	Onderhands schuldeisersakkoord	237
6.4	Surseance van betaling	238
6.4.1	Surseanceakkoord	240
6.5	Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA)	242
6.5.1	Doel en inhoud	243
6.5.2	Aanvang van de procedure	247
6.5.2.1	Insolventie criterium	248
6.5.2.2	Bestuur als aanbieder	249

6.5.2.3	Herstructureringsdeskundige als aanbieder	252
6.5.2.4	Debtor in possession	256
6.5.2.5	Vroegtijdige beslissingen tijdens de onderhandelingen over een akkoord	257
6.5.2.6	Waarborgen van belangen van schuldeisers en aandeelhouders gedurende de akkoordprocedure	258
6.5.3	Stemklassen	260
6.5.4	Stemming over het akkoord	265
6.5.5	Homologatie van het akkoord	269
6.5.6	Beroep op algemene en aanvullende afwijzingsgronden	272
6.5.7	Algemene afwijzingsgronden	274
6.5.8	Aanvullende afwijzingsgronden bij tegenstemmende klasse(n)	279
6.5.8.1	Eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde	281
6.5.8.2	Eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde bezien vanuit de positie van aandeelhouders	284
6.5.8.3	Eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde: afwijken van de rangorde	289
6.5.8.4	De keuze voor een uitkering in contanten	295
6.5.9	Gevolgen van een gehomologeerd akkoord	298
6.5.10	Rechtsmiddelen	299
6.5.11	Aandeelhoudersrechten	301
6.5.11.1	Het wijzigen van aandeelhoudersrechten	302
6.5.11.2	Het wijzigen van aandeelhoudersrechten en een aandeelhoudersovereenkomst	305
6.5.11.3	Het wijzigen van aandeelhoudersrechten die (nog) niet zijn verbonden aan een aandeel	308
6.5.11.4	Besluiten van de algemene vergadering	309
6.5.11.5	Het opleggen van verplichtingen	320
6.5.12	Conclusie	322
Hoofdstuk 7	Samenvatting en conclusies	325
7.1	Hoofdstuk 1 – Inleiding	325
7.2	Hoofdstuk 2 – De positie van aandeelhouders in een besloten vennootschap	326
7.3	Hoofdstuk 3 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: het Europese kader	327
7.4	Hoofdstuk 4 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Engeland	329
7.5	Hoofdstuk 5 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Duitsland	330
7.6	Hoofdstuk 6 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Nederland	331

Chapter 8	Summary and conclusions	337
8.1	Chapter 1 – Introduction	337
8.2	Chapter 2 – The position of shareholders in a private limited company	338
8.3	Chapter 3 – Shareholders and preventive restructurings: the European framework	339
8.4	Chapter 4 – Shareholders and preventive restructurings: England	340
8.5	Chapter 5 – Shareholders and preventive restructurings: Germany	341
8.6	Chapter 6 – Shareholders and preventive restructurings: the Netherlands	342
	Afkortingen	347
	Literatuurlijst	351
	Jurisprudentielijst	375
	Trefwoordenregister	381

Hoofdstuk 1

INLEIDING

1.1 Onderwerp en aanleiding

Aandeelhouders hebben in faillissement niet veel in de melk te brokkelen. Hoewel de algemene vergadering als orgaan blijft bestaan tot aan de ontbinding van de vennootschap – en ook na de ontbinding voor zover dit voor de vereffening van het vermogen nodig is – heeft zij in faillissement geen bevoegdheden meer ten aanzien van het vennootschapsvermogen.¹ Buiten faillissement komt aandeelhouders daarentegen wel een zeggenschapspositie in de vennootschap toe ten aanzien van het vermogen. Problematisch wordt die zeggenschapspositie wanneer aandeelhouders niet instemmen met besluiten van de algemene vergadering die noodzakelijk zijn om een dreigend faillissement van de vennootschap met een levensvatbare onderneming af te wenden. Denk aan een besluit tot aandelenemissie of tot uitsluiting van het voorkeursrecht, zodat het mogelijk is schulden om te zetten in aandelen (*debt for equity swap*).

De sterke positie van aandeelhouders in de schemerzone voor faillissement roept vragen op. Waarom kunnen aandeelhouders een herstructurering tegenhouden, terwijl zij in faillissement *de facto* niets te zeggen hebben? Aandeelhouders hebben in wezen geen economisch belang: hun aandelen zijn vrijwel niets waard wanneer de vennootschap dusdanig financiële problemen heeft dat zonder herstructurering een faillissement zal volgen. In faillissement hebben zij in de regel überhaupt geen economisch belang meer. Aandeelhouders hebben na het einde van het faillissement slechts recht op het liquidatiesaldo dat eventueel resteert nadat de schuldeisers zijn voldaan.² Vennootschappen met een levensvatbare onderneming kunnen onnodig failliet gaan als aandeelhouders een herstructurering frustreren. In de jurisprudentie wordt daarom aangenomen – onder de noemer van noodzaakfinanciering – dat

1 Zie hierover bijv. Kortmann 1988.

2 Art. 2:23b BW.

aandeelhouders een besluit tot aandelenemissie of uitsluiting van het voorkeursrecht onder omstandigheden niet mogen tegenhouden.³

In Nederland ontbreekt vooralsnog een wettelijke procedure die ziet op het direct of indirect wijzigen van aandeelhoudersrechten wanneer een vennootschap met een levensvatbare onderneming failliet dreigt te gaan.⁴ Met de komst van de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA) zal dit veranderen.⁵ Het wetsvoorstel ligt sinds juli 2019 bij de Tweede Kamer. De WHOA is onderdeel van het wetgevingsprogramma Herijking Faillissementsrecht dat in 2012 door de minister werd aangekondigd.⁶ Onder de WHOA is het mogelijk een dwangakkoord ter herstructurering van schulden op te leggen aan schuldeisers én aandeelhouders wanneer redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap niet met het betalen van haar schulden zal kunnen voortgaan. De WHOA betreft een zogenoemde preventieve herstructureringsprocedure.⁷ Onder een preventieve herstructurering versta ik het vroegtijdig – bij een dreigende insolventie⁸ – herstructureren van schulden van de vennootschap. Een succesvolle preventieve herstructurering tracht de opening van een formele insolventieprocedure die kan eindigen in de vereffening van het vermogen van de vennootschap te voorkomen. Een succesvolle herstructurering binnen een dergelijke formele procedure is minder kansrijk, aangezien de procedure is omgeven met het stigma van insolventie.⁹

De term preventieve herstructurering is ontleend aan de Europese richtlijn betreffende herstructurering en insolventie die in juli 2019 in werking is getreden.¹⁰ Lidstaten hebben in beginsel tot 17 juli 2021 de tijd de Richtlijn te implementeren.

3 O.a. HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*), HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*) en Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ7369, *JOR* 2011/288 (*Rhodes*).

4 Een directe wijziging is bijvoorbeeld een wijziging van het dividendrecht dat is verbonden aan een aandeel. Een aandelenverwatering is een voorbeeld van een indirecte wijziging.

5 *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 1-3 (Wijziging van de Faillissementswet in verband met de invoering van de mogelijkheid tot homologatie van een onderhands akkoord). Zie de inleiding van par. 6.5 voor een overzicht van de wetsgeschiedenis van de WHOA.

6 *Kamerstukken II* 2012/13, 29 911, nr. 74.

7 De WHOA zal onderdeel worden van de Faillissementswet (art. 369-387 Fw). De term ‘pre-insolventieakkoord’, die in de literatuur ook wel voorkomt, is een synoniem voor een preventief herstructureringsakkoord.

8 Onder insolventie versta ik dat de vennootschap haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen.

9 O.a. Siemon 2016, p. 59-60 en Bork 2018, p. 504.

10 Richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie).

De Nederlandse wetgever beoogt met de WHOA aan te sluiten bij de Richtlijn.¹¹ De Richtlijn zal door Nederland uiteindelijk (strikt) worden geïmplementeerd in de surseanceakkoordregeling, waarvoor de wetgever een afzonderlijk wetsvoorstel zal opstellen.¹² Omwille van de leesbaarheid wordt in dit onderzoek over de WHOA geschreven alsof deze reeds in werking is getreden.

Tot dusver bestaat weinig aandacht voor de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures. De Richtlijn noch het wetsvoorstel gaat hier diep op in. Ook de literatuur ter zake laat aandeelhouders doorgaans onbesproken.¹³ Een verklaring hiervoor is dat vooral vanuit een insolventierechtelijk perspectief wordt gekeken naar de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures. Aandeelhouders zijn doorgaans *out of the money* wanneer zij betrokken zijn bij een preventieve herstructureringsprocedure op basis van hun rang bij verhaal op het vermogen van de vennootschap geen uitkering ontvangen van de reorganisatiewaarde (de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd).¹⁴ Het adagium is dan simpel. Aandeelhouders mogen een herstructurering niet dwarsbomen: “If you have the assent to the scheme of all those classes who have an interest in the matter, you ought not to consider the votes of those classes who have really no interest at all.”¹⁵

Deze insolventierechtelijke kijk op de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures volstaat niet. De vennootschap wordt immers bij een preventieve herstructurering niet ontbonden. De algemene vergadering en aandeelhouders behouden hun bevoegdheden respectievelijk rechten. Het vennootschapsrecht blijft relevant. Een akkoord is geen vrijbrief om aandeelhoudersrechten zonder meer te wijzigen of aandeelhouders uit de vennootschap te werken. Het aanbrengen van wijzigingen moet nodig zijn om de herstructurering van de schulden van de vennootschap te kunnen realiseren.

11 *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 4.

12 *Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3. Bij een implementatie van een richtlijn worden geen andere regels opgenomen in de implementatieregeling dan voor de implementatie noodzakelijk zijn (zie aanwijzing 9.4 Aanwijzingen voor de regelgeving). De wetgever wilde met de WHOA niet gebonden zijn aan een dergelijke zuivere implementatie.

13 De themanummers over de WHOA (oktober 2019) van het Tijdschrift voor Ondernemingsrecht (afl. 5) en het Tijdschrift financiering, zekerheden en insolventierechtpraktijk (nr. 6) gaan nauwelijks tot niet in op de positie van aandeelhouders.

14 Aandeelhouders kunnen ook *out of the money* zijn bij de waardering van de onderneming bij een liquidatie (in of buiten faillissement). Zij ontvangen dan geen uitkering van de liquidatiewaarde. Wanneer de reorganisatiewaarde niet hoger is dan de liquidatiewaarde is een herstructurering niet zinvol. Zie Tollenaar 2016, par. 3.4.3.3 en Van den Berg 2019, par. 3.4 over de reorganisatiewaarde. In het navolgende hanteer ik de term *out of the money* in het kader van de reorganisatiewaarde, tenzij anders is aangegeven.

15 Vaughan Williams LJ in *re Tea Corporation Ltd* (1904) 1 Ch 12.

Kortom, de positie van aandeelhouders onder de WHOA verdient een nadere analyse vanuit een (meer) vennootschapsrechtelijk perspectief.¹⁶ Dit onderzoek brengt het spanningsveld tussen het vennootschapsrecht en het ‘herstructureringsrecht’ in kaart. Het schetst niet alleen de positie van aandeelhouders bij een preventieve herstructureringsprocedure, maar behandelt ook in hoeverre aandeelhouders op basis van het vennootschapsrecht hun aandeelhoudersrechten mogen blijven uitoefenen.

1.2 Doelstelling en onderzoeksvraag

Dit proefschrift analyseert de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringen, in het bijzonder onder de WHOA. De hoofdvraag luidt als volgt: wat is de positie van aandeelhouders onder de WHOA, mede in vergelijking tot de positie van aandeelhouders onder de Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures? Onder ‘positie’ versta ik naast aandeelhoudersrechten en de grenzen aan de uitoefening ervan onder het reguliere vennootschapsrecht, ook de rechten die aandeelhouders aan de WHOA (en de buitenlandse procedures) kunnen ontleen. Het gaat bijvoorbeeld om de vraag of aandeelhouders een besluit tot een aandelenemissie kunnen tegenhouden, maar ook om de vraag wanneer aandeelhouders stemmen over een akkoord.

De hoofdvraag beantwoord ik aan de hand van een drietal deelvragen. Teneinde de positie van aandeelhouders onder de WHOA te kunnen duiden vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief, is het nodig hun positie onder het vennootschapsrecht uiteen te zetten. De eerste deelvraag is derhalve: wat is de positie van aandeelhouders onder het Nederlandse recht, in het bijzonder welke rechten mogen aandeelhouders (al dan niet in de algemene vergadering) uitoefenen en welke grenzen ondervinden aandeelhouders bij de uitoefening van hun rechten? Deze deelvraag komt aan de orde in hoofdstuk 2.

De tweede deelvraag ziet op de Europese regelgeving die de Nederlandse wetgever in acht moet nemen: wat is het Europese kader voor een preventieve herstructureringsprocedure? In hoofdstuk 3 behandel ik deze deelvraag.

16 Zie de diss. van Tollenaar (2016) en Mennens (2020) over het pre-insolventieakkoord in brede zin.

De derde en laatste deelvraag ziet op buitenlands recht: wat is de positie van aandeelhouders bij Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures en op welke wijze biedt het Engelse en Duitse recht inspiratie voor het Nederlandse recht?¹⁷ Deze deelvraag wordt in de hoofdstukken 4, 5 en 6 behandeld.

1.3 Opzet

1.3.1 Methode

Dit proefschrift neemt het positieve recht tot uitgangspunt. Ik beschrijf en analyseer het geldend en komend recht aan de hand van wet- en regelgeving, parlementaire stukken, rechtspraak en literatuur. Waar nodig doe ik voorstellen tot verbetering. Aangezien Nederland met de komst van de WHOA voor het eerst een preventieve herstructureringsprocedure zal hebben waarbij aandeelhouders zijn betrokken, is een belangrijk onderdeel van dit proefschrift een vergelijking met buitenlandse rechtstelsels die een dergelijke procedure reeds kennen. De uitkomsten van het rechtsvergelijkend onderzoek heb ik door middel van interviews getoetst bij Engelse en Duitse herstructureringsexperts.

1.3.2 Rechtsvergelijking

Engeland en Duitsland kennen al langer, reeds voorafgaand aan de Richtlijn, een preventieve herstructureringsprocedure waarin ook aandeelhouders kunnen worden betrokken. Een analyse van het Engelse en Duitse recht maakt daarom onderdeel uit van dit onderzoek. De rechtsvergelijking dient ter lering en inspiratie voor het Nederlandse recht. Doel hiervan is niet alleen een beter begrip en verklaring van het Nederlandse recht, maar tevens het laten zien en beoordelen van alternatieven. De vergelijking ziet zowel op het vennootschapsrecht als de preventieve herstructureringsprocedures.

Het Engelse recht is vooral interessant omdat veel elementen van de Engelse *scheme of arrangement (scheme)* zijn terug te vinden in de WHOA en de Richtlijn.¹⁸ Een uiteenzetting van het Engelse recht leidt derhalve tot een beter begrip van de WHOA, zowel wat betreft haar achtergronden als de interpretatie. Bovendien is

¹⁷ Strikt genomen kent Duitsland geen preventieve herstructureringsprocedure aangezien de akkoordprocedure plaatsvindt binnen een formele insolventieprocedure die kan eindigen in de vereffening van het vermogen van de vennootschap. Het is wel mogelijk vroegtijdig – voorafgaand aan de definitieve opening van de insolventieprocedure – een akkoord voor te bereiden (zie hfst. 5).

¹⁸ O.a. Payne 2018, p. 463 en *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 3, p. 4. Ook elementen uit de Amerikaanse *Chapter-11* procedure zijn terug te vinden in de Richtlijn. Ik besteed daarom zijdelings aandacht aan het Amerikaanse recht. De focus van het onderzoek ligt op Europese regelgeving.

met de *scheme* al decennia ervaring opgedaan. De *scheme* wordt zelfs door niet-Engelse vennootschappen gebruikt om zich preventief te herstructureren. Daarnaast wordt de *company voluntary arrangement (cva)* onderzocht. Dit is de andere preventieve herstructureringsprocedure in Engeland.¹⁹ Ten slotte laat een vergelijking met het Engelse recht een contrast zien: over de plaats van aandeelhouders in de vennootschap wordt in Engeland anders gedacht dan in Nederland. Opgemerkt zij dat zowel solvende als insolvente vennootschappen gebruik kunnen maken van de Engelse procedures. Dit onderzoek richt zich echter alleen op vennootschappen in financiële moeilijkheden die hun opeisbare schulden nog kunnen voldoen.

Een rechtsvergelijking met het Duitse recht is om andere redenen nuttig. De Duitse akkoordprocedure is in 2012 grondig herzien. Sinds de herziening is het mogelijk aandeelhouders te binden aan een akkoord. De Duitse wetgever heeft destijds geen zelfstandige preventieve herstructureringsprocedure ingevoerd, maar heeft een vroegtijdige herstructureringsmogelijkheid ontwikkeld binnen de bestaande insolventieprocedure. Met een zogenoemd *Schutzschirm* kan een vennootschap in stilte een akkoord voorbereiden. Een verzoek tot de opening van een insolventieprocedure is hiervoor wel vereist, maar de behandeling daarvan kan worden uitgesteld. Duitsland kent één uniforme insolventieprocedure waarvan de opening kan worden verzocht door zowel insolvente vennootschappen als vennootschappen met een dreigende betalingsonmacht (*drohende Zahlungsunfähigkeit*).²⁰ Voorts spreekt voor een rechtsvergelijking met Duitsland dat in de Duitse literatuur en wetgeving veel aandacht wordt besteed aan de positie van aandeelhouders gedurende de akkoordprocedure.

1.4 Afbakening

1.4.1 Besloten vennootschappen

Dit onderzoek ziet op (niet-beursgenoteerde) enkelvoudige²¹ besloten vennootschappen (BV's).²² Dwarsliggende aandeelhouders spelen in het bijzonder een rol bij besloten vennootschappen, die veelal besloten verhoudingen kennen.²³ Aandeelhouders van dergelijke vennootschappen kunnen doorgaans veel juridische en feitelijke

19 De *scheme* en de *cva* kunnen plaatsvinden binnen *administration*. *Administration* is een insolventieprocedure die gericht is op het voortbestaan van de onderneming. Aangezien die procedure geen speciale instrumenten voor herstructurering binnen dezelfde entiteit kent, laat ik haar buiten beschouwing. Zie ook Bork 2012, p. 57.

20 Zie uitgebreid par. 5.4.2 over de insolventiecriteria.

21 Onder de WHOA kunnen ook de schulden van concernvennootschappen worden geherstructureerd, zie art. 372 Fw.

22 Specifieke regelgeving voor financiële instellingen blijft buiten beschouwing.

23 Een niet-beurs NV kan overigens ook besloten verhoudingen kennen (en een BV ook meer open verhoudingen).

invloed uitoefenen op het beleid van de vennootschap en daarmee een preventieve herstructurering frustreren. Dit is minder het geval bij naamloze (beurs)vennootschappen (NV's).²⁴ Ook vanuit rechtsvergelijkend perspectief ligt de keuze voor de BV voor de hand. Het recht met betrekking tot naamloze (beurs)vennootschappen is in zekere mate geharmoniseerd door EU-regelgeving. Dit maakt een rechtsvergelijking met NV's minder interessant.

De Engelse private limited company (Ltd) en de Duitse Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) zijn de equivalenten van de Nederlandse BV.²⁵ De rechtsvergelijking ziet derhalve op die rechtsvormen.

1.4.2 Herstructurering van schulden binnen dezelfde juridische entiteit

In dit onderzoek staat een preventieve herstructurering binnen dezelfde juridische entiteit centraal. Dit neemt niet weg dat bij een preventieve herstructurering de onderneming ook kan worden verkocht aan een derde (een *going concern sale*) en bijvoorbeeld juridische fusie of splitsing ook mogelijk is. Wanneer niet alleen sprake is van financiële problemen bij de vennootschap kan bijvoorbeeld een *going concern sale* meer voor de hand liggen. Een *going concern sale* kan doorgaans sneller en goedkoper plaatsvinden in vergelijking tot een preventieve herstructureringsprocedure.²⁶ Herstructurering met behoud van de juridische entiteit kan daarentegen gewenst zijn wanneer de vennootschap bepaalde juridische aanspraken heeft die essentieel zijn voor de onderneming.²⁷ Denk aan licenties, certificaten en gunstige langetermijncontracten die niet kunnen worden overgedragen.

Voorts ligt de focus van dit onderzoek op het herstructureren van schulden van de vennootschap.²⁸ In de kern komt dit neer op het wijzigen van bestaande (en toekomstige) financiële verplichtingen, bijvoorbeeld door uitstel of kwijtschelding en het genereren van additionele liquiditeit.²⁹ Bedrijfsoperationele herstructurering, dat ziet op herstructurering van de bedrijfsactiviteiten, blijft buiten beschouwing. Hieronder valt bijvoorbeeld de verkoop van activa, de verkoop van winstgevendende activa die niet tot de normale bedrijfsvoering horen, het verbeteren van het verkoopproces of het verlagen van overheadkosten.³⁰

24 Het aantal NV's is ook klein in verhouding tot het aantal BV's: er zijn 3638 NV's en 953.911 BV's (cijfers KvK geraadpleegd 1 juli 2019).

25 De (bepalingen uit de) Companies Act 2006 en het GmbH-Gesetz zijn de equivalenten van (de BV-bepalingen uit) Boek 2 BW. Internationaal privaatrechtelijke aspecten blijven buiten beschouwing in dit onderzoek.

26 Bork 2012, p. 14 en Eidenmüller 2017, p. 19.

27 Madaus 2011a, p. 753 en Bork 2012, p. 14.

28 Ook de WHOA richt zich vooral op het herstructureren van schulden.

29 Adriaanse 2005, p. 24-25 en Eidenmüller 2017, p. 13.

30 Zie Adriaanse 2005, par. 2.4.1 voor een uitgebreide beschrijving van bedrijfsoperationele herstructureringen.

1.4.3 Positie van aandeelhouders

Dit onderzoek richt zich op de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures. Rechtsfiguren zoals de afkoelingsperiode en het wijzigen van lopende overeenkomsten en regels over nieuwe financiering komen derhalve slechts zijdelings aan bod. Daarover is reeds veel geschreven.³¹ Dit geldt eveneens voor de verschillende economische methoden voor het waarderen van een onderneming tijdens een preventieve herstructureringsprocedure.³² Ook deze blijven daarom grotendeels buiten beschouwing in dit onderzoek.

1.5 Plan van behandeling

Dit boek bevat zeven hoofdstukken. *Hoofdstuk 2* vormt de basis voor de daaropvolgende hoofdstukken. Het schetst de positie van aandeelhouders onder het vennootschapsrecht. In het bijzonder besteed ik aandacht aan de rechten verbonden aan een aandeel. Aandeelhouders kunnen door uitoefening van hun rechten invloed uitoefenen op het beleid van de vennootschap. Gelet op het onderwerp van dit onderzoek behandel ik de rechten die relevant kunnen zijn in het kader van een preventieve herstructurering. Tot slot onderzoek ik de vennootschapsrechtelijke grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten. In de hoofdstukken 4, 5 en 6 worden deze grenzen nader beoordeeld wanneer de vennootschap in financiële nood verkeert en een preventieve herstructurering aan de orde is.

In *hoofdstuk 3* staat de Europese regelgeving centraal. Het Europese raamwerk voor de Nederlandse regelgeving over preventieve herstructureringsprocedures wordt onderzocht. Na een korte schets van de Europese ontwikkelingen op het gebied van preventieve herstructureringsprocedures, bespreek ik de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie. Het preventieve herstructureringsstelsel dat de Richtlijn bevat, onderzoek ik op hoofdlijnen. De positie van aandeelhouders wordt daarentegen uitvoerig onderzocht. Tot slot ga ik in op de grenzen die artikel 1 EP EVRM stelt aan een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders in het kader van een preventieve herstructurering en op de negatieve verenigingsvrijheid.

In *hoofdstuk 4* komt het Engelse recht aan bod. Na een analyse van de omstandigheden waaronder buiten een preventieve herstructureringsprocedure om rechten van aandeelhouders tegen hun wil kunnen worden gewijzigd, worden de *scheme* en de *cva*, inclusief toekomstige hervormingen, onderzocht. Het betreft een uiteenzetting op hoofdlijnen voor zover het niet de positie van aandeelhouders betreft. Tot slot

³¹ Zie o.a. Tollenaar 2016, hfst. 8 en Verstijlen 2017.

³² Zie uitgebreid Van den Berg 2019.

onderzoek ik de uitoefening van aandeelhoudersrechten bij die procedures. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, geef ik aan in hoeverre de *scheme* en de *cva* afwijken van de WHOA en betoog ik welke onderdelen uit de Engelse procedures inspiratie bieden voor het Nederlandse recht.

Het Duitse recht behandel ik in *hoofdstuk 5*. In uitzonderlijke situaties mogen rechters in Duitsland ook buiten de akkoordprocedure uit de Insolvenzordnung om, op grond van het vennootschapsrecht, ingrijpen in de rechten van aandeelhouders. Deze mogelijkheid komt allereerst aan bod. Vervolgens zet ik de ontwikkelingen in de Duitse wetgeving uiteen en de verhouding tot de Richtlijn. Daarna wordt de akkoordprocedure in combinatie met een *Schutzschirm* onderzocht. De focus ligt daarbij op de positie van aandeelhouders binnen de procedure en de mogelijke wijziging van hun aandeelhoudersrechten. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, geef ik aan in hoeverre het Duitse recht afwijkt van de WHOA en betoog ik op welke punten het inspiratie biedt voor het Nederlandse recht.

In *hoofdstuk 6* onderzoek ik het Nederlandse recht. Hier wordt de onderzoeksvraag beantwoord. Ik bespreek allereerst de figuur van noodzaakfinanciering. Vervolgens komt de regeling van surseance van betaling kort aan bod. Aandeelhouders zijn weliswaar niet betrokken bij de surseanceakkoordregeling, maar het betreft wel een preventieve herstructureringsprocedure. De regeling van het surseanceakkoord zal tevens in overeenstemming worden gebracht met de Richtlijn.³³ Daarna onderzoek ik uitvoerig de WHOA, met de focus op de uitoefening van aandeelhoudersrechten onder het vennootschapsrecht en de positie van aandeelhouders bij die procedure. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, betoog ik welke onderdelen uit de Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures inspiratie bieden voor het Nederlandse recht.

Hoofdstuk 7 bevat de samenvatting en conclusies.

De tekst is afgesloten op 15 februari 2020. In een aantal gevallen zijn wetgevingsontwikkelingen en later verschenen literatuur of jurisprudentie nog verwerkt.

³³ *Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3.

Hoofdstuk 2

DE POSITIE VAN AANDEELHOUDERS IN EEN BESLOTEN VENNOOTSCHAP

2.1 Inleiding

Aandeelhouders van een besloten vennootschap kunnen met hun aandeelhoudersrechten vergaande invloed uitoefenen binnen de vennootschap. Daarbij mogen zij in beginsel hun eigen belang nastreven. Dit uitgangspunt kan problemen opleveren wanneer het financieel slecht gaat met de vennootschap. Een botsing tussen de belangen van aandeelhouders, de belangen van de bij de vennootschap betrokken overige *stakeholders*, zoals schuldeisers, en de belangen van de vennootschap, is dan vrijwel onontkoombaar. De vraag rijst in welke gevallen de aandeelhouders moeten wijken, ofwel wanneer zij in de uitoefening van hun rechten worden beperkt omwille van de belangen van de vennootschap en de andere betrokkenen. Dit hoofdstuk ziet op het vennootschapsrecht. Hoe laat de rol van de aandeelhouder in het vennootschapsrecht zich omschrijven, welke rechten komen de aandeelhouders toe en welke grenzen stelt het vennootschapsrecht aan de uitoefening van die rechten? Het Engelse en Duitse recht inzake de Ltd respectievelijk GmbH wordt daarbij geïntegreerd behandeld.

In twee opzichten legt dit hoofdstuk de basis voor de hoofdstukken die volgen. Allereerst zal in de latere hoofdstukken worden voortgebouwd op de in dit hoofdstuk gegeven beschrijving van de positie van aandeelhouders, hun rechten en de daaraan gestelde grenzen naar geldend vennootschapsrecht. Daarnaast komt in de volgende hoofdstukken de verhouding tussen het vennootschapsrecht en het ‘herstructureeringsrecht’ aan bod.

De opbouw van dit hoofdstuk is als volgt. Allereerst ga ik in op de positie van de aandeelhouder die deel uitmaakt van de algemene vergadering (par. 2.2). Vervolgens bespreek ik een vijftal juridische en rechtseconomische kwalificaties van aandeelhouders (par. 2.3). In paragraaf 2.4 komen de meest voorkomende typen aandeelhouders aan bod. De aandeelhoudersrechten passeren de revue in de paragrafen 2.5 en 2.6, maar gezien het onderwerp van dit onderzoek alleen voor zover deze relevant kunnen zijn bij een preventieve herstructurering(sprocedure). Tot slot onderzoek ik de vennootschapsrechtelijke grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten

(par. 2.7). In de hoofdstukken 4, 5 en 6 worden deze grenzen nader beoordeeld wanneer de vennootschap in financiële nood verkeert en een preventieve herstructurering aan de orde is.

2.2 Aandeelhouder als lid van de algemene vergadering

In deze paragraaf staat de positie van aandeelhouders als lid van de algemene vergadering centraal. Bij wijze van inleiding zal ik hierna eerst kort stilstaan bij de verschillende vennootschapsorganen, hun rol en onderlinge verhouding. De positie van aandeelhouders staat immers niet op zichzelf, maar heeft een plaats binnen de *corporate governance* van vennootschappen. De paragraaf eindigt met een uiteenzetting van het *stakeholder* en *shareholder* model. Dit zijn *corporate governance* modellen die mede invulling geven aan de positie van aandeelhouders binnen een vennootschap. Bestaat een vennootschap enkel voor aandeelhouders (*shareholder* model) of spelen ook andere belangen dan die van aandeelhouders een rol (*stakeholder* model)?

2.2.1 Vennootschapsorganen

Iedere vennootschap heeft ten minste twee vennootschapsorganen, te weten de algemene vergadering en het bestuur. Daarnaast kan in Nederland en Duitsland een raad van commissarissen zijn ingesteld, tenzij voor een *one-tier board* is gekozen.¹ Een *one-tier board* bestaat uit uitvoerende bestuurders (*executive directors*) en niet-uitvoerende bestuurders (*non-executive directors*). Engeland kent alleen een *one-tier board*. In Nederland bestaat sinds 2013, voor zowel de NV als de BV, de keuzemogelijkheid voor een *one-tier board* als alternatief voor een *two-tier board*.² In de praktijk maken GmbH's en BV's weinig gebruik van de *one-tier board*.³ Overigens is in Nederland en Duitsland de instelling van een raad van commissarissen soms verplicht.⁴

2.2.2 Onderlinge verhouding tussen vennootschapsorganen

Hoe verhouden de vennootschapsorganen zich tot elkaar? De taak en de rol van de raad van commissarissen of niet-uitvoerende bestuurders binnen de vennootschap is in Nederland, Engeland en Duitsland op hoofdlijnen gelijk. De raad van commissarissen houdt toezicht op de taakuitoefening van de bestuurders (en hun verhouding met

¹ Art. 2:250 lid 2 BW en §52 GmbHG.

² Art. 2:129a/239a BW.

³ Roth 2013, p. 280 en Boschma e.a. 2018, p. 41.

⁴ Bij een GmbH is een raad van commissarissen verplicht wanneer meer dan 500 werknemers werkzaam zijn bij de vennootschap, zie §1 lid 1 sub 3 DrittelbG jo. §6 lid 1 MitbestG jo. §1 lid 1 sub 1 MitbestG. In Nederland is bij een structuurvennootschap een raad van commissarissen verplicht, zie art. 2:268 lid 1 BW.

aandeelhouders) en geeft advies.⁵ De taak van niet-uitvoerende bestuurders omvat meer dan alleen toezicht houden en adviseren aangezien zij tezamen met de uitvoerende bestuurders – het dagelijks bestuur – deel uitmaken van het bestuur.⁶ Evenals de uitvoerende bestuurders zijn de niet-uitvoerende bestuurders in beginsel verantwoordelijk voor het gevoerde beleid en de genomen besluiten.⁷

Interessanter is de verhouding tussen de algemene vergadering en het bestuur. Deze loopt in de onderzochte landen uiteen. Ik bespreek deze onderlinge verhouding hierna per land.

Nederland

De bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering en het bestuur is in Nederland alleen op hoofdlijnen (dwingendrechtelijk) geregeld. De algemene taak die is opgedragen aan het bestuur is, kort gezegd, het besturen van de vennootschap.⁸ Dit is terug te vinden in artikel 2:239 BW: “Behoudens beperkingen volgens de statuten is het bestuur belast met het besturen van de vennootschap.” De wet kent aan de algemene vergadering specifieke bevoegdheden toe. Zo is in artikel 2:231 BW de algemene vergadering de bevoegdheid toegekend de statuten te wijzigen, die de inrichting van de vennootschap voor een belangrijk deel bepalen.⁹ Soms kennen de statuten de algemene vergadering aanvullende bevoegdheden toe, zoals een instructierecht.¹⁰ Tot slot heeft de algemene vergadering een restbevoegdheid: artikel 2:217 lid 1 BW kent haar alle bevoegdheden toe die niet bij de wet of de statuten zijn toegekend aan het bestuur of aan anderen. De bevoegdheden die wettelijk of statutair toekomen aan de algemene vergadering (of aan de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) komen verder aan bod in de paragrafen 2.5-2.6.

Het bestuur oefent zijn taak autonoom uit.¹¹ Dit betekent dat het bestuur in beginsel zelfstandig de vennootschap bestuurt en het bestuur daarbij beleidsvrijheid toekomt. De statuten van een vennootschap kunnen echter beperkingen op de

5 Voor Nederland: zie art. 2:250 lid 2 BW. Voor Duitsland: zie §52 GmbHG jo. §111 lid 1 AktG.

6 O.a. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/438.

7 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 763, nr. 3, p. 8. Een individuele niet-uitvoerende bestuurder kan trachten zich te disculperen. Een verdere bespreking van de taak van niet-uitvoerende bestuurders laat ik achterwege. In de Companies Act 2006 wordt zelfs geen onderscheid gemaakt tussen niet-uitvoerende bestuurders en uitvoerende bestuurders.

8 Wat precies ‘besturen’ omvat, gaat dit onderzoek te buiten. Zie bijv. Koelemeijer 1999, p. 196-197 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/110 voor een verdere invulling van het begrip besturen.

9 Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/1 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/3.

10 Art. 2:239 lid 4 BW.

11 O.a. Assink/Slagter 2013, p. 993, Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/190 en HR 21 januari 1955, ECLI:NL:HR:1955:AG2033, *NJ* 1959/431 (*Forumbank*).

bestuursautonomie aanbrengen. Voorbeelden van beperkingen zijn het toekennen van een algemeen of specifiek instructierecht, of een goedkeuringsrecht ten aanzien van bestuursbesluiten, aan de algemene vergadering of aan een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.

Engeland

In de Companies Act 2006 is geen *general statement* opgenomen ten aanzien van de bevoegdheden van de algemene vergadering of de taak van het bestuur van een Ltd.¹² Een en ander staat wel in de *Model Articles*, de standaard statutaire bepalingen die gelden wanneer een vennootschap geen statuten heeft geregistreerd of niet voor andere statutaire bepalingen heeft gekozen.¹³ Zo zijn in deel drie en vier van de *Model Articles* concrete bevoegdheden van de algemene vergadering opgenomen. Over de bestuurstaak zeggen de *Model Articles* het volgende: "Subject to the articles, the directors are responsible for the management of the company's business, for which purpose they may exercise all the powers of the company."¹⁴ Doordat de bevoegdheidsverdeling niet in de Companies Act 2006 staat, bepalen de statuten de bevoegdheidsverdeling.¹⁵ De bevoegdheidsverdeling kan vanwege deze inrichtingsvrijheid per vennootschap zeer verschillen. Veel vennootschappen kiezen de *Model Articles* als uitgangspunt en combineren deze met een aantal specifieke wijzigingen.¹⁶

In theorie bepalen aandeelhouders in Engeland de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de algemene vergadering aangezien de aandeelhouders besluiten over de wijziging van de statuten.¹⁷ Een wijziging van de statuten geschiedt door de algemene vergadering met een meerderheid van 75 procent van de stemgerechtigden.¹⁸ De algemene vergadering mag volgens de *Model Articles* met eenzelfde stemmeerderheid onbeperkt instructies geven aan het bestuur ten aanzien van (een) specifieke handelingen.¹⁹ Het ligt echter niet voor de hand dat aandeelhouders hier gebruik van maken tegen de wensen van het bestuur in.²⁰ Aandeelhouders die het oneens zijn met de koers die het bestuur voert, kunnen namelijk eenvoudiger het bestuur ontslaan, althans daarmee dreigen.²¹ De algemene vergadering neemt een ontslagbesluit met (slechts) een normale stemmeerderheid.²²

12 Kershaw 2012, p. 191.

13 S.20 CA 2006.

14 S.3 schedule 1 en 3 Model Articles.

15 Koelemeijer 1999, p. 202 en Davies & Worthington 2016, p. 356.

16 Davies & Worthington 2016, p. 60.

17 Davies 2010, p. 108, Davies & Worthington 2016, p. 356 en Mayson, French & Ryan 2016, p. 428.

18 S.21 CA 2006 jo. s.283 CA 2006.

19 S.4 schedule 1 en 3 Model Articles.

20 Zie Mayson, French & Ryan 2016, p. 468.

21 Davies & Worthington 2016, p. 360.

22 S.168 CA 2006.

In Engeland ligt veel macht dus bij de aandeelhouders, meer dan in Nederland waar op hoofdlijnen de bevoegdheden van en de verdeling tussen het bestuur en de algemene vergadering dwingend in de wet zijn opgenomen. Het onderstreept de aandeelhoudersgedreven cultuur van Engelse ondernemingen, zoals die ook in het navolgende naar voren zal komen.²³

Duitsland

De onderlinge verhoudingen tussen de vennootschapsorganen kunnen in Duitsland grotendeels worden geregeld in de statuten (zogenaamde *Satzungsautonomie*). Dwingendrechtelijke bevoegdheden voor de algemene vergadering bestaan nauwelijks en voor zover ze bestaan, hebben ze alleen betrekking op de structuur van de vennootschap.²⁴ De GmbH kent aldus meer inrichtingsvrijheid voor aandeelhouders dan de BV. In Engeland is in feite door het ontbreken van wettelijke bevoegdheden weer meer vrijheid dan in Duitsland, maar dit moet worden gerelativeerd omdat vennootschappen in de praktijk doorgaans de *Model Articles* als uitgangspunt kiezen.²⁵

Voorts staat het bestuur, in tegenstelling tot Nederland, in een ondergeschikte in plaats van nevengeschikte verhouding tot de algemene vergadering.²⁶ Naar buiten toe treedt het bestuur op als vertegenwoordiger van de vennootschap, maar intern vormen de aandeelhouders het hoogste vennootschapsorgaan van een GmbH, “das oberstes Willensbildungsorgan.”²⁷ De algemene vergadering heeft grote invloed op het bestuur en het reilen en zeilen van de vennootschap, vooral doordat aandeelhouders de – vrijwel onbegrensde – bevoegdheid hebben specifieke instructies aan het bestuur te geven en het bestuur deze aanwijzingen dient op te volgen.²⁸

2.2.3 Shareholder model en stakeholder model

De onderlinge verhouding tussen de vennootschapsorganen en daarmee samenhangend de macht van de algemene vergadering betreft de *corporate governance* van een vennootschap. *Corporate governance* is, kort gezegd, het geheel van regels aangaande hoe vennootschappen worden bestuurd en het toezicht daarop. Het functioneren van de vennootschapsorganen staat hierbij centraal.²⁹ Twee *corporate governance*

23 Davies & Worthington 2016, p. 356. Zie verder par. 2.2.3.

24 Klaassen 2007, p. 63.

25 Davies & Worthington 2016, p. 60.

26 Bijv. Hücke 1996, p. 65 en Julia 2004, p. 2. Het bestuur van een AG heeft daarentegen een zeer autonome positie. Het bestuur hoeft geen instructies of aanwijzingen te dulden van andere vennootschapsorganen. Zie verder Koelemeijer 1999, p. 198 en Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2014, par. 6.1.

27 O.a. Michalski/Lenz 2017, GmbHG § 35 Rn. 2 en MüKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 45 Rn. 81.

28 §37 GmbHG jo. §47 GmbHG. Zie verder Koelemeijer 1999, p. 200. Zie par. 2.5.3.4 over het instructierecht.

29 Honée 2016, p. 311 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/32.

modellen zijn te onderscheiden. Onder het Rijnlandse (*stakeholder*) model dient het bestuur van de vennootschap rekening te houden met meer belangen dan enkel die van de aandeelhouders, terwijl onder het Anglo-Amerikaanse (*shareholder*) model de belangen van aandeelhouders voorop staan. De twee modellen komen hierna in grote lijnen aan bod.³⁰ De grenzen die aandeelhouders in Nederland, Engeland en Duitsland ondervinden bij de uitoefening van hun rechten zijn in grote mate terug te voeren op de modellen. Deze grenzen komen uitgebreid aan bod in paragraaf 2.7.

Het Rijnlandse model wordt traditioneel aangehangen in Nederland, evenals in Duitsland bij de Aktiengesellschaft (de Duitse naamloze vennootschap). De vennootschap wordt gezien als een samenwerkingsverband tussen alle *stakeholders* van de vennootschap.³¹ Een vennootschap bestaat niet enkel voor haar aandeelhouders. Het bestuur van de vennootschap moet ook belangen van andere *stakeholders* behartigen. Een *stakeholder* betekent niets anders dan een (direct of indirect) belanghebbende van de vennootschap: “any group or individual that can affect or is affected by the achievement of an organisation’s objectives.”³² In het kader van een preventieve herstructurering moet, naast de vennootschapsorganen en de leden daarvan, worden gedacht aan schuldeisers en werknemers. Zij in het bijzonder kunnen gevolgen ondervinden als de vennootschap ernstige financiële problemen heeft.

In Engeland, evenals de Verenigde Staten,³³ zet het Anglo-Amerikaanse *shareholder* model traditioneel de toon. Dit model geldt, zoals hierna zal blijken, ook bij een Duitse GmbH. Een vennootschap is in dit model een instrument gericht op het behalen van zo veel mogelijk winst,³⁴ of in andere bewoordingen: maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. De focus ligt op het financiële gewin.³⁵ Het *shareholder* model in zijn originele vorm is gestoeld op de gedachte van *shareholder primacy*.³⁶ De *shareholder primacy* theorie is in de Verenigde Staten in de jaren dertig ontstaan en gaat ervan uit dat (de bestuurders van) een vennootschap enkel besluiten neemt (nemen) ten behoeve van de aandeelhouders. Een vennootschap bestaat om de belangen van aandeelhouders te dienen en zo veel mogelijk waarde voor aandeelhouders

30 Zie hiervoor bijv. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/127.

31 Zie Bezemer, Van den Bosch & Volberda 2012, p. 18.

32 Dit is de klassieke definitie die algemeen wordt aanvaard, zie Fassin 2009, p. 116. Evenwel zijn andere definities van het begrip *stakeholder* denkbaar. Zie bijv. Friedman & Miles 2006, par. 1.3 voor een uiteenzetting van verschillende definities en typen *stakeholders*. Zie verder Fassin 2009, p. 131 voor een lijst met groepen van *stakeholders*.

33 De recente ontwikkeling in de VS is dat Amerikaanse concerns aangeven zich niet meer primair door het aandeelhoudersbelang te laten leiden bij hun beslissingen. Zie FD 19 augustus 2019, ‘Aandeelhouder niet langer op eerste plaats bij Amerikaanse bedrijven’.

34 Friedman 1962, p. 133.

35 Bezemer, Van den Bosch & Volberda 2012, p. 19.

36 Ajibo 2014, p. 38.

te genereren, vanuit de gedachte dat de aandeelhouders (economisch) eigenaar van de vennootschap zijn en bovendien *residual claimants* zijn (zie par. 2.3.3-2.3.4).³⁷ Dit laatste wil zeggen dat de aandeelhouders slechts een *residual claim* hebben, een voorwaardelijke aanspraak op het vermogen van de vennootschap, zowel bij een vereffening van het vermogen als daarbuiten. De meeste Anglo-Amerikaanse auteurs hebben echter afscheid genomen van deze *shareholder primacy*.³⁸ Een onbeperkt aandeelhoudersprimaat bestaat dan ook vandaag de dag niet in Engeland. Zoals hierna zal blijken, is in Engeland ook aandacht voor belangen van andere *stakeholders*.³⁹

2.2.3.1 De modellen nader beschouwd

De twee modellen lijken (elkaars) uitersten. Toch vindt tussen de twee modellen een zekere convergentie plaats vanwege de globalisering en internationalisering van het bedrijfsleven.⁴⁰ Hieronder beschouw ik de invulling van de modellen in Nederland, Duitsland en Engeland.

Nederland

Sommige auteurs spreken van een verschuiving in de *corporate governance* van Nederlandse vennootschappen van een *stakeholder*-benadering naar een *shareholder*-benadering vanwege een versterking van de positie van de aandeelhouder en aandeelhoudersactivisme.⁴¹ Uit onderzoek blijkt dat Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen vaker de focus leggen op aandeelhouderswaarde, vooral vennootschappen waarin Anglo-Amerikaanse aandeelhouders de meerderheid vormen en vennootschappen met grote investeerders die een financiële achtergrond hebben.⁴² In de Nederlandse *Corporate Governance Code* 2008 stond expliciet dat bij de afweging van de belangen van de *stakeholders* (gericht op de continuïteit van de onderneming) moet worden gestreefd naar het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn.⁴³ Bij de herziening van de Code in 2016 is het creëren van aandeelhouderswaarde op de lange termijn vervangen door de term langetermijnwaardecreatie.⁴⁴ De aandeelhouderswaarde is naar de achtergrond verdwenen en de belangen van alle

37 Zie Berle 1931 voor het allereerste debat hierover. Zie verder o.a. Fisch 2005, p. 637 en Hayden & Bodie 2010, p. 2081.

38 O.a. Stout 2002, p. 1191, Hayden & Bodie 2010, p. 2083 en Keay 2010, p. 393. Zie ook Assink 2007, p. 83 die betoogt dat in Nederland vooralsnog geen plek is voor *shareholder primacy* vanwege de *stakeholder*-benadering.

39 Grantham 1998, p. 569.

40 Bezemer, Van den Bosch & Volberda 2012, p. 19.

41 Zie o.a. Schwarz & Steins Bisschop 2007, p. 60, Schwarz & Steins Bisschop 2008, p. 142 en Bezemer, Van den Bosch & Volberda 2012, p. 19. Zie ook Horn & Vliegthart 2010 die vanaf p. 63 uiteenzetten hoe politiek-economisch een verschuiving richting het *shareholder* model is ontstaan.

42 Bezemer, Van den Bosch & Volberda 2012, p. 22-23.

43 Preambule nr. 7 Nederlandse CGC 2008.

44 Hfst. 1 Nederlandse CGC 2016.

stakeholders staan meer centraal.⁴⁵ Aandeelhouders profiteren van een goed presterende en winstgevende vennootschap – of in de bewoordingen van de Code, van langetermijnwaardecreatie – en andersom is langetermijnwaardecreatie voor aandeelhouders een belangrijke determinant voor de langetermijnwaardecreatie van de onderneming.⁴⁶

Hoewel de Nederlandse *Corporate Governance Code* ziet op beursvennootschappen, kan een zekere reflexwerking aan de (normen van de) Code worden toegekend voor niet beursgenoteerde (grote) vennootschappen.⁴⁷ Ook bij besloten vennootschappen geldt de *stakeholder*-benadering. De belangen van alle *stakeholders* moeten worden afgewogen en dit betekent dat belangen van aandeelhouders niet altijd prevaleren. Wel kunnen de belangen van aandeelhouders in een BV met een sterk besloten karakter (in vergaande mate) samenvallen met het vennootschappelijk belang.⁴⁸ In paragraaf 2.7.1.1 komt aan bod wat precies in Nederland onder het vennootschappelijk belang wordt verstaan. Dit richtsnoer voor het bestuur is in feite een uitwerking van het *stakeholder* model.

Duitsland

Een enigszins vergelijkbare tendens in de *corporate governance* is in Duitsland waar te nemen bij AG's. Er wordt ook wel gesproken van toepassing van een hybride vorm van de twee modellen.⁴⁹ Vanaf 1994 zijn in Duitsland diverse wetten aangenomen ten gunste van aandeelhouders.⁵⁰ In 2009 is, als reactie op de economische crisis, in de Duitse *Corporate Governance Code* toegevoegd dat het bestuur bij de uitoefening van zijn taak rekening dient te houden met de belangen van *stakeholders*, waaronder de aandeelhouders:

“Der Vorstand leitet das Unternehmen in eigener Verantwortung im Unternehmensinteresse, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) mit dem Ziel nachhaltiger Wertschöpfung.”⁵¹

45 Principe 1.1.1 onder v Nederlandse CGC 2016. De nadruk op aandeelhoudersbelangen is echter een slinger die heen en weer gaat in de loop der tijd (zie Honée 2016). Zo is de aandeelhoudersrichtlijn (Richtlijn (EU) 2017/828) recent herzien, waarin aandeelhouders ten aanzien van het bezoldigingsbeleid van bestuurders stemrecht is toegekend.

46 Jensen 2001, p. 17 en Assink/Slagter 2013, p. 4.

47 O.a. Josephus Jitta 2007 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/36.

48 Zie o.a. Assink 2016a, p. 496 en Schwarz 2018a, par. 1.1.

49 Glozbach 2008, p. 157 en Roth 2013, p. 263.

50 Bijv. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz 1994, Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich 1998 en Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz waarin artikelen zijn opgenomen over o.a. aandelenopties, het terugkopen van aandelen en de versterking van stemrechten van aandeelhouders. Zie ook uitgebreid Bradley & Sundaram 2003.

51 Art. 4.1.1 Duitse CGC. Zie hierover Spindler/Stilz/Fleischer 2019, AktG § 76 Rn. 41. Roth zet uiteen dat de code spreekt over de belangen van de onderneming en niet de belangen van de vennootschap en dat dit meer ziet op een *shareholder value*. Zie Roth 2010, p. 64.

Deze bepaling komt in grote mate overeen met §70 AktG: “Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Unternehmens unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre und der Arbeitnehmer sowie des öffentlichen Interesses es erfordert.”

Een equivalent van §70 AktG ontbreekt in het GmbH-Gesetz. Bij de GmbH is, in tegenstelling tot de AG, het belangenpluralisme minder prominent aanwezig doordat aandeelhouders veel macht toekomt. Aandeelhouders van een GmbH kunnen invloed uitoefenen op het doel/bestaan van de vennootschap en het bestuur, onder meer doordat de algemene vergadering het statutaire doel van de vennootschap kan wijzigen, kan besluiten tot ontbinding van de vennootschap en een vergaande instructiemacht heeft. Hoewel de rechtspraak niet eenduidig is, lijkt deze de focus op de belangen van aandeelhouders bij een GmbH te ondersteunen, omdat “der Wille einer GmbH im Verhältnis zu ihrem Geschäftsführer grundsätzlich durch denjenigen ihrer Gesellschafter repräsentiert (wurde).”⁵² Met andere woorden, de aandeelhouder kan veel bepalen in een GmbH, zo ook het belang van de vennootschap. Een meerderheid in de literatuur sluit zich aan bij deze *shareholder*-benadering voor de GmbH.⁵³

Engeland

In Engeland is geen sprake meer van een exclusieve focus op de belangen van aandeelhouders. De Engelse *corporate governance* heeft tegenwoordig meer oog voor de belangen van andere *stakeholders*.⁵⁴ Artikel 172 Companies Act 2006 getuigt van een zogenoemde *enlightened shareholder value*. Dit houdt in dat een bestuurder de plicht heeft het succes van de vennootschap te bevorderen voor de aandeelhouders, maar dat hij daarbij tevens belangen van andere *stakeholders* en maatschappelijke belangen in ogenschouw moet nemen. Artikel 172 lid 1 Companies Act 2006 luidt als volgt:

“A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—

- (a) the likely consequences of any decision in the long term,
- (b) the interests of the company’s employees,
- (c) the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others,
- (d) the impact of the company’s operations on the community and the environment,

⁵² O.a. BGH 31 januari 2000, *NJW* 2000, 1571 en BGH 4 april 2003, *NJW-RR* 2003, 895.

⁵³ Baumbach/Hueck/Zöllner/Noack 2017, GmbHG § 43 Rn. 20-21 en MüKoGmbHG/Fleischer 2019, GmbHG § 43 Rn. 16-19.

⁵⁴ O.a. Keay 2010, p. 369 en Collison e.a. 2011, p. 19.

- (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and
- (f) the need to act fairly as between members of the company.”

Schuldeisers vormen geen specifieke categorie waarmee het bestuur rekening moet houden bij het bevorderen van het succes van de vennootschap. Dit neemt niet weg dat regels en normen ten aanzien van de bescherming van schuldeisers(belangen) blijven gelden, zie lid 3: “The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company.” Het bestuur moet met name rekening houden met de belangen van schuldeisers wanneer de vennootschap financiële problemen heeft (zie par. 4.2).

Verschillende auteurs voeren aan dat ook vóór 1 oktober 2007, de invoeringsdatum van artikel 172 Companies Act 2006, bestuurders al rekening dienden te houden met belangen van niet-aandeelhouders en dat de *enlightened shareholder value* in die zin niet veel verandering in de visie op ondernemingen heeft gebracht: the “provisions do little more than make explicit that which had always been implicit in the common law.”⁵⁵ Het bestuur kan de belangen van aandeelhouders immers niet zo goed mogelijk dienen wanneer belangen van andere *stakeholders* worden genegeerd of zelfs veronachtzaamd.⁵⁶ “We cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency.”⁵⁷ Een slechte verhouding met bijvoorbeeld werknemers of leveranciers komt het succes van een vennootschap niet ten goede. Ook een korte – in plaats van lange – termijn waardecreatie past hier niet (meer) in. Dit neemt niet weg dat onder de *enlightened shareholder value*, zolang de vennootschap niet insolvent is, de (lange termijn) belangen van aandeelhouders steeds voorop blijven staan en andere belangen slechts dit doel dienen en ondersteunen.⁵⁸ In die zin werken de belangen van de *stakeholders* van een vennootschap door in de belangen van de aandeelhouders van een vennootschap.⁵⁹

2.3 Aandeelhouders juridisch en rechtseconomisch gekwalificeerd

In deze paragraaf staat de positie van aandeelhouders centraal, ‘los’ van de vennootschapsorganen en de overige *stakeholders* van de vennootschap. Wat is een aandeelhouder? Een wettelijke definitie van aandeelhouders ontbreekt niet alleen in

⁵⁵ Williams 2012, p. 367. Zie ook Ajibo 2014, p. 49 en Davies & Worthington 2016, p. 503.

⁵⁶ O.a. Keay 2007, p. 591 en Ajibo 2014, p. 50.

⁵⁷ Jensen 2001, p. 16.

⁵⁸ Zie o.a. Keay 2007, p. 591 en Williams 2012, p. 362.

⁵⁹ Zie ook Verdam 2013, par. 7. S.172 CA 2006 is slechts afdwingbaar door de vennootschap zelf, zie s.170 CA 2006.

Nederland maar ook in Engeland en Duitsland. Allereerst bespreek ik twee juridische kwalificaties van aandeelhouders: aandeelhouders als kapitaalverschaffers en als dragers van rechten en plichten. De aandeelhouder als drager van rechten en plichten is van groot belang voor dit onderzoek omdat hij door de uitoefening van zijn rechten invloed kan uitoefenen binnen de vennootschap. Welke aandeelhoudersrechten een rol kunnen spelen in het kader van een preventieve herstructurering komt aan bod in de paragrafen 2.5-2.6. In paragraaf 2.7 komen de plichten van aandeelhouders aan de orde: in hoeverre mag een aandeelhouder zijn rechten naar eigen inzicht uitoefenen?

Vervolgens komt in deze paragraaf een drietal kwalificaties van de aandeelhouder aan bod die meer rechtseconomisch van aard zijn: aandeelhouders als eigenaren van de vennootschap, als *residual claimants* en als principalen. Deze kwalificaties zijn voor dit onderzoek van belang omdat zij vanuit een rechtseconomisch perspectief verklaren waarom aandeelhouders zeggenschapsrechten moeten hebben en daarmee (vergaande) invloed kunnen uitoefenen binnen de vennootschap.⁶⁰

2.3.1 Aandeelhouder als kapitaalverschaffer

Aandeelhouders zijn kapitaalverschaffers. Een aandeelhouder neemt een of meerdere aandelen en dient deze vol te storten. Bij een besloten vennootschap hoeft echter niet altijd het gehele nominale bedrag direct te worden gestort. Zo is in Nederland het uitgangspunt dat een aandeelhouder het nominale bedrag direct stort, maar kan anders worden afgesproken zodat het zelfs mogelijk is niets te storten bij het nemen van aandelen.⁶¹ De verplichting tot storting blijft wel bestaan en op de aandeelhouder rusten. In Duitsland is het uitgangspunt dat de aandeelhouder minimaal 25% van het nominale bedrag moet storten bij het nemen van de aandelen.⁶² In Engeland is dit afhankelijk van wat men afsprekt en van hetgeen de statuten bepalen.⁶³ Het bestuur van de vennootschap (in Duitsland de algemene vergadering⁶⁴) mag het resterende bedrag opeisen (al dan niet na verloop van een bepaalde periode), bijvoorbeeld wanneer de vennootschap in financiële nood verkeert. Kortom, een aandeelhouder zal uiteindelijk zijn aandeel moeten volstorten en verschaft daarmee kapitaal aan de vennootschap.

⁶⁰ Zie Kemp 2015, p. 71-72.

⁶¹ Art. 2:191 BW.

⁶² §7 lid 2 GmbHG.

⁶³ S.581 CA 2006.

⁶⁴ §46 sub 2 GmbHG.

2.3.2 Aandeelhouder als drager van rechten en plichten

De aandeelhouder is echter meer dan slechts een kapitaalverschaffer. De aandeelhouder staat in een rechtsverhouding tot de vennootschap die kan worden getypeerd als een lidmaatschapsverhouding. Uit die lidmaatschapsverhouding vloeien rechten en plichten voort.⁶⁵ Een aandeelhouder kan door middel van zeggenschapsrechten invloed uitoefenen binnen de vennootschap en kan dividend ontvangen.⁶⁶ De vennootschapsrechtelijke aandeelhoudersrechten staan in Nederland vooral in Boek 2 BW, in Engeland in de Companies Act 2006 en de *Model Articles*, en in Duitsland in het GmbH-Gesetz. De rechten die relevant (kunnen) zijn in het kader van een preventieve herstructurering(sprocedure), komen in de paragrafen 2.5 en 2.6 aan bod. De belangrijkste plichten van een aandeelhouder zijn de zojuist genoemde volstorting van aandelen en de (positieve) plicht zich redelijk en billijk te gedragen (zie par. 2.7).

In dit onderzoek spreek ik over de aandeelhouder als drager van rechten en plichten. Ook anderen dan aandeelhouders kunnen echter zeggenschapsrechten uitoefenen, bijvoorbeeld wanneer de pandhouder, vruchtgebruiker of certificaaathouder op de aandelen, vergaderrecht en/of stemrecht toekomt (afhankelijk van statutaire of contractuele bepalingen).⁶⁷ De overgang van het stemrecht van de pandgever naar de pandhouder komt in de financieringspraktijk vaak voor onder de opschortende voorwaarde dat de pandgever tekortschiet in de nakoming van zijn verplichtingen.⁶⁸ De pandhouder kan daardoor in het uiterste geval stemrecht verkrijgen om zo invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van de vennootschap.⁶⁹ De pandhouder kan ook, onder dreiging van uitoefening van het stemrecht, bij het bestuur aansturen op een (preventieve) herstructurering. De financiële rechten verbonden aan een aandeel kunnen in plaats van aan de houder van het aandeel toekomen aan certificaaathouders, vruchtgebruikers, pandhouders of derden.

⁶⁵ O.a. Davies & Worthington 2016, p. 790 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/260. Zie Kemp 2015, par. 4.3.4 voor een Nederlandse uiteenzetting over de vraag of rechten en plichten van de aandeelhouder voortvloeien uit het aandeel of uit de lidmaatschapsverhouding. De lidmaatschapsverhouding is de meest gehanteerde opvatting. Ik ga niet verder in op deze discussie, aangezien voor dit onderzoek van belang is dat een aandeelhouder rechten en plichten heeft.

⁶⁶ Wanneer de vennootschap eigen aandelen heeft verkregen, komen de vennootschap geen aandeelhoudersrechten toe, althans kan de vennootschap deze niet uitoefenen. Zie voor Nederland bijv.: art. 2:228 lid 6 BW, voor Duitsland: MüKoGmbHG/Drescher 2019, GmbHG § 47 Rn. 79 en voor Engeland: s.726 CA 2006 en Mayson, French & Ryan 2016, par. 10.6.6.

⁶⁷ Zie voor Engeland: part 25 CA 2006 en uitgebreid Mayson, French & Ryan 2016, hfst. 11. Zie voor Nederland: art. 2:198 lid 2 en lid 3 BW en art. 2:227 lid 2 BW. In Duitsland komt een pandhouder geen stemrecht toe, maar kan deze wel vergelijkbare invloed uitoefenen middels een stemvolmacht die is afgegeven door de aandeelhouder, zie MüKoGmbHG/Drescher 2019, GmbHG § 47 Rn. 77.

⁶⁸ Overigens kan een pandhouder ook druk uitoefenen op de aandeelhouder om op een bepaalde manier te stemmen door te dreigen met de uitwinning van verpande aandelen, wanneer aan de voorwaarden voor uitwinning (in de nabije toekomst) is voldaan.

⁶⁹ Zie hierover uitgebreid Verburgt 2014.

2.3.3 Aandeelhouder als eigenaar

Dat aandeelhouders eigenaar zijn van de vennootschap omdat zij aandelen in de vennootschap houden, is een veel gehoorde, evenwel omstreden aanname.⁷⁰ Niet de (gezamenlijke) aandeelhouders maar de vennootschap is eigenaar van de activa van de vennootschap.⁷¹ Aandeelhouders zijn zowel in Nederland, Duitsland als Engeland rechthebbenden op de aandelen in de vennootschap en hebben slechts een voorwaardelijke aanspraak op het vermogen van de vennootschap in de vorm van winstrecht en recht op liquidatiesaldo.⁷²

Toch komt de aanname dat aandeelhouders eigenaar zijn van de vennootschap veel voor, met name in meer economische zin. Ze was lange tijd leidend in het Anglo-Amerikaanse vennootschapsrecht.⁷³ In de Anglo-Amerikaanse landen werd de aandeelhouder als eigenaar van de vennootschap gezien omdat de vennootschap vroeger niet los kon worden gedacht van de aandeelhouders.⁷⁴ De vennootschap was een *partnership*. Tegenwoordig zien de meeste juristen, ook in Engeland, een vennootschap als een juridische entiteit los van haar aandeelhouders en beschouwen zij aandeelhouders niet meer als eigenaar van de vennootschap.⁷⁵

Ook het feit dat aandeelhouders zeggenschapsrechten hebben waarmee ze vergaande invloed in de vennootschap kunnen uitoefenen, heeft de aanname dat de aandeelhouders eigenaar zijn, versterkt.⁷⁶ Het recht om bestuurders te benoemen en de statuten te wijzigen, lijken op kenmerken van eigendom.⁷⁷ Het geeft aandeelhouders immers een zekere (indirecte) controle over de vennootschap. Dat aandeelhouders bepaalde zeggenschapsrechten hebben, maakt hen echter nog geen eigenaar van de vennootschap.⁷⁸ Aandeelhouders hebben met deze rechten geen directe controle op of toegang tot het vermogen van de vennootschap.⁷⁹ Hoe dit ook zij, de aandeelhouders als eigenaar van de vennootschap, is een *rechtseconomisch* argument voor het verschaffen van een zekere controle in de vennootschap aan de aandeelhouders door middel van zeggenschapsrechten. Ook vormt het de basis voor de eerder genoemde

70 Von Planta 2010, p. 399 en Martínez-Echevarría 2017, p. 34-35.

71 Davies & Worthington 2016, p. 35.

72 Zie ook Ireland 1999, p. 41. Aandelen zijn aan te merken zijn als eigendom in de zin van art. 1 EP EVRM. Dit eigendomsbegrip is autonoom en landenoverstijgend. Zie over het aandeel als eigendomsrecht ex art. 1 EP EVRM uitgebreid par. 3.4.

73 Grantham 1998 en Collison e.a. 2011, p. 19.

74 Grantham 1998, p. 557-558 en Ireland 1999, p. 38-39.

75 O.a. Ireland 1999, Steins Bisschop 2008, p. 8, Collison e.a. 2011, p. 16 en Kemp 2015, p. 75. Davies & Worthington (2016, par. 2.1-2.5) beschrijven het omslagpunt.

76 Grantham 1998, p. 573.

77 Zie ook Kemp 2015, p. 74-75.

78 Von Planta 2010, p. 399 en Collison e.a. 2011, p. 16.

79 Fisch 2006, p. 649.

shareholder primacy theorie.⁸⁰ De bestuurders van een vennootschap zouden zich enkel moeten richten op het vergroten van de welvaart van de eigenaren van de vennootschap en dat zijn de aandeelhouders.⁸¹

2.3.4 Aandeelhouder als residual claimant

Een aandeelhouder heeft geen aanspraak op een gefixeerd bedrag van de vennootschap.⁸² Aandeelhouders zijn voor een uitkering uit het vermogen van de vennootschap afhankelijk van de mate van succes van de vennootschap. Alleen wanneer het financieel voortvarend met de vennootschap gaat, is een dividenduitkering mogelijk (zie par. 2.6.2) en zal de waarde van de aandelen stijgen (*upside potential*). Aandeelhouders hebben echter geen absoluut recht op het vermogen van de vennootschap.⁸³ Hun aanspraak op het vermogen van de vennootschap heeft een voorwaardelijk karakter.

Aandeelhouders hebben eveneens een voorwaardelijke aanspraak op het vermogen van de vennootschap bij een vereffening ervan (*downside potential*). Aandeelhouders zijn de ‘hekkensluiters’, degenen die als laatste een uitkering krijgen in het geval alle vorderingen van de schuldeisers (en de vereffeningskosten) zijn voldaan.⁸⁴ Strikt genomen maken aandeelhouders geen onderdeel uit van de vereffening van het vermogen van de vennootschap. Het vermogen wordt vereffend ten behoeve van de schuldeisers. Enkel het eventuele overschot na vereffening komt toe aan aandeelhouders, zo getuigt artikel 2:23b BW: “De vereffenaar draagt hetgeen na de voldoening der schuldeisers van het vermogen van de ontbonden rechtspersoon is overgebleven, in verhouding tot ieders recht over aan hen die krachtens de statuten daartoe zijn gerechtigd, of anders aan de leden of aandeelhouders.”⁸⁵ Een positief liquidatiesaldo is na afloop van een faillissement niet waarschijnlijk. Er resteert doorgaans niet voldoende voor de schuldeisers. Het risico dat een aandeelhouder loopt, kan echter nooit verder strekken dan het bedrag dat hij op zijn aandelen behoort te storten, afgezien van eventuele extra statutaire verplichtingen tot verschaffing van additioneel kapitaal.⁸⁶

⁸⁰ Par. 2.2.3.

⁸¹ Bijv. Fisch 2006, p. 637.

⁸² Timmerman 2009, par. 23 en Barneveld 2014, par. 2.2.1.

⁸³ Evenals Stout 2002, p. 1193 en Fisch 2006, p. 658.

⁸⁴ Zie voor Nederland: art. 2:23 lid 1 BW en bijv. Hoff 2009, p. 22. Zie voor Engeland: s.107 IA 1986, s.154 IA 1986 en bijv. Van Zwieten (red.) 2018, p. 4. Zie voor Duitsland: §199 InsO en §72 GmbHG jo. §70 GmbHG.

⁸⁵ Zie ook par. 6.5.8.2.

⁸⁶ Zie voor Nederland bijv. art. 2:175 BW. Zie voor Duitsland echter §24 GmbHG: een aandeelhouder is ook onder omstandigheden aansprakelijk voor het bedrag dat resteert wanneer andere aandeelhouders hun stortingsplicht niet zijn nagekomen.

Vanwege deze voorwaardelijke aanspraak op het vermogen van de vennootschap kan een aandeelhouder worden gezien als een *residual claimant*.⁸⁷ Aangezien aandeelhouders dusdanig afhankelijk zijn van het succes van de vennootschap wordt ook wel door (rechts)economen betoogd dat aandeelhouders daarom zeggenschapsrechten binnen de vennootschap toekomen.⁸⁸ Aandeelhouders zouden de juiste (economische) prikkels hebben het bestuur in het belang van de vennootschap te laten handelen.⁸⁹ Zij zijn gericht op het maximaliseren van het vermogen van de vennootschap.⁹⁰ Oosterhoff verwoordt het als volgt:

“Dat de koppeling van juridisch en economisch belang een uitgangspunt van het vennootschapsrecht is, kan dus worden verklaard uit de gedachte dat de aandeelhouder de macht verdient zijn economische belang te beschermen en het bestuur te controleren.”⁹¹

Wanneer de vennootschap insolvent raakt, is van de juiste (economische) prikkels van aandeelhouders die samenvallen met het belang van de vennootschap, doorgaans geen sprake meer. Aandeelhouders ontvangen na afloop van een faillissement in de meeste gevallen niets. Er wordt ook wel gezegd dat dan de *residual claim* van de aandeelhouders naar de schuldeisers verplaatst.⁹² Schuldeisers zijn het meest gebaat bij een zo hoog mogelijke opbrengst in faillissement zodat hun vorderingen worden voldaan. In de volgende hoofdstukken zal blijken dat bij een preventieve herstructurering in Nederland, Engeland en Duitsland een rechtseconomische benadering vaak prevaleert. Het zijn de *in the money* schuldeisers die de zeggenschap hebben ten aanzien van de preventieve herstructurering. Zij zijn dan de *residual claimants* met zeggenschap. Er kan voorbijgegaan worden aan de (tegen)stem van *out of the money* aandeelhouders (en schuldeisers).

87 Fisch 2009, p. 658 en Velasco 2010, p. 912 e.v. In de literatuur komen verscheidene meer uitvoerige definities voor, zie hierover bijv. Fisch 2006, p. 658.

88 Easterbrook & Fischel 1983, p. 403-404. Zie ook Timmerman 2009, par. 23. Op deze rechtseconomische benadering bestaat kritiek, zie Kemp 2015, par. 3.4 met kanttekeningen over de aandeelhouder als *residual claimant* en verdere verwijzingen. Aandeelhouders zijn bijv. niet de enige *residual claimants*, ook werknemers of bestuurders profiteren van het goed functioneren van de vennootschap door bijv. loonopslag. Door zeggenschapsrechten te geven aan de aandeelhouders (en niet aan andere *residual claimants*) worden de zogenoemde *agency* kosten verminderd, zie bijv. Easterbrook & Fischel 1983, p. 427 en Kemp 2015, p. 78. Zie hierover de volgende paragraaf.

89 Easterbrook & Fischel 1983, p. 403 en Grantham 1998, p. 577.

90 Fisch 2006, p. 658 en Velasco 2010, p. 912. Zie Overkleef 2017, par. 4.5.4: “Wanneer de aandeelhouders als residual claimants, dat wil zeggen als laatsten in de rij, zoveel mogelijk uitgekeerd krijgen, dan zal iedereen die voor hen in de rij staat (werknemers, crediteuren, etc) immers ook alles hebben gekregen waar hij/zij contractueel recht op had.”

91 Oosterhoff 2017, p. 62.

92 Easterbrook & Fischel 1983, p. 405, Kemp 2015, p. 78 en De Leo 2018a, p. 488 e.v.

Overigens bestaat in de Nederlandse literatuur onenigheid over de vraag of aandeelhouders ook schuldeisers zijn. Dortmund verwoordt het kapitaalbegrip als volgt: “Het kapitaal is weliswaar geen verbintenis van de vennootschap in de gebruikelijke betekenis, het is daarom niet minder schuld” en het is een “onlosbare vennootschappelijke schuld.”⁹³ Hiermee bedoelt hij dat het aandelenkapitaal tot aan een vereffening onverdeeld blijft en pas daarna aan aandeelhouders kan worden uitgekeerd, in het geval er nog vermogen resteert. Men spreekt daarom ook wel van de aandeelhouder als postconcurrente of achtergestelde schuldeiser.⁹⁴ Het is mijns inziens beter te spreken van risicodragend vermogen of kapitaal, dan van een schuld.⁹⁵ Juist vanwege het feit dat aan aandelen waarderisico’s verbonden zijn en aandeelhouders slechts een voorwaardelijke aanspraak hebben op het vermogen van de vennootschap, zijn aandeelhouders niet te beschouwen als schuldeisers.⁹⁶ Een aandeelhouder heeft slechts een voorwaardelijke aanspraak op het vermogen van de vennootschap. Ook bij een preventief herstructureringsakkoord komt het onderscheid tussen aandeelhouders en schuldeisers naar voren. Schuldeisers en aandeelhouders stemmen in aparte klassen over een preventief herstructureringsakkoord zowel in Nederland, Engeland als Duitsland. Een aandeelhouder kan in zijn hoedanigheid als aandeelhouder niet in een stemklasse met achtergestelde schuldeisers worden geplaatst.⁹⁷

2.3.5 Aandeelhouder als principaal

De derde rechtseconomische kwalificatie hangt nauw samen met die als eigenaar of *residual claimant*. In deze benadering worden de aandeelhouders als principalen aangemerkt en de bestuurders van de vennootschap als agenten.⁹⁸ De verhouding principaal-agent houdt, kort gezegd, in dat de principaal voor de behartiging van zijn

⁹³ Van der Heijden/Dortmond 2013/161.

⁹⁴ Zie Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/417 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/98. Zie verder Hoff 2009, p. 21.

⁹⁵ Zie ook Barneveld 2014, p. 16 en de annotatie van Faber & Vermunt bij HR 28 november 2014, ECLI:NL:HR:2014:3464, *JOR* 2015/58. Evenzo Van Zwieten (red.) 2018, p. 4. Op de balans valt het kapitaal onder het eigen vermogen.

⁹⁶ Aandeelhouders zijn daarentegen wel aan te merken als schuldeisers indien zij een vordering uit hoofde van bijv. een onrechtmatige daad hebben of een vordering tot betaling van dividend. Deze vorderingen staan echter los van de waarde van het aandeel zelf.

⁹⁷ Zie par. 4.3.3, par. 5.4.3 en par. 6.5.3. In Duitsland is in insolventie een aandeelhouder die een lening heeft verstrekt een achtergestelde schuldeiser, zie §39 lid 1 sub 5 InsO jo. §77 InsO jo. §237 InsO.

⁹⁸ Jensen & Meckling 1976. Overigens wordt in de Engelse literatuur de term *managers* genoemd, wat ik vrij vertaal naar de term ‘bestuurders’. Voor dit onderzoek is de belangrijkste principaal-agent verhouding in ondernemingsrechtelijke zin de verhouding tussen aandeelhouders (de principaal) en bestuurders (de agent). Daarnaast bestaat, in ondernemingsrechtelijke zin, de verhouding tussen aandeelhouders met een meerderheidsbelang en aandeelhouders met een minderheidsbelang en de verhouding tussen de onderneming en derden, zie Kraakman e.a. 2009, p. 2.

belangen afhankelijk is van het handelen van een andere partij, de agent.⁹⁹ De principaal en de agent hebben uiteenlopende belangen en mede door informatieasymmetrie is het voor de principaal lastig na te gaan of de agent handelt overeenkomstig de belangen van de principaal. Het reduceren van dit probleem kan met hoge kosten gepaard gaan.¹⁰⁰

Aandeelhouders zijn, volgens de theorie, afhankelijk van de bestuurders door de scheiding van eigendom en controle.¹⁰¹ Aandeelhouders, volgens dezelfde theorie de eigenaren van de vennootschap, streven doorgaans naar waardemaximalisatie van hun aandelen.¹⁰² Zij zijn immers – wederom volgens de theorie – de *residual claimants*. Problemen in de verhouding principaal-agent ontstaan wanneer de agent zich meer bezig houdt met de behartiging van zijn eigen belangen dan met de belangen van de principaal.¹⁰³ Bestuurders streven niet altijd de belangen van de aandeelhouders na.¹⁰⁴

Aandeelhouders kunnen volgens de theorie het risico dat het bestuur niet in hun belang handelt en de daarmee gepaard gaande kosten, beperken door passende prikkels voor bestuurders te creëren en het bestuur te controleren.¹⁰⁵ Een voorbeeld van een passende prikkel voor bestuurders is hen belonen met aandelen of andere (variabele) (financiële) beloningen die afhankelijk zijn van hun prestaties.¹⁰⁶ Dit brengt de belangen van bestuurders meer op één lijn met de belangen van de aandeelhouders. Voorts kunnen aandeelhouders met zeggenschapsrechten het bestuur controleren. Onder meer het stemrecht, goedkeuringsrechten en het recht om bestuurders te ontslaan, zijn rechten waarmee aandeelhouders ervoor kunnen zorgen dat het bestuur hun belangen zo goed en efficiënt mogelijk behartigt.¹⁰⁷ Vanuit rechtseconomisch perspectief verklaart de verhouding tussen aandeelhouders als principaal en de bestuurders als agent en de daaruit voortvloeiende problemen waarom aandeelhouders zeggenschapsrechten hebben.¹⁰⁸

99 Zie o.a. Jensen & Meckling 1976 en Kraakman e.a. 2009, hfst. 2.

100 Lan & Heracleous 2010, p. 299.

101 Du Plessis e.a. 2012, p. 8.

102 Fontrodona & Sison 2006, p. 35 en Jerzemowska 2006, p. 11.

103 Kraakman e.a. 2009, p. 35.

104 Dit is ook wel een kritiekpunt op de theorie, aangezien ervan uit wordt gegaan dat bestuurders slechts handelen in hun eigen belang, zie Keay 2015, p. 72 e.v.

105 Zie ook Hill & Jones 1992, p. 132 en Nyberg e.a. 2010. Zie Kraakman e.a. 2009, hfst. 2 voor een verdere uiteenzetting van agency-problemen.

106 Jerzemowska 2006, p. 11-12. Zie hierover uitgebreid: Nyberg e.a. 2010.

107 Saam 2007, p. 828. In Duitsland is onder meer om die reden de *Aufsichtsrat* opgericht, zie Brink (red.) 2011, p. xii. Zie verder Kroeze 2005, p. 311-315 en Kemp 2015, p. 73.

108 Kemp 2015, p. 73.

De principaal-agent theorie is ontstaan in de Anglo-Amerikaanse ondernemingsrechtelijke cultuur en is mede gestoeld op de *shareholder*-benadering.¹⁰⁹ In die zin is de theorie minder toepasbaar in Nederland aangezien het bestuur van een vennootschap hier meer belangen dient af te wegen dan slechts die van de aandeelhouders.¹¹⁰ De vennootschap zelf is eerder aan te merken als de principaal en het bestuur dient zich als agent naar het belang van de gehele vennootschap te richten.¹¹¹

2.4 Typen aandeelhouders

Verschillende typen aandeelhouders zijn te onderscheiden.¹¹² Ik noem de voor dit onderzoek belangrijkste typen. Zo is een onderscheid te maken tussen minderheidsaandeelhouders en meerderheidsaandeelhouders of tussen aandeelhouders die invloed kunnen uitoefenen binnen de vennootschap en aandeelhouders zonder invloed.¹¹³ In paragraaf 2.7 zet ik uiteen dat een aandeelhouder die invloed kan uitoefenen binnen een vennootschap onder omstandigheden rekening moet houden met belangen van de vennootschap of andere *stakeholders*. Verder kunnen aandeelhouders verschillende soorten aandelen houden waaraan verschillende financiële of zeggenschapsrechten zijn verbonden. Dit leidt tot verschillende typen aandeelhouders. Voor dit onderzoek zijn met name de prioriteitsaandelen en preferente aandelen van belang. Dit komt verder aan bod in de paragrafen 2.5 en 2.6.

Voorts kunnen de verschillende motieven voor het houden van aandelen tot diverse typen aandeelhouders leiden. Bij kleinere besloten vennootschappen, vooral bij familieondernemingen, is vaak sprake van geconcentreerd aandelenbezit, terwijl grotere vennootschappen een meer versplinterd aandelenbezit kennen.¹¹⁴ Bij grotere vennootschappen is de aandeelhouder vooral als een investeerder te duiden die geïnteresseerd is in financiële aandeelhoudersrechten, terwijl bij kleinere vennootschappen de aandeelhouder als de eigenaar/de ondernemer wordt gezien en de focus ligt op de zeggenschapsrechten.¹¹⁵ Dit onderscheid komt grotendeels overeen met de meest voor de hand liggende motieven die aandeelhouders hebben voor het houden

109 Jensen & Meckling 1976.

110 Evenzo De Jongh 2011, par. 2.2.2. De theorie gaat uit van een *nexus of contracts*, ofwel de contractuele leer: de vennootschap is een samenwerkingsverband gebaseerd op contractuele verhoudingen. Zie hierover bijv. Jensen & Meckling 1976. In Nederland is de thans heersende leer de institutionele leer: de vennootschap is een zelfstandige eenheid/zelfstandig instituut, zie Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/30.

111 O.a. Lan & Heracleous 2010, p. 295 en De Jongh 2014, par. 187.

112 Zie hierover uitgebreid Hill 2000, Madsen 2017 en Siems 2017.

113 Madsen 2017, p. 93.

114 Siems 2017, p. 77.

115 Er is hierbij sprake van een glijdende schaal tussen de typen.

van aandelen: geld verdienen en/of een onderneming voeren.¹¹⁶ Daarnaast zijn tal van andere motieven te noemen waarom iemand aandeelhouder is. Zo kan iemand aandeelhouder zijn van een milieubewuste vennootschap om bij te dragen aan een beter milieu. De uiteenlopende motieven van aandeelhouders zijn niet zozeer van belang bij een preventieve herstructurering. Het gaat juist om de juridische positie van een aandeelhouder – welke juridische rechten heeft een aandeelhouder en wat is de omvang van het aandelenbelang – en de economische positie van de aandeelhouder – is een aandeelhouder *out of the money* (dat wil zeggen dat hij op basis van zijn rang bij verhaal op het vermogen van de vennootschap niets ontvangt).¹¹⁷ De mate waarin de aandeelhouder betrokken is bij de onderneming kan daarbij van belang zijn.¹¹⁸ Een aandeelhouder kan aandelen houden als een korte- of als lange-termijninvestering.¹¹⁹ Aandeelhouders met een wat kortere adem zullen in de regel niet bereid zijn mee te werken aan een preventieve herstructurering, al dan niet in de vorm van het nemen van nieuwe aandelen.¹²⁰

Tot slot kunnen aandeelhouders in meerdere hoedanigheden betrokken zijn bij de vennootschap.¹²¹ Een aandeelhouder kan bijvoorbeeld tevens werknemer, commissaris, oprichter of bestuurder zijn. Hierdoor kunnen conflicterende belangen ontstaan wanneer een vennootschap in financiële nood zit: een aandeelhouder mag in beginsel zijn eigen belang nastreven, terwijl een bestuurder ook de belangen van andere *stakeholders* in ogenschouw moet nemen.¹²² Specifiek interessant in het kader van een preventieve herstructureringsprocedure is de door mij zo aangeduide ‘cruciale’ aandeelhouder. Het is een aandeelhouder die noodzakelijk is voor de voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap. Dit is een persoon die ook op een andere manier dan louter financiële inbreng aan de vennootschap bijdraagt, bijvoorbeeld iemand die tevens manager of bestuurder is, zoals een directeur-grootaandeelhouder, of een arts die tevens aandelen in de artspraktijk houdt. De ervaring, kennis, reputatie of zakelijke contacten van de cruciale aandeelhouder is bijvoorbeeld nodig voor een succesvolle herstructurering.¹²³ Deze cruciale aandeelhouders hebben doorgaans geen prikkel om mee te werken aan een herstructurering wanneer de in paragraaf 3.3.8 te bespreken voorwaarden voor een *cross class cramdown* (een dwangakkoord opleggen aan een tegenstemmende klasse) van toepassing zouden zijn. Onder de

116 Birkmose & Möslin 2017, p. 20-21.

117 Dit komt uitgebreid aan bod in de volgende hoofdstukken.

118 Dit blijkt bijv. uit de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie en de op basis daarvan in de WHOA geïntroduceerde instemmingsvereisten van de vennootschap, bijv. bij een *cross class cramdown* (zie verder par. 3.3.8).

119 Siems 2017, par. 4.03.

120 Europese Commissie, *Green Paper Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM(2010) 285 final, p. 8-9.

121 Birkmose & Möslin 2017, p. 22 e.v.

122 Zie ook par. 2.7.

123 Zie ook overweging 59 Richtlijn.

absolute priority rule (APR) mag een aandeelhouder namelijk in beginsel niets ontvangen en geen aandelenbelang behouden, voordat senior klassen volledig zijn voldaan. Dit betekent dat hij doorgaans zijn aandelenbelang kwijtraakt. In de volgende hoofdstukken komt de cruciale aandeelhouder verder aan bod omdat deze, zoals gezegd, een bijzondere positie inneemt in een preventieve herstructureringsprocedure.

2.5 Zeggenschapsrechten bij een preventieve herstructurering

Hiervoor kwam de positie van aandeelhouders binnen een vennootschap in meer algemene bewoordingen aan bod. In deze paragraaf wordt ingezoomd op zeggenschapsrechten, een belangrijk onderdeel van die positie. Zeggenschapsrechten zijn rechten die aandeelhouders kunnen uitoefenen binnen de vennootschap, dit in tegenstelling tot financiële rechten die aandeelhouders kunnen uitoefenen jegens de vennootschap.¹²⁴ In deze paragraaf staan zeggenschapsrechten centraal en in paragraaf 2.6 financiële rechten. Zeggenschapsrechten (*administration rights/Verwaltungsrechte*¹²⁵) zijn in het kader van een preventieve herstructurering(sprocedure) van groot belang omdat het middelen zijn waarmee aandeelhouders de levensloop van de vennootschap kunnen beïnvloeden.¹²⁶ Doorgaans zullen bijvoorbeeld bepaalde aandeelhoudersbesluiten vereist zijn voor het realiseren van een preventieve herstructurering (ongeacht of deze plaatsvindt binnen een akkoordprocedure). Deze paragraaf beperkt zich, vanwege het onderwerp van dit onderzoek, tot de zeggenschapsrechten die relevant kunnen zijn bij een preventieve herstructurering.¹²⁷ Ik geef steeds aan waarom het betreffende recht betekenis toekomt. Ik spreek over rechten, maar het betreft zowel rechten die toekomen aan individuele aandeelhouders als bevoegdheden die toekomen aan de algemene vergadering of aan (vergaderingen van) houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.

De zeggenschapsrechten die kunnen spelen bij een preventieve herstructurering heb ik omwille van de overzichtelijkheid onderverdeeld in een aantal categorieën.¹²⁸ De eerste twee categorieën omvatten zeggenschapsrechten die nodig kunnen zijn voor

124 Kemp 2015, par. 4.3.3.

125 O.a. Falkenhausen & Steefel 1961, p. 409 en Dornseifer 2005, p. 229.

126 Er wordt in dat kader gesproken van aandeelhoudersdemocratie (*shareholder democracy*). Huizink 2009, p. 107. Zie ook Davies & Worthington 2016, p. 402 en uitgebreid Olaerts & Schwarz (red.) 2012.

127 De rechten die aandeelhouders toekomen in Nederland, Engeland en Duitsland ben ik afgegaan en per recht heb ik gekeken of en hoe het recht relevant kan zijn bij een preventieve herstructurering.

128 Aangezien bij een preventieve herstructurering de rechtsvorm (het juridisch omhulsel van de onderneming) niet wijzigt, komen besluiten over de voortzetting of de beëindiging van de vennootschap niet aan bod. De algemene vergadering besluit in beginsel over juridische fusie, splitsing, omzetting of ontbinding van een vennootschap. In Duitsland besluit de algemene vergadering ook over de voortzetting van de vennootschap na opening van een insolventieprocedure (waarbinnen een preventieve herstructurering plaatsvindt), zie §60 lid 1 sub 4 GmbHG.

het aanbieden en het uitvoeren van een preventieve herstructurering. Allereerst komen zeggenschapsrechten aan bod die spelen bij een *debt for equity swap* (par. 2.5.1). Een omzetting van schuld in aandelen – dan wel uitgifte van nieuwe aandelen aan (bepaalde) bestaande aandeelhouders – komt geregeld voor in het kader van een preventieve herstructurering. De volgende categorie betreft het goedkeuringsrecht (par. 2.5.2). Bepaalde bestuursbesluiten kunnen onderworpen zijn aan de goedkeuring van de algemene vergadering. De derde en vierde categorie betreffen zeggenschapsrechten die voor het aanbieden en het uitvoeren van een preventieve herstructurering niet van belang zijn, maar waarmee aandeelhouders negatieve invloed kunnen uitoefenen op een preventieve herstructurering. Aandeelhouders kunnen bijvoorbeeld het bestuur ontslaan wanneer het een preventief herstructureringsakkoord wil aanbieden. Het onderscheid tussen de derde en vierde categorie bestaat eruit dat de zeggenschapsrechten respectievelijk in de algemene vergadering en buiten de algemene vergadering kunnen worden uitgeoefend, zie paragraaf 2.5.3 respectievelijk paragraaf 2.5.4.

2.5.1 Zeggenschapsrechten bij een *debt for equity swap*

Een *debt for equity swap* is een vaak voorkomend onderdeel van een preventieve herstructurering.¹²⁹ Schulden van de vennootschap worden omgezet in aandelenkapitaal, waardoor schuldeisers aandeelhouders worden. Schuldeisers verkrijgen nieuw uitgegeven aandelen zonder daarvoor te betalen.¹³⁰ Het eigen vermogen van de vennootschap neemt toe en de schulden en de bijbehorende rentelasten verdwijnen als gevolg van de *debt for equity swap*. Dit resulteert in een verbeterde vermogenspositie van de vennootschap.¹³¹

Een aantal zeggenschapsrechten speelt een rol bij een *debt for equity swap*. Het betreft rechten die toekomen aan zowel individuele aandeelhouders als aan houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding en de algemene vergadering. Achtereenvolgens bespreek ik de zeggenschapsrechten ten aanzien van de uitgifte van aandelen, het uitsluiten van het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders, een statutenwijziging en een kapitaalvermindering. Een kapitaalverhoging door

129 Tollenaar 2008, p. 62 en Quist 2018, p. 235. Het was bijv. onderdeel van een surseanceakkoord bij Versatel en UPC. Zie hierover uitgebreid Schaink 2003. Zie voor recente cijfers over *debt for equity swaps* tijdens een Duitse akkoordprocedure: Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 27. Zie ook Tollenaar 2016, par. 7.4 over de Engelse *scheme*.

130 Zie Quist 2018, par. 14.2.1 die de discussie in de Nederlandse literatuur weergeeft over of, in geval van een *debt for equity swap*, sprake is van inbreng in geld (verrekening van de schuld uit hoofde van de stortingsplicht met de vordering van de schuldeiser) of inbreng van de vordering als storting anders dan in geld. De heersende leer is dat sprake is van inbreng in geld. Een alternatieve wijze van schuld omzetten in kapitaal houdt in dat een aandeelhouder zijn bestaande aandeel overdraagt aan een schuldeiser (het eigen vermogen blijft dan hetzelfde), zie Braun/Frank 2017, InsO § 225a Rn. 8.

131 Zie Mallon, Waisman & Schrock 2017, par. 11.35 en Quist 2018, p. 235 e.v.

middel van uitgifte van nieuwe aandelen wordt in Engeland en Duitsland in de regel voorafgegaan door een kapitaalvermindering.¹³² Ik zet allereerst het overkoepelede recht van de *debt for equity swap* (en in wezen van alle zeggenschapsrechten) uiteen, het stemrecht van aandeelhouders.

2.5.1.1 Stemrecht

Het meest wezenlijke zeggenschapsrecht van een aandeelhouder is het stemrecht. Iedere aandeelhouder, behoudens een houder van stemrechtloze aandelen, mag in beginsel zijn stemrecht uitoefenen in de algemene vergadering.¹³³ Hij heeft ten minste één stem. De omvang van het stemrecht kan variëren. Zo bestaat in Nederland het *one share one vote* stelsel indien het maatschappelijk kapitaal verdeeld is in aandelen van hetzelfde nominale bedrag: voor ieder aandeel heeft de aandeelhouder een stem.¹³⁴ In Duitsland is het uitgangspunt dat elke euro van een aandeel een stem inhoudt voor de aandeelhouder.¹³⁵ Engeland wijkt op dit punt enigszins af. Twee manieren van stemmen zijn in Engeland mogelijk.¹³⁶ De eerste mogelijkheid is het stemmen bij handopsteken en in dat geval komt iedere aandeelhouder, ongeacht zijn aandelenbelang, één stem toe. Daarnaast kan ter vergadering worden gekozen voor een schriftelijke stemming (*a poll*), waarbij dan het *one share one vote* principe geldt.¹³⁷

Een aandeelhouder brengt zijn stem in de algemene vergadering uit. Iedere aandeelhouder mag op de algemene vergadering aanwezig zijn en daar het woord voeren over een voorgenomen preventieve herstructurering.¹³⁸ Aandeelhouders dienen tijdig

132 Bork 2012, p. 223 en p. 227, Wolf 2015, p. 165 en p. 187 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 353-354.

133 Het kan zijn dat onder bepaalde omstandigheden aandeelhouders hun stemrecht niet mogen uitoefenen. Zie bijv. art. 2:228 BW dat bepaalt dat de statuten onder bepaalde omstandigheden het stemrecht kunnen schorsen. Zie ook art. 2:12 BW. En zie bijv. §47 lid 4 GmbHG: het stemrecht van een aandeelhouder wordt o.a. (tijdelijk) uitgesloten wanneer de besluitvorming gaat over het goedkeuren van handelingen van die aandeelhouder.

134 Art. 2:228 lid 2 BW. Het aandelenkapitaal kan ook in verschillende bedragen zijn verdeeld, zie art. 2:228 lid 3 BW. De statuten mogen van lid 2 en lid 3 afwijken, zie art. 2:228 lid 4 BW.

135 §47 lid 2 GmbHG. §45 lid 2 GmbHG biedt veel vrijheid om in de statuten af te wijken van de hoofdregels uit het GmbHG. Zie hierover: MüKoGmbHG/Drescher 2019, GmbHG § 47 Rn. 124-127. Het maakt overigens niet uit of het aandeel is volgestort, zie MüKoGmbHG/Drescher 2019, GmbHG § 47 Rn. 120.

136 S.284 CA 2006.

137 S.284 lid 3 CA 2006 en s.44 Model Articles. Zie hierover bijv. Davies & Worthington 2016, p. 448-449. Van het *one share one vote* principe mag worden afgeweken in de statuten, zie s.284 lid 4 CA 2006 en s.22 Model Articles.

138 Art. 2:227 lid 1 BW en s.37 lid 1 Model Articles. In Duitsland staat dit niet expliciet in de wet, zie MüKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 48 Rn. 11. Art. 2:227 lid 2 BW biedt de mogelijkheid statutair vergaderrechten toe te kennen aan certificaathouders.

te worden opgeroepen voor de algemene vergadering. Hoewel de oproepingstermijn bij een besloten vennootschap niet lang is,¹³⁹ kan een gebrek aan tijd juist bij een preventieve herstructurering spelen.¹⁴⁰ In beginsel worden de besluiten door de algemene vergadering genomen met een volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen (een gewone meerderheid van stemmen).¹⁴¹ De wet of de statuten kunnen een grotere stemmeerderheid voorschrijven. Ik geef hierna aan wanneer een gewone meerderheid van stemmen niet volstaat. De Companies Act 2006 maakt bijvoorbeeld een expliciet onderscheid tussen *ordinary resolutions* en *special resolutions*. Bij de *special resolutions* is een drie vierde stemmeerderheid vereist.¹⁴² *Special resolutions* zijn besluiten van de algemene vergadering waaraan de wet of de statuten een bijzondere stemmeerderheid verbinden omdat deze besluiten leiden tot belangrijke wijzigingen binnen de vennootschap.¹⁴³ Vrijwel alle besluiten in het kader van een preventieve herstructurering zijn *special resolutions*.

Besluitvorming kan tevens buiten de algemene vergadering plaatsvinden. Naar Nederlands en Duits recht moeten alle vergadergerechtigden met deze wijze van vergaderen hebben ingestemd.¹⁴⁴ Engels recht vereist dit niet.¹⁴⁵ Het enige verschil met besluitvorming in een vergadering in Engeland is dat besluiten met de meerderheid van alle stemgerechtigden in plaats van de meerderheid van de uitgebrachte stemmen moeten worden genomen.

Een aandeelhouder mag zijn stemrecht in beginsel naar eigen inzicht uitoefenen. Desalniettemin heeft een aandeelhouder onder omstandigheden bij de uitoefening van zijn stemrecht rekening te houden met belangen van anderen. Zoals bij de *corporate governance* modellen aan bod kwam, spelen bij een vennootschap meerdere belangen dan enkel de belangen van aandeelhouders. De grenzen voor de uitoefening van het stemrecht komen uitgebreid aan bod in paragraaf 2.7, zowel voor Nederland, Engeland als Duitsland.

139 De oproepingstermijn is in Nederland en Duitsland minimaal acht respectievelijk zeven dagen (art. 2:225 BW en §51 GmbHG) en in Engeland minimaal veertien dagen (s.307 CA 2006).

140 Mallon, Waisman & Schrock 2017, par. 11.20.

141 Art. 2:230 BW, s.282 CA 2006 en §47 GmbHG.

142 S.283 CA 2006.

143 Zie Davies & Worthington 2016, par. 15-44.

144 Art. 2:238 lid 1 BW en §48 lid 2 GmbHG.

145 S.281 CA 2006. Zie Davies & Worthington 2016, p. 405 en French, Mayson & Ryan 2016, p. 385.

Alleen een besluit over het ontslag van bestuurders kan niet buiten vergadering worden genomen.

2.5.1.2 Uitgifte van aandelen

Een *debt for equity swap* vereist de uitgifte van nieuwe aandelen. De aandeelhouder stemt in beginsel in de algemene vergadering over de uitgifte van aandelen, althans in Nederland en Duitsland. In Nederland kunnen de statuten van een BV een ander orgaan aanwijzen of kan de algemene vergadering de bevoegdheid bij besluit overdragen aan een ander orgaan.¹⁴⁶ In Duitsland besluit de algemene vergadering met een driekwart meerderheid van de uitgebrachte stemmen over verhoging van het aandelenkapitaal.¹⁴⁷ Het bestuur kan evenwel (statutair) gemachtigd zijn voor een periode van maximaal vijf jaar om te besluiten tot een kapitaalverhoging.¹⁴⁸ In Engeland hebben aandeelhouders niet de directe bevoegdheid te besluiten tot verhoging van het aandelenkapitaal door een aandelenuitgifte. Zij kunnen echter wel bepalen of en hoe het bestuur dit kan en daardoor indirect invloed uitoefenen. Het bestuur is bevoegd tot het uitgeven van aandelen wanneer dit in de statuten staat of de aandeelhouders een machtiging (eventueel met voorwaarden) aan het bestuur geven tot een aandelenuitgifte.¹⁴⁹

De schuldeisers verkrijgen de nieuw uitgegeven aandelen. Hun vorderingen op de vennootschap worden ingebracht ter storting op de aandelen. In Duitsland betreft dit een inbreng in natura,¹⁵⁰ in Engeland een inbreng in geld.¹⁵¹ De heersende leer in Nederland is dat dit een inbreng in geld betreft.¹⁵²

Soorten aandelen

Verschillende soorten aandelen kunnen worden uitgegeven aan de schuldeisers.¹⁵³ In Engeland duidt men dit aan met *classes of shares* en in Duitsland wordt de term *Sonderrechte* genoemd om gewone aandelen te onderscheiden van aandelen waaraan afwijkende financiële of zeggenschapsrechten zijn verbonden. Een vennootschap zal in de praktijk doorgaans verschillende soorten aandelen kennen.¹⁵⁴ In Boek 2 BW zijn

146 Art. 2:206 BW.

147 Kapitaalverhoging kan geschieden door uitgifte van nieuwe aandelen of verhoging van het nominale bedrag van de aandelen, zie §57h GmbHG.

148 §55a GmbHG.

149 S.549-551 CA 2006. Wanneer slechts één klasse van aandeelhouders bestaat, is het bestuur sowieso bevoegd, zie s.550 CA 2006.

150 O.a. MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 41 en Uhlenbruck/Hirte 2019, InsO § 225a Rn. 20.

151 Mallon, Waisman & Schrock 2017, par. 11.54.

152 Zie Quist 2018, par. 14.2.1.

153 Bij een Nederlandse BV kunnen dit ook aandelen met een bepaalde aanduiding zijn, zie art. 2:201 lid 3 BW. Deze zijn altijd onderdeel van een soort aandeel. Zie voor het onderscheid verder: Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/305.

154 Zie bijv. Davies & Worthington 2016, p. 791-792. In de statuten kan met letters of cijfers het onderscheid tussen de soorten aandelen worden aangeduid.

gelijkluidende rechten en verplichtingen verbonden aan een aandeel het uitgangspunt: “Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, zijn aan alle aandelen in verhouding tot hun bedrag gelijke rechten en verplichtingen verbonden.”¹⁵⁵ De Duitse wet maakt geen onderscheid naar verschillende soorten aandelen en in Engeland definieert de Companies Act 2006 een klasse van aandelen als volgt: “shares are of one class if the rights attached to them are in all respects uniform.”¹⁵⁶ Voor alle drie de landen geldt dat de statuten kunnen voorzien in verschillende soorten aandelen.¹⁵⁷ Veel variatie is daarin mogelijk, mits de dwingendrechtelijke bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen niet wordt aangetast.¹⁵⁸ In Duitsland is de bevoegdheidsverdeling grotendeels in de statuten geregeld (*Satzungsautonomie*).¹⁵⁹ In Engeland is de bevoegdheidsverdeling ook aan de statuten overgelaten. Nederland kent daarentegen meer wettelijk neergelegde bevoegdheden voor vennootschapsorganen.¹⁶⁰

Welke soorten aandelen kunnen voor schuldeisers interessant zijn om te verkrijgen in het kader van een *debt for equity swap* bij een preventieve herstructurering? Een onderscheid is te maken tussen aandelen waaraan bepaalde zeggenschapsrechten zijn verbonden en aandelen waaraan bepaalde financiële rechten zijn verbonden. Een combinatie van beide is ook mogelijk. Het hangt met name af van wat partijen willen. Schuldeisers zullen met name geïnteresseerd zijn in aandelen waaraan bepaalde financiële rechten zijn verbonden. Het biedt hen de mogelijkheid te profiteren van het toekomstige surplus van het vermogen van de vennootschap indien de vennootschap weer financieel gezond is. Op die manier kunnen zij een deel van hun ‘investerings’ terugverdienen. De uitgifte van preferente aandelen (*preference shares*) is vaak onderdeel van een *debt for equity swap*.¹⁶¹ Deze aandelen geven voorrang

155 Art. 2:201 lid 1 BW.

156 S.629 CA 2006.

157 S.629 e.v. CA 2006 en §45 GmbHG. Het is ook mogelijk in een aandeelhoudersovereenkomst bepaalde rechten toe te kennen aan aandeelhouders.

158 O.a. MüKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 45 Rn. 128. Zie verder par. 2.2.2 over de bevoegdheidsverdeling.

159 O.a. Otto 2008, p. 6, MüKoGmbHG/Reichert/Weller 2018, GmbHG § 14 Rn. 97-101 en MüKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 45 Rn. 129-131. Zo dient bijv. de bevoegdheid tot een statutenwijziging bij de algemene vergadering te blijven.

160 Zie bijv. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/655.

161 Wolf 2015, p. 198, Cohen & Ruiz 2016, p. 16, Tollenaar 2016, p. 116, p. 126 en p. 297 en Asser/De Serië 2-IV 2017/265. Winstrechtloze of winstrechtsbeperkte aandelen zijn ook mogelijk. Dit soort aandelen ligt niet voor de hand bij een preventieve herstructurering, aangezien de schuldeisers aandelen verkrijgen waaraan (enkel) zeggenschapsrechten zijn verbonden.

boven de gewone aandelen op het dividend en/of het liquidatiesaldo.¹⁶² De voorrang kan gekoppeld zijn aan een vast percentage, bijvoorbeeld een percentage van de nominale waarde van het aandeel. Preferente aandelen kunnen zich in diverse varianten voordoen. Zo bestaan cumulatief preferente aandelen.¹⁶³ Dit betekent dat indien het ene jaar geen dividend is uitgekeerd of slechts een deel van het vaste percentage, de houders van preferente aandelen bij de volgende dividenduitkering ook het achterstallige dividend ontvangen. Cumulatief preferente aandelen zijn met name relevant bij een preventieve herstructurering omdat het een paar jaar kan duren voordat de vennootschap weer winstgevend is. Daarnaast zijn ook preferente winstdelende aandelen mogelijk.¹⁶⁴ Dit houdt in dat de aandeelhouders ook delen in de winst die resteert voor de houders van gewone aandelen. Ook converteerbare preferente aandelen kunnen worden uitgegeven in het kader van een *debt for equity swap*. Schuldeisers ontvangen bijvoorbeeld converteerbare preferente aandelen terwijl de bestaande aandeelhouders hun aandelenbelang behouden in de vorm van gewone aandelen.¹⁶⁵ Voorwaarden kunnen worden verbonden aan de conversie waardoor na een aantal jaren de preferente aandelen converteren in gewone aandelen en het aandelenbelang van de bestaande aandeelhouders alsnog verwatert. Het dient als stimulans dat de bestaande aandeelhouders betrokken blijven bij de vennootschap na de herstructurering.

Niet alleen financiële rechten kunnen van belang zijn voor schuldeisers die aandelen verkrijgen. Aandelen waaraan naast bijzondere financiële rechten bepaalde zeggenschapsrechten zijn verbonden, kunnen juist een vereiste zijn waaronder schuldeisers in het kader van een *debt for equity swap* bereid zijn aandelen in de vennootschap te verkrijgen. Dit is het geval wanneer schuldeisers tevens invloed willen kunnen uitoefenen op het beleid van de vennootschap, juist om hun financiële risico's te beperken. Welke zeggenschapsrechten relevant zijn, zal per herstructurering verschillen. Allereerst kan worden gedacht aan aandelen met meervoudig stemrecht. Zoals hiervoor aan bod kwam, is in Nederland, Duitsland en afhankelijk van of stemming in Engeland plaatsvindt met een *poll, one share one vote* het uitgangspunt. De statuten mogen hiervan afwijken en meervoudig stemrecht aan aandelen toekennen.¹⁶⁶ De

162 Zie art. 2:206a lid 2 sub a en sub b BW en §29 GmbHG. Zie over preferente aandelen o.a. Davies & Worthington 2016, p. 792-794, French, Mayson & Ryan 2016, p. 166-167, Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/39 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/308. In Engeland hebben houders van preferente aandelen in de regel geen stemrecht, zie Davies & Worthington 2016, p. 796.

163 In Engeland zijn preferente aandelen cumulatief, tenzij anders is bepaald in de statuten van de vennootschap.

164 Zie bijv. Davies & Worthington 2016, p. 793 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/308.

165 ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 296 e.v. Zie verder par. 3.3.8.2 onder b.

166 Art. 2:228 lid 4 BW, §47 lid 2 GmbHG en s.284 lid 4 CA 2006.

uitgifte van stemrechtloze aandelen is ook mogelijk. Dit is relevant wanneer schuldeisers geen zeggenschap in de vennootschap willen hebben.¹⁶⁷ Naast het variëren in het aantal stemmen dat een aandeelhouder mag uitbrengen, is het ook mogelijk aan aandelen bepaalde bijzondere zeggenschapsrechten te verbinden. Deze heten in Nederland ook wel prioriteitsaandelen.¹⁶⁸ In Duitsland geldt de overkoepelende term *Sonderrechte* en in Engeland bestaat hiervoor geen specifieke term.¹⁶⁹ Met name de goedkeuring van bepaalde bestuursbesluiten, een instructierecht, het recht een of meer bestuurders of commissarissen te benoemen of voor te dragen en de bevoegdheid te besluiten tot een winstreservering, zijn zeggenschapsrechten waarmee invloed kan worden uitgeoefend op het bestuur en het beleid van de vennootschap.¹⁷⁰

2.5.1.3 Voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen

Bij nieuw uit te geven aandelen hebben bestaande aandeelhouders in beginsel een voorkeursrecht naar evenredigheid van hun aandelen, tenzij de statuten dit uitsluiten of beperken.¹⁷¹ Een bestaande aandeelhouder hoeft geen zeggenschap of deelgerechtigdheid in de winst te verliezen indien hij gebruikmaakt van zijn voorkeursrecht en nieuwe aandelen koopt.¹⁷² Het is aan de aandeelhouder zelf of hij van de mogelijkheid gebruik wil maken. Bij een *debt for equity swap* is het de bedoeling dat de nieuw uit te geven aandelen bij de schuldeisers terechtkomen en niet (of slechts gedeeltelijk) bij de bestaande aandeelhouders.¹⁷³ Schuldeisers zullen doorgaans niet een gering aandelenbelang willen verkrijgen met het oog op de aan een aandeel verbonden financiële rechten (te weten de hoogte van een dividenduitkering) en zeggenschapsrechten.¹⁷⁴ Een uitsluiting van het voorkeursrecht is nodig zodat het aandelenbelang van de bestaande aandeelhouders verwatert, wanneer deze niet bereid zijn mee te werken.

167 Aan de vergadering van houders van stemrechtloze aandelen kunnen bepaalde bevoegdheden worden toegekend in Nederland, zie art. 2:189a BW.

168 Art. 2:206a lid 2 sub a en sub b BW.

169 Houders van preferente aandelen hebben in Engeland vaak geen stemrecht, behalve ten aanzien van besluiten over een dividenduitkering, zie Davies & Worthington 2016, p. 794-795.

170 Assink/Slagter 2013, p. 517 e.v., Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/309 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/655. Zie ook MüKoGmbHG/Reichert/Weller 2018, GmbHG § 14 Rn. 97-101.

171 Art. 2:206a BW, s.561-577 CA 2006 en (analoog aan) §186 lid 3 AktG. Zie verder uitgebreid Davies & Worthington 2016, p. 804-806.

172 *Kamerstukken II* 1978/79, 15304, nr. 3, p. 7 en p. 30-31.

173 O.a. Bork 2012, p. 227 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, par. 11.37.

174 Dit was in de zaak *Inter Access* het geval. De minderheidsaandeelhouder was bereid zijn vordering om te zetten in aandelen, maar wilde wel een meerderheidsbelang verkrijgen. De meerderheidsaandeelhouder mocht niet gebruikmaken van zijn voorkeursrecht. Zie Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BL3680, *JOR* 2010/60 (*Inter Access*).

In Nederland hebben houders van gewone aandelen geen voorkeursrecht bij de uitgifte van preferente aandelen, tenzij de statuten anders bepalen.¹⁷⁵ Dit geldt eveneens bij de uitgifte van stemrechtloze aandelen.¹⁷⁶ Voorts bestaat geen voorkeursrecht bij de uitgifte van aandelen aan werknemers. De algemene vergadering (of een ander aangewezen orgaan) mag het voorkeursrecht tevens beperken dan wel uitsluiten bij de uitgifte zelf.¹⁷⁷ Een dergelijk besluit van de algemene vergadering is vereist in het kader van een *debt for equity swap* wanneer aandelen worden uitgegeven waarvoor het voorkeursrecht wel van toepassing is.

In Engeland bestaat een vergelijkbare regeling.¹⁷⁸ Het voorkeursrecht bestaat niet bij de uitgifte van bonusaandelen, aandelen waarbij een inbreng anders dan in geld is overeengekomen en werknemersaandelen.¹⁷⁹ De uitgifte van aandelen in het kader van een *debt for equity swap* is naar Engels recht aan te merken als een storting in geld. Daarnaast kunnen de statuten of de algemene vergadering bij besluit, het voorkeursrecht uitsluiten of beperken of bepalen dat het bestuur hierover beslist.¹⁸⁰

In tegenstelling tot Nederland en Engeland staat het voorkeursrecht niet in de Duitse wet voor GmbH's. De statuten kunnen hier wel in voorzien. In de Duitse literatuur en rechtspraak wordt aangenomen dat het voorkeursrecht analoog aan de regeling voor de AG ook geldt voor aandeelhouders van een GmbH, ongeacht of het voorkeursrecht is opgenomen in de statuten van de GmbH.¹⁸¹ De gevolgen van een aandelenuitgifte voor bestaande aandeelhouders, onder meer verwatering van aandelen, verschillen namelijk niet bij beide rechtsvormen.¹⁸² In Duitsland besluit de algemene vergadering over uitsluiting van het voorkeursrecht gelijktijdig met het besluit over de kapitaalverhoging.¹⁸³ De uitsluiting moet *sachlich gerechtfertigt* zijn, dat wil zeggen in het belang van de vennootschap zijn en evenredig en noodzakelijk zijn gelet op het doel.¹⁸⁴ Dit is doorgaans het geval bij een *debt for equity swap* in het kader van een preventieve herstructurering.

175 Art. 2:206a lid 2 en lid 3 BW.

176 Art. 2:206a lid 2 sub c BW.

177 Art. 2:206a lid 1 BW. Een anti-verwateringsclausule in een aandeelhoudersovereenkomst moet daarbij op grond van die overeenkomst, in beginsel, in acht worden genomen.

178 Zie uitgebreid Worthington & Davies 2012, p. 879-890.

179 S.564-566 CA 2006.

180 S.567 e.v. CA 2006.

181 §186 AktG. Zie Müller 2006, p. 78-79, BeckOK GmbHG/Ziemons 2017, GmbHG § 55 Rn. 71-74 en MüKoGmbHG/Lieder 2019, GmbHG § 55 Rn. 70-72.

182 Grunewald 2008, p. 391.

183 Analoog aan §186 lid 3 AktG. Een stemmeerderheid van de algemene vergadering waarbij drie vierde van het geplaatst kapitaal is vertegenwoordigd, is daarbij vereist, tenzij het bestuur gemachtigd is om te beslissen over de aandelenuitgifte.

184 Michalski/Hermanns 2017, GmbHG § 55 Rn. 49.

2.5.1.4 Statutenwijziging

In het kader van een *debt for equity swap* kan een statutenwijziging vereist zijn, bijvoorbeeld wanneer een nieuw soort aandelen wordt uitgegeven, zoals preferente aandelen. Zoals hiervoor vermeld, kunnen de statuten voorzien in soorten aandelen. De algemene vergadering besluit over een statutenwijziging.¹⁸⁵ In Nederland wordt het besluit in beginsel met een gewone stemmeerderheid genomen. In Engeland en Duitsland geldt daarentegen een driekwart stemmeerderheid.¹⁸⁶

Een statutenwijziging behoeft daarnaast de instemming van houders van aandelen van een bepaalde soort indien daarmee negatieve wijzigingen worden aangebracht in de rechten van deze aandeelhouders. In Nederland is dit het geval wanneer een besluit tot statutenwijziging specifiek afbreuk doet aan rechten van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.¹⁸⁷ Hetzelfde geldt als een statutenwijziging niet alle aandeelhouders treft, maar slechts de rechten verbonden aan een bepaalde groep aandelen raakt.¹⁸⁸ Een soortgelijke regel heet in Engeland *variation of the rights attached to a class of shares* en in Duitsland *Beeinträchtigung des Sonderrechts*.¹⁸⁹ In het kader van een preventieve herstructurering kunnen bepaalde rechten die zijn verbonden aan soorten aandelen worden beperkt of ontnomen, soms om ze vervolgens aan nieuwe aandeelhouders toe te kennen. Denk aan het winstrecht, een vetorecht of het recht om een of meer bestuurders van de vennootschap te benoemen.¹⁹⁰ In Nederland moet dan de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding met een gewone stemmeerderheid over de wijziging besluiten (tenzij de statuten anders bepalen).¹⁹¹ De instemming is niet vereist wanneer bij toekenning van het recht de bevoegdheid tot wijziging uitdrukkelijk is voorbehouden.¹⁹² In Engeland is het uitgangspunt een driekwart meerderheid van de houders van de soort aandelen. In Duitsland is de instemming vereist van alle houders van aandelen van een bepaalde soort op wie de negatieve wijziging van rechten betrekking heeft.¹⁹³

185 Art. 2:231 BW, s.21 CA 2006 en §53 GmbHG.

186 S.283 CA 2006 en §53 lid 2 GmbHG.

187 Art. 2:231 lid 4 BW.

188 Zie o.a. Van der Heijden/Dortmond 2013/342 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/262.

189 S.630 (lid 5) e.v. CA 2006 (indien de statuten niets anders bepalen) en §35 BGB jo. §53 GmbHG.

190 BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 225a Rn. 15.

191 Zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/11.

192 Art. 2:231 lid 4 BW.

193 §35 BGB jo. §53 lid 3 GmbHG. Zie verder MüKoGmbHG/Harbarth 2018, GmbHG § 53 Rn. 178-181.

Het ontbreken van de toestemming leidt ertoe dat de statutenwijziging niet geldt jegens de aandeelhouder die niet heeft ingestemd.

2.5.1.5 Kapitaalvermindering

Onderdeel van een *debt for equity swap* kan ook een kapitaalvermindering zijn. Met name in Engeland en Duitsland doet zich dit voor; het is in Nederland minder gebruikelijk (zie hierna). Een kapitaalvermindering vindt in Engeland en Duitsland in de regel plaats met een (gelijktijdige) kapitaalverhoging.¹⁹⁴ Het bestaande aandelenkapitaal wordt eerst verminderd waarna het aandelenkapitaal weer wordt verhoogd door middel van de uitgifte van nieuwe aandelen. De kapitaalvermindering houdt een aanpassing in van het bestaande aandelenkapitaal aan de financiële situatie van de vennootschap om zo de daadwerkelijke vermogenspositie van de vennootschap op de balans weer te geven.¹⁹⁵ De motieven voor de kapitaalvermindering zijn als volgt te duiden: “In short, the new investor does not want his investment to fund the past losses of the company nor that existing shareholders should participate in future profits.”¹⁹⁶ De kapitaalvermindering leidt tot delging van de geleden verliezen,¹⁹⁷ waardoor de winst die de geherstructureerde vennootschap weer gaat maken, eerder voor uitkering aan de nieuwe aandeelhouders in aanmerking komt.¹⁹⁸ Bovendien hoeven de schuldeisers die winst dan niet te delen met de bestaande aandeelhouders.¹⁹⁹ Bij een preventieve herstructurering zullen aandeelhouders doorgaans *out of the money* zijn. Het is dan mogelijk het bestaande aandelenkapitaal te verminderen tot nul zonder dat aandeelhouders een vergoeding krijgen.

Een kapitaalvermindering kan in Engeland op diverse manieren plaatsvinden.²⁰⁰ De meest voorkomende in het kader van een *debt for equity swap* is een intrekking van aandelen (*cancellation of shares*) of, indien aandeelhouders nog wel een aandelenbelang mogen behouden, een verlaging van de nominale waarde van de aandelen.²⁰¹ In Duitsland vindt kapitaalvermindering plaats door een verlaging van het geplaatst kapitaal gecombineerd met een aanpassing van de nominale waarde

194 Bork 2012, p. 223 en p. 227, Wolf 2015, p. 165 en p. 187 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 353-354.

195 O.a. Simon & Merkelbach 2012, p. 125, MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 42, Wolf 2015, p. 165 en Davies & Worthington 2016, p. 332.

196 Davies & Worthington 2016, p. 332.

197 Boschma & Schutte-Veenstra, in: *T&C BW* 2018, art. 2:208 BW, aant. 4.

198 Zie par. 2.6.2 over het winstrecht van aandeelhouders en de voorwaarden waaronder winst mag worden uitgekeerd.

199 Dit kan ook bijv. door de uitgifte van preferente aandelen aan de schuldeisers worden gerealiseerd. Ook is het mogelijk dat bestaande aandeelhouders een call-optie verkrijgen, waarmee zij na het verstrijken van een bepaalde periode en onder voorwaarde dat de vennootschap weer financieel gezond is, weer aandelen mogen verkrijgen.

200 S.641 lid 3 en lid 4 CA 2006.

201 Zie Wolf 2015, p. 188 en Davies & Worthington 2016, p. 323-324.

van de aandelen.²⁰² De algemene vergadering besluit in zowel Engeland als Duitsland over een kapitaalvermindering met een drie vierde stemmeerderheid.²⁰³

In Nederland gaat in de regel geen kapitaalvermindering vooraf aan de aandelen-emissie bij een preventieve herstructurering. Weliswaar kan door de uitgifte van nieuwe aandelen, met uitsluiting van het voorkeursrecht, het aandelenbelang van de bestaande aandeelhouders sterk verwateren, maar zij behouden in beginsel wel een (gering) aandelenbelang. Het is evenwel mogelijk, teneinde verliezen weg te werken, een kapitaalvermindering te combineren met een kapitaalverhoging in het kader van een *debt for equity swap*. Met de komst van de WHOA zal dit wellicht vaker gebeuren: een besluit van de algemene vergadering is onder de WHOA niet vereist voor een kapitaalvermindering.²⁰⁴ In Nederland geschiedt een kapitaalvermindering door intrekking van de aandelen of verlaging van de nominale waarde van de aandelen.²⁰⁵ De algemene vergadering besluit hiertoe met een gewone meerderheid van stemmen, tenzij de statuten anders bepalen.²⁰⁶

Overigens kan een kapitaalvermindering ook zonder een *debt for equity swap* onderdeel zijn van een preventieve herstructurering. Zo is bij de WHOA en de Duitse akkoordprocedure de *absolute priority rule (APR)* van toepassing wanneer een stemklasse heeft tegengestemd.²⁰⁷ De *APR* houdt in dat een aandeelhoudersklasse niets mag ontvangen of behouden voordat de hoger gerangschikte klassen zijn voldaan. Aandeelhouders raken in de regel hun aandelenbelang kwijt aangezien volledige voldoening van de hoger gerangschikte klassen niet realistisch is bij een vennootschap in financiële nood. Wel moet dan ten minste één aandeel met stemrecht in handen zijn van een ander dan de vennootschap, bijvoorbeeld een schuldeiser.²⁰⁸

202 §58a lid 3 GmbHG. Zie Bork 2012, p. 220-221. Zie verder par. 5.4.9.2. Deze figuur komt niet voor in het Nederlandse recht. Intrekking van aandelen is bij een GmbH, anders dan naar Nederlands of Engels recht, geen vorm van kapitaalvermindering.

203 S.641 e.v. CA 2006 en §46 sub 4 GmbHG jo. §34 GmbHG en §58 e.v. GmbHG. In Engeland is daarnaast rechterlijke toestemming vereist of een zogenaamde *solvency statement*.

204 Art. 370 lid 5 Fw.

205 Art. 2:208 BW.

206 Wanneer in Nederland het geplaatst kapitaal uit verschillende soorten aandelen bestaat, moet iedere klasse van aandeelhouders tevens goedkeuring verlenen indien de kapitaalvermindering hen raakt, zie art. 2:231a lid 1 BW. Een verlaging van de nominale waarde van een aandeel vereist tevens een statutenwijziging.

207 Zie par. 5.4.6.2 en par. 6.5.8.1.

208 Art. 2:175 lid 1 BW.

2.5.2 Goedkeuringsrecht

Naast de zeggenschapsrechten in het kader van een *debt for equity swap*, kan ook het goedkeuringsrecht een rol spelen bij een preventieve herstructurering. Besluiten van het bestuur kunnen zijn onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering waardoor in het kader van een preventieve herstructurering het bestuur mogelijk niet zelfstandig mag besluiten. Een onderscheid bestaat tussen de goedkeuring van een bestuursbesluit tot het aanbieden van een preventief herstructureringsakkoord en de goedkeuring van bestuursbesluiten die nodig zijn voor de uitvoering van het akkoord. In Nederland behoeft het bestuur voor de aanbieding van een akkoord op grond van de WHOA niet de (statutair of contractueel neergelegde) goedkeuring van de algemene vergadering of van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.²⁰⁹ Dit is eveneens het geval in Engeland. In Duitsland kan een preventieve herstructurering enkel plaatsvinden nadat is verzocht om de opening van een insolventieprocedure. Wanneer het bestuur een openingsverzoek doet wanneer sprake is van dreigende betalingsonmacht (*drohende Zahlungsunfähigkeit*), is de goedkeuring van de algemene vergadering vereist voor de opening van een insolventieprocedure.²¹⁰ Het ontbreken van de goedkeuring tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur echter niet aan.²¹¹

Ook bestuursbesluiten die van belang zijn voor de uitvoering van een akkoord kunnen zijn onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering.²¹² In Nederland kunnen bij of krachtens de statuten bestuursbesluiten worden onderworpen aan de goedkeuring van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.²¹³ Voor de NV is daarnaast in artikel 2:107a BW neergelegd dat goedkeuring van de algemene vergadering is vereist voor besluiten die een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming teweegbrengen.²¹⁴ Voor de BV ontbreekt in de wet een dergelijke bepaling. De wetgever heeft expliciet bepaald dat eenzelfde bepaling voor de BV overbodig is vanwege het feit dat aandeelhouders van een BV ‘dichter’ op de besluitvorming van het bestuur zitten.²¹⁵

209 Art. 370 lid 5 Fw. Zie verder par. 6.5.11.4.

210 §18 InsO. Zie OLG München 21 maart 2013, *NZG* 2013, 742. Zie verder o.a. Oppenländer & Trölitzsch (red.) 2011, §18, Rn. 55-65 en BeckOK InsO/Wolfer 2018, InsO § 18 Rn. 3-7.

211 O.a. Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 961 en BeckOK InsO/Wolfer 2018, § 18 Rn. 3-7. Het bestuur kan wel schadeplechtig zijn, zie OLG München 21 maart 2013, *NZG* 2013, 742. Zie verder par. 5.4.2.1.

212 Deze goedkeuringsbesluiten van de algemene vergadering zijn tevens niet vereist onder de WHOA, zie art. 370 lid 5 Fw.

213 Art. 2:239 lid 3 BW (jo. art. 2:189a BW).

214 Het ontbreken van de goedkeuring tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur niet aan, zie art. 2:107a lid 2 BW. Zie verder Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/18.

215 *Kamerstukken II* 2003/04, 28 179, nr. 5, p. 19.

Met statutaire bepalingen of stemovereenkomsten kunnen aandeelhouders hun positie versterken. Toch kan ook worden verdedigd dat uit het systeem van het vennootschapsrecht een zekere reflexwerking van artikel 2:107a BW voor de BV voortvloeit.²¹⁶ De bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering en het bestuur van een NV verschilt mijns inziens niet wezenlijk met die van een BV, zeker niet bij een BV met veel aandeelhouders.²¹⁷ Juist bij een BV met veel aandeelhouders gaat het ‘dichter op het bestuur zitten’ niet altijd op.

Ook in Duitsland kunnen de statuten bepaalde bestuursbesluiten aan goedkeuring van de algemene vergadering of houders van soorten aandelen onderwerpen.²¹⁸ Bij een substantiële reorganisatie van de vennootschap, zoals de overdracht van een groot gedeelte van de onderneming, bestaat de ongeschreven regel dat het bestuur de algemene vergadering om goedkeuring moet vragen.²¹⁹ Het gaat hierbij om besluiten die de kernbevoegdheid van de algemene vergadering met betrekking tot de structuur van de vennootschap raken. De gevolgen van het besluit komen in feite overeen met een toestand die alleen door een statutenwijziging tot stand kan komen. In de woorden van het Bundesgerichtshof:

“(…) eine im Gesetz nicht ausdrücklich vorgesehene Mitwirkung der Hauptversammlung bei Geschäftsführungsmaßnahmen des Vorstands nur in engen Grenzen, nämlich dann in Betracht kommen, wenn sie an die Kernkompetenz der Hauptversammlung, über die Verfassung der Gesellschaft zu bestimmen, rühren und in ihren Auswirkungen einem Zustand nahezu entsprechen, der allein durch eine Satzungsänderung herbeigeführt werden kann.”²²⁰

De algemene vergadering moet dan met een drie vierde stemmeerderheid haar goedkeuring verlenen. Deze ongeschreven regel toont gelijkenissen met het hiervoor besproken Nederlandse goedkeuringsrecht bij belangrijke besluiten uit artikel 2:107a BW.

216 Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/42 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/23 (met jurisprudentieverwijzingen). Zie daarentegen Assink/Slagter 2013, nr. 43.4 die aangeeft dat analoge toepassing niet zomaar mag worden aangenomen nu de wetgever heeft besloten geen bepaling voor de BV op te nemen: een statutaire grondslag is alsnog vereist.

217 Klaassen 2007, p. 236.

218 Zie §37 GmbHG. De goedkeuring ziet niet enkel op besluiten, maar breder gezien op de *Geschäftsführung*. Zie hierover o.a. BeckOK GmbHG/Wisskirchen/Kuhn 2019, GmbHG § 37 Rn. 14 en MüKoGmbHG/Stephan/Tieves 2019, GmbHG § 37 Rn. 107-114.

219 Dit is de zogenoemde Holzmüller doctrine, zie BGH 25 februari 1982, NJW 1982, 1703 (Holzmüller). Hoewel de rechtspraak ziet op een AG wordt aangenomen dat deze ook geldt voor een GmbH, zie bijv. MüKoGmbHG 2018, §13, Rn. 1098. Müller 2006, p. 96 geeft aan dat dergelijke besluiten bij een GmbH vaak al in de statuten staan.

220 BGH 26 april 2004, NZG 2004, 571 (*Gelatine I*) en BGH 26 april 2004, NZG 2004, 575 (*Gelatine II*). Zie uitgebreid Klaassen 2004.

In Engeland ten slotte is het niet gebruikelijk een goedkeuringsrecht van de algemene vergadering in de statuten op te nemen voor (belangrijke) bestuursbesluiten.²²¹ Er is tevens geen ongeschreven goedkeuringsrecht.

2.5.3 Indirecte zeggenschapsrechten in de algemene vergadering

In het voorgaande ging het om besluiten van de algemene vergadering die (in voorkomende gevallen) vereist zijn voor het aanbieden en de uitvoering van een preventieve herstructurering. In deze paragraaf komen zeggenschapsrechten aan bod die geen noodzakelijke voorwaarde zijn, maar waarmee aandeelhouders een preventieve herstructurering kunnen belemmeren. Achtereenvolgens bespreek ik het bijeenroepingsrecht, het agenderingsrecht, het recht tot ontslag en benoeming van bestuurders of commissarissen, het instructierecht en het recht op informatie.

2.5.3.1 Bijeenroepingsrecht

Het uitgangspunt is dat het bestuur (of de raad van commissarissen) een algemene vergadering bijeenroept, maar aandeelhouders komt onder voorwaarden ook deze bevoegdheid toe.²²² Het recht om een algemene vergadering bijeen te roepen, is relevant bij een preventieve herstructurering omdat aandeelhouders hiermee, in samenhang met hun agenderingsrecht, kunnen bepalen wanneer en waarover zij besluiten nemen. Aandeelhouders kunnen bijvoorbeeld het ontslag agenderen van bestuurders die een preventief herstructureringsakkoord willen aanbieden. In de regel geldt dat aandeelhouders alleen besluitpunten kunnen (doen) agenderen over onderwerpen waarover de algemene vergadering mag besluiten.²²³

In Nederland mag iedere aandeelhouder die minstens één procent van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigt (of meerdere aandeelhouders tezamen) de vennootschap verzoeken tot bijeenroeping van een algemene vergadering, onder vermelding van de te behandelen onderwerpen.²²⁴ Roept het bestuur geen vergadering bijeen en heeft de aandeelhouder een redelijk belang, dan verleent de voorzieningenrechter hem een machtiging voor het bijeenroepen van een vergadering.²²⁵ In Duitsland

221 Hfst. 10 Listing Rules geldt voor beursvennootschappen waarvoor geldt dat bepaalde transacties onderworpen zijn aan de goedkeuring van de aandeelhouders. Zie Klaassen 2008, par. 4.

222 Art. 2:219 BW, §49 GmbHG en s.302 CA 2006.

223 Zoals eerder aangegeven, verschilt de bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering en het bestuur in de drie landen, mede door het verschil in statutaire vrijheden en het instructierecht. Zie 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 (*Boskalis/Fugro*) over de reikwijdte van het Nederlandse agenderingsrecht.

224 Art. 2:220 lid 1 BW. De statuten mogen de kapitaaldrempel lager stellen.

225 Art. 2:220 BW jo. art. 2:221 BW. Een verzoek mag worden afgewezen indien een zwaarwichtig belang zich hiertegen verzet. Dit is niet snel aan de orde, zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 77. Zie verder par. 6.5.11.4 onder e in het kader van de WHOA.

geldt een hogere kapitaaldrempel: aandeelhouders die tien procent van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen, hebben het recht een vergadering bijeen te roepen.²²⁶ Zij moeten het doel en de gronden van de bijeenroeping aan de vennootschap kenbaar maken. Wordt geen gehoor gegeven aan dit verzoek, dan mogen aandeelhouders de bijeenroeping zelf bewerkstelligen.²²⁷ Eveneens kunnen in Duitsland (en ook in Nederland) de statuten (individuele) aandeelhouders het bijeenroepingsrecht toekennen.

In Engeland mag een aandeelhouder die alleen of tezamen met andere aandeelhouders ten minste vijf procent van het gestort geplaatst kapitaal (met stemrecht) vertegenwoordigt, het bestuur tot het bijeenroepen van een vergadering verzoeken.²²⁸ De aandeelhouder moet een algemene beschrijving van het te agenderen onderwerp geven. Laat het bestuur na een vergadering bijeen te roepen, dan mag de aandeelhouder zelf een vergadering bijeenroepen.²²⁹

Overigens bestaat in Duitsland een verliesvergadering. Dit betekent dat het bestuur van een GmbH een vergadering bijeen moet roepen wanneer het eigen vermogen minder dan de helft van het geplaatst kapitaal betreft.²³⁰ Nederland en Engeland kennen een zekere variant hiervan voor naamloze vennootschappen.²³¹ Voor besloten vennootschappen bestaat deze verplichting in beide landen echter niet.

2.5.3.2 Agenderingsrecht

Als het moment waarop de besluitvorming plaatsvindt niet uitmaakt of reeds een algemene vergadering is aangekondigd, kan een aandeelhouder een agenderingsverzoek indienen voor de eerstvolgende algemene vergadering. In Nederland mogen een of meer aandeelhouders die alleen of tezamen met andere aandeelhouders minstens één procent van het geplaatst kapitaal in aandelen vertegenwoordigen, de vennootschap schriftelijk verzoeken om de plaatsing van een onderwerp op de agenda van de algemene vergadering.²³² Het bestuur mag dit slechts weigeren wanneer een

226 §50 lid 1 GmbHG.

227 §50 lid 3 GmbHG. Slechts bij evident misbruik van recht mag de vennootschap de bijeenroeping weigeren, zie verder MÜKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 50 Rn. 36-39. Dit komt nauwelijks voor.

228 S.303 CA 2006. Zie hierover o.a. Mayson, French & Ryan 2016, par. 14.8.14.

229 S.305 CA 2006. S.306 CA 2006 voorziet daarnaast nog in een regeling dat iedere aandeelhouder de rechter mag verzoeken een vergadering bijeen te roepen wanneer het onmogelijk is een vergadering (volgens de wettelijke of statutaire regels) bijeen te roepen.

230 §49 lid 3 GmbHG. Zie verder MÜKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 49 Rn. 57-60.

231 Art. 2:108a BW en s.656 CA 2006.

232 Art. 2:224a BW. De statuten kunnen een lagere drempel bevatten. Zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/51 voor een overzicht van overige agenderingsgerechtigden. Indiening van het verzoek dient in beginsel minimaal dertig dagen voor aanvang van de vergadering te geschieden.

zwaarwichtig belang van de vennootschap zich hiertegen verzet.²³³ Een hogere kapitaalgrens geldt in Duitsland, te weten tien procent van het geplaatst kapitaal.²³⁴ Het bestuur dient het agendapunt te agenderen, tenzij evident sprake is van misbruik van recht.²³⁵ In Engeland kan een aandeelhouder in een besloten vennootschap daarentegen geen onderwerp op de algemene vergadering doen plaatsen, anders dan in combinatie met het hiervoor besproken bijeenroepingsrecht.²³⁶

2.5.3.3 Benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders of commissarissen

Door bestuurders of commissarissen te vervangen, kunnen aandeelhouders invloed uitoefenen op het beleid van de vennootschap en aldus een preventieve herstructurering dwarsbomen.²³⁷ Ook kan het ontslag van een bestuurder (of een commissaris) juist onderdeel zijn van een preventieve herstructurering, bijvoorbeeld wanneer schuldeisers geen vertrouwen hebben in het huidige bestuur en slechts willen instemmen met een preventieve herstructurering als dat bestuur wordt vervangen.²³⁸

In Nederland en Duitsland geschiedt de benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders door de algemene vergadering, tenzij de statuten anders bepalen.²³⁹ Dit is in Nederland anders bij een structuurvennootschap. Bij een structuurvennootschap met een volledig structuurregime is de raad van commissarissen de benoemingsbevoegde en is de raad ook het orgaan dat de bestuurders kan schorsen en ontslaan.²⁴⁰

233 Art. 2:224a lid 1 BW. Zie par. 6.5.11.4 onder e over de vraag of het ontslag van bestuurders gedurende de WHOA een zwaarwichtig belang kan opleveren.

234 §50 lid 2 GmbHG. Het agenderingsverzoek moet maximaal drie dagen voor aanvang van de vergadering worden aangekondigd, zie §51 lid 4 GmbHG.

235 MüKoGmbHG/Liebscher 2019, GmbHG § 50 Rn. 36-39.

236 Davies & Worthington 2016, p. 437.

237 Zie ook Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 344.

238 Dit was bijv. in de VS het geval bij de bekende gitarenbouwer Gibson Brands Inc. Obligatiehouders wilden het ontslag van de bestuurder tevens grootaandeelhouder alvorens zij wilden herfinancieren om daarmee de vennootschap te behoeden voor een faillissement. De bestuurder weigerde echter op te stappen. Zie FD 1 mei 2018, 'Gitarenbouwer Gibson vraagt faillissementsbescherming aan'.

239 Art. 2:242 BW jo. art. 2:244 BW. §46 sub 5 GmbHG jo. §38 GmbHG. De schorsing van bestuurders en commissarissen (door het orgaan dat bevoegd is tot benoeming) wordt nergens in het GmbHG genoemd. Een schorsingsmogelijkheid mag in de statuten worden opgenomen, zij het dat een schorsing niet extern werkt. De praktische betekenis van schorsing is volgens sommige auteurs beperkt nu de algemene vergadering door haar instructierecht bepaalde bestuursactiviteiten kan verbieden. Zie Bartl 2009, p. 345, Henssler/Strohn/Oetker GmbHG 2019, § 38 Rn. 41 en MüKoGmbHG/Stephan/Tieves 2019, GmbHG § 38 Rn. 72.

240 Art. 2:272 BW jo. art. 2:244 BW. De algemene vergadering dient wel te worden gehoord over het ontslag van een bestuurder.

In Duitsland geldt hetzelfde wanneer de vennootschap meer dan 2000 werknemers heeft.²⁴¹

Enigszins anders is de situatie in Engeland. De Companies Act 2006 schrijft niet voor wie bestuurders benoemt. De bevoegdheid tot ontslag van bestuurders is wel wettelijk toegekend aan de algemene vergadering.²⁴² De *Model Articles* geven de bevoegdheid tot benoeming zowel aan de algemene vergadering als aan het bestuur zelf.²⁴³ Vaak zal in de statuten staan dat dit de algemene vergadering is of houders van een bepaalde soort aandelen, maar ook derden zoals een obligatiehouder kunnen deze bevoegdheid hebben.²⁴⁴

Voor Nederland en Duitsland geldt het uitgangspunt dat de algemene vergadering ook over de benoeming, het ontslag en de schorsing van commissarissen gaat.²⁴⁵ De statuten kunnen in Nederland bepalen dat ten hoogste een derde van de commissarissen door anderen dan de algemene vergadering wordt benoemd.²⁴⁶ Bij een structuurvennootschap kan de algemene vergadering enkel het vertrouwen in de gehele raad opzeggen, wat het ontslag van de commissarissen tot gevolg heeft.²⁴⁷ Een individuele structuurcommissaris kan slechts door de Ondernemingskamer worden ontslagen op verzoek van (onder andere) een daartoe aangewezen vertegenwoordiger van de algemene vergadering.²⁴⁸ In Duitsland geldt bij een vennootschap met meer dan 2000 werknemers dat de aandeelhouders en de werknemers ieder de helft van de commissarissen benoemen.²⁴⁹ Bij een vennootschap met tussen de 500 en 2000 werknemers, benoemt de algemene vergadering twee derde van de commissarissen en de werknemers een derde.²⁵⁰

241 §31 lid 1 en lid 5 MitbestG jo. §84 AktG en §85 AktG. Heeft de vennootschap meer dan 500 maar minder dan 2000 werknemers, dan is een raad van commissarissen verplicht maar blijft de benoemings- en ontslagbevoegdheid bij de algemene vergadering. §1 lid 3 DrittelbG verwijst niet naar de bepaling uit het AktG over de benoeming van bestuurders. Zie verder Grunewald 2008, p. 370.

242 S.168 CA 2006. De schorsing van bestuurders staat niet in de Companies Act 2006 of de *Model Articles*, maar is wel mogelijk.

243 S.17 Model Articles.

244 Davies & Worthington 2016, p. 368 en French, Mayson & Ryan 2016, p. 439.

245 Zie voor Nederland: art. 2:252 BW jo. art. 2:254 BW. Bij een structuurvennootschap geschiedt de benoeming van commissarissen uit een voordracht, waarvan de ondernemingsraad een derde van de commissarissen bindend voordraagt, zie art. 2:268 lid 3, lid 4 en lid 6 BW. Zie voor Duitsland: §52 GmbHG jo. §101 AktG.

246 Art. 2:253 BW.

247 Art. 2:271a lid 1 en lid 3 BW.

248 Een schorsingsrecht komt de algemene vergadering niet toe. Schorsing van commissarissen kan enkel geschieden door de raad van commissarissen, zie art. 2:271 lid 3 BW.

249 MüKoGmbHG/Spindler 2019, GmbHG § 52 Rn. 101. Zie over de manier van kiezen het MitbestG.

250 §4 DrittelbG.

2.5.3.4 Instructierecht

Het recht om een bestuurder te ontslaan, betekent in de praktijk vaak dat aandeelhouders een feitelijke instructiemacht hebben. Daarnaast kan de algemene vergadering ook daadwerkelijk instructies geven aan het bestuur en daarmee invloed uitoefenen op het beleid van de vennootschap. Zo kunnen instructies worden gegeven in het kader van een preventieve herstructurering, bijvoorbeeld of en onder welke voorwaarden deze mag geschieden. In Nederland kunnen de statuten de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) aanwijzen als vennootschapsorgaan dat aanwijzingen mag geven aan het bestuur.²⁵¹ De terreinen waarop dit mag gebeuren, worden in de statuten vastgelegd. Het mag gaan om zowel algemene als concrete instructies. Het bestuur is gehouden de aanwijzingen op te volgen tenzij dit strijd oplevert met het vennootschappelijk belang.²⁵² Het slaafs opvolgen van instructies is aldus niet aan de orde, althans niet in theorie.²⁵³

Dit is anders in Duitsland. Het instructierecht is daar een aandeelhoudersrecht dat duidelijk laat zien dat het bestuur van een GmbH in een ondergeschikte positie staat ten opzichte van de algemene vergadering.²⁵⁴ De Duitse wet schrijft maar een paar exclusieve bevoegdheden van bestuurders voor.²⁵⁵ De algemene vergadering mag, met een gewone meerderheid van uitgebrachte stemmen, concrete of algemene aanwijzingen geven aan het bestuur. Deze bevoegdheid hoeft niet expliciet in de statuten te staan, maar is af te leiden uit de wet.²⁵⁶ De bevoegdheid van de algemene vergadering kan ook in de statuten gedelegeerd worden aan bijvoorbeeld individuele aandeelhouders of de raad van commissarissen. Het bestuur is gehouden tot opvolging van de instructies. De plicht tot opvolging van de instructies bestaat zelfs wanneer dit (economisch) nadelig is voor de vennootschap.²⁵⁷ Instructies mogen echter niet in strijd zijn met de wet, waaronder de *Treuepflicht* (zie par. 2.7.3), en de statuten.²⁵⁸ Het bestuur hoeft deze dan niet op te volgen.

251 Art. 2:239 lid 4 BW (jo. art. 2:189a BW).

252 Art. 2:239 lid 4 BW. Deze ‘tenzij’ formule is expliciet in de wet opgenomen. Dit is enigszins overbodig aangezien het bestuur zich altijd moet richten naar het vennootschappelijk belang. De wetgever heeft dit onderkend, maar gaf aan dat omwille van de duidelijkheid in de praktijk, met name voor buitenlandse aandeelhouders, deze beperking toch in de wet is opgenomen. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 90. Het vennootschappelijk belang komt uitgebreid aan bod in par. 2.7.1.

253 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 90.

254 Zie ook par. 2.2.2.

255 §43 lid 1 GmbHG en §64 GmbHG. Zie Oppenländer & Trölizsch (red.) 2011, §16, Rn. 21-28 en MüKoGmbHG/Stephan/Tieves 2019, GmbHG § 37 Rn. 115-122.

256 §37 GmbHG. Zie o.a. BeckOK GmbHG/Wisskirchen/Kuhn 2018, GmbHG § 37 Rn. 15-17.

257 O.a. Müller 2006, p. 36, Michalski/Lenz 2017, GmbHG § 37 Rn. 16-22 en BeckOK GmbHG/Wisskirchen/Kuhn 2018, GmbHG § 37 Rn. 22-23.

258 Müller 2006, p. 36.

Ook in Engeland is het instructierecht in beginsel een machtig wapen van aandeelhouders, zij het dat het niet gebruikelijk is dat het instructierecht tegen de wens van het bestuur in wordt aangewend.²⁵⁹ Aandeelhouders die het oneens zijn met de koers die het bestuur voert, kunnen eenvoudiger het bestuur ontslaan, althans daarmee dreigen.²⁶⁰ De algemene vergadering neemt een ontslagbesluit met een gewone meerderheid van stemmen, terwijl bij een besluit tot het geven van een instructie een drie vierde stemmeerderheid is vereist.²⁶¹ De algemene vergadering mag enkel concrete instructies geven aan het bestuur, te weten instructies om een specifieke handeling te verrichten dan wel zich ervan te onthouden.²⁶²

2.5.3.5 Recht op informatie

Het recht op informatie is relevant bij een preventieve herstructurering omdat aandeelhouders weloverwogen hun zeggenschapsrechten moeten kunnen uitoefenen. Het bestuur en de raad van commissarissen dienen verantwoording af te leggen aan aandeelhouders en informatie met hen te delen over een preventieve herstructurering. Preventieve herstructureringsprocedures, zoals de WHOA, bevatten eigen regels over informatieverschaffing zodat aandeelhouders (en schuldeisers) gedegen hun stem kunnen uitbrengen over een akkoord.²⁶³

Naast het ontvangen van informatie, mogen aandeelhouders in Nederland en Duitsland ook zelf om inlichtingen verzoeken bij de vennootschap op grond van het vennootschapsrecht. Dit recht op informatie is niet uitgesloten bij een preventieve herstructureringsprocedure. Hoewel het dan van toepassing is, is het nut ervan beperkt aangezien de aanbieder van het akkoord reeds de informatie over de preventieve herstructurering moet verschaffen. Door middel van een informatieverzoek zijn aandeelhouders niet afhankelijk van het moment waarop het bestuur kiest de informatie te delen.

De algemene vergadering heeft in Nederland het recht te allen tijde inlichtingen te verlangen van het bestuur en de raad van commissarissen.²⁶⁴ Dit recht is niet beperkt tot enige vergadering of periode, zij het dat een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich kan verzetten tegen het verstrekken van de verlangde inlichtingen. Het recht op informatie komt de algemene vergadering toe als gevolg van de verhoudingen en de taakverdeling tussen de organen van een vennootschap.²⁶⁵ De Hoge

259 French, Mayson & Ryan 2016, p. 468.

260 Davies & Worthington 2016, p. 360.

261 S.168 CA 2006 en s.4 Model Articles.

262 S.4 Model Articles.

263 Zie bijv. art. 375 Fw.

264 Art. 2:217 lid 2 BW.

265 *Kamerstukken II* 1969/70, 10 751, nr. 3. Zie ook Schoenmaker-Tijsseling 2011, p. 85. Dit is ook deels een oplossing voor de principaal-agent theorie (zie par. 2.3.5).

Raad geeft aan dat het recht op nadere inlichtingen aan de algemene vergadering is verleend “met het oog op vennootschappelijke rekening en verantwoording.”²⁶⁶ Een individuele aandeelhouder heeft, behoudens het recht vragen te stellen tijdens de algemene vergadering, geen recht op inlichtingen.²⁶⁷ Sommige auteurs zijn van mening dat onder bijzondere omstandigheden ook buiten de vergadering een inlichtingenrecht aan individuele aandeelhouders toekomt.²⁶⁸ Een opening hiervoor ligt in de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.²⁶⁹

Dit is anders in Duitsland. Een individuele aandeelhouder mag alle informatie over aangelegenheden van de vennootschap verzoeken bij het bestuur, ook buiten de algemene vergadering om.²⁷⁰ Onder het begrip aangelegenheden van de vennootschap valt veel: alles wat onder de bedrijfsvoering valt, de economische omstandigheden waarin de vennootschap zich bevindt, maar ook rechtsverhoudingen met derden, zoals de overheid.²⁷¹ Bovendien mag van dit recht niet worden afgeweken in de statuten.²⁷² Vanwege deze ruime omschrijving en een beperkte weigeringsgrond van het bestuur²⁷³ is dit een veelomvattend aandeelhoudersrecht.

In Engeland is een informatierecht voor aandeelhouders of de algemene vergadering niet opgenomen in de Companies Act 2006 of de *Model Articles*.²⁷⁴ Aandeelhouders mogen wel het woord voeren tijdens de algemene vergadering²⁷⁵ en derhalve ook vragen stellen. Het is aan het bestuur of het deze beantwoordt of niet. Voorts hebben

266 HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.6.

267 HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *JOR* 2010/228 (*ASMI*), r.o. 4.6.

268 O.a. Schoenmaker-Tijsseling 2011, p. 89, Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/64 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/6 onder c.

269 Bijv. Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BI4018, *JOR* 2009/129 (*Butôt*), waarin de deelgenoten van een nalatenschap bestaande uit o.a. certificaten van aandelen van de vennootschap inlichtingen verzochten over de financiële situatie van de vennootschap. Denk daarnaast aan informatie die een grootaandeelhouder nodig heeft voor het opstellen van zijn eigen jaarrekening. Een algemeen inlichtingenrecht voor individuele aandeelhouders acht ik niet gewenst, met name vanwege de gelijkheid van aandeelhouders. Daarnaast noemt A-G Timmerman in zijn conclusie voor *ASMI* (HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *JOR* 2010/228, r.o. 3.6.4-3.6.7) nog praktische bezwaren, zoals rechtsonzekerheid en een ongewenst beslag op de vennootschap.

270 §51a GmbHG. Zie o.a. Michalski/Römermann 2017, GmbHG § 51a Rn. 106 en MüKoGmbHG/Hillmann GmbHG 2019, § 51a Rn. 5.

271 Michalski/Römermann 2017, GmbHG § 51a Rn. 25-34 en BeckOK GmbHG/Schindler 2018, GmbHG § 51a Rn. 18-20.

272 §51a lid 3 GmbHG.

273 Het bestuur mag het verstrekken van inlichtingen slechts weigeren indien het gevaar van misbruik van recht bestaat en de vennootschap daardoor op onaanzienlijke wijze wordt benadeeld, zie §51a lid 2 GmbHG.

274 Voor beursvennootschappen is dit vastgelegd in s.319A CA 2006 als gevolg van de aandeelhoudersrichtlijn (art. 9 Richtlijn 2007/36/EG).

275 Zie s.37 Model Articles.

individuele aandeelhouders recht op inzage in diverse documenten van de vennootschap.²⁷⁶ Dit is vergelijkbaar met Nederland. In Boek 2 BW zijn op diverse plekken inzagerechten te vinden.²⁷⁷

2.5.4 Indirecte zeggenschapsrechten buiten de algemene vergadering

In deze paragraaf komen eveneens zeggenschapsrechten aan bod die doorgaans geen noodzakelijke voorwaarde zijn voor het uitvoeren van een preventieve herstructurering. Het verschil met de zeggenschapsrechten uit de vorige paragraaf is dat de hier te bespreken zeggenschapsrechten buiten en niet in de algemene vergadering worden uitgeoefend. Het gaat om de mogelijkheid tot het verzoeken van voorlopige of onmiddellijke voorzieningen, het recht om uit te treden en de mogelijkheid besluiten te vernietigen.

2.5.4.1 Recht om voorzieningen te verzoeken

Het enquêterecht in Nederland is uniek. Een of meer aandeelhouders die alleen of tezamen aan bepaalde vereisten voldoen, kunnen een verzoek indienen bij de Ondernemingskamer tot onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van een rechtspersoon.²⁷⁸ De doeleinden van het enquêterecht zijn onder meer het herstel van de gezonde verhoudingen binnen de onderneming, opening van zaken en vaststelling van de verantwoordelijke(n) van mogelijk wanbeleid.²⁷⁹ Een aandeelhouder mag gedurende de procedure om onmiddellijke voorzieningen vragen en, indien van wanbeleid is gebleken, om definitieve voorzieningen.²⁸⁰ De rechter mag iedere onmiddellijke voorziening opleggen, zolang deze tijdelijk van aard is.²⁸¹ Dit in tegenstelling tot de definitieve voorzieningen die limitatief in de wet zijn opgenomen.²⁸² Een onmiddellijke voorziening zoals schorsing van bestuurders (die een preventieve herstructurering willen realiseren) is met name een mogelijkheid voor

276 Bijv. inzage in stukken over besluiten en vergaderingen (s.355 e.v. CA 2006), inzage in het aandeelhoudersregister (s.113 e.v. CA 2006) en inzage in de jaarrekening (s.423 CA 2006). Zie uitgebreid French, Mayson & Ryan 2016, par. 4.4.

277 Bijv. inzage bij een besluit tot kapitaalvermindering (art. 2:208 lid 5 BW) of bij vaststelling van de jaarrekening (art. 2:210 BW jo. art. 2:212 BW).

278 Art. 2:346 lid 1 sub b en sub c BW jo. art. 2:345 lid 1 BW. De aandeelhouder dient van tevoren zijn bezwaren hieromtrent kenbaar gemaakt te hebben aan het bestuur en de raad van commissarissen, zie art. 2:349 lid 1 BW.

279 HR 10 januari 1990, ECLI:NL:HR:1990:AC1234, NJ 1990/466 (OGEM). Zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, hfst. 13 voor een uitgebreid overzicht van de procedure.

280 Art. 2:349a lid 2 en lid 3 BW jo. art. 2:356 BW. De aandeelhouder die aan de genoemde vereisten voldoet, maar niet de enquêteprocedure heeft verzocht, mag tevens voorzieningen verzoeken, zie art. 2:355 lid 1 en lid 3 BW jo. art. 2:349a BW.

281 Onmiddellijke voorzieningen mogen wel tot onomkeerbare gevolgen leiden, zie HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, JOR 2002/5 (Skygate).

282 Zie art. 2:356 BW.

aandeelhouders om het beleid van de vennootschap te beïnvloeden en een preventieve herstructurering te frustreren. Zie hierover verder paragraaf 6.5.11.4 onder e. Anderzijds worden voorlopige voorzieningen, maar dan op verzoek van de vennootschap, thans in Nederland soms gebruikt voor het realiseren van een preventieve herstructurering (zie par. 6.2 over noodzaakfinanciering).

Aandeelhouders kunnen in plaats van bij de Ondernemingskamer ook bij de voorzieningenrechter verzoeken om voorlopige voorzieningen.²⁸³ Dit is ook mogelijk in Duitsland en Engeland (*einstweilige oder vorläufige Verfügungen* en *preliminary injunctions*).²⁸⁴ Daarnaast kunnen aandeelhouders in Engeland ook kiezen voor de procedure van *unfair prejudice* wanneer zij door de vennootschap zijn benadeeld.²⁸⁵ Een aandeelhouder kan de rechter verzoeken om *remedies*, zoals schorsing van bestuurders, wanneer een van de volgende twee gronden zich voordoet:

- “(a) that the company’s affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself), or
- (b) that an actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial.”²⁸⁶

De Engelse rechter heeft een ruime discretionaire bevoegdheid voor het geven van *remedies*.²⁸⁷

2.5.4.2 Recht om uit te treden

Het kan voorkomen dat van een aandeelhouder niet meer kan worden verlangd dat hij aandeelhouder blijft in de vennootschap na de herstructurering van de vennootschap. Het kan bijvoorbeeld zijn dat de wisseling in het aandeelhoudersbestand van de vennootschap een reden hiervoor vormt doordat derden, zoals schuldeisers, aandelen verkrijgen in een vennootschap met relatief weinig aandeelhouders.²⁸⁸ Voorts kan onderdeel van een preventieve herstructurering zijn dat bestaande aandeelhouders de keuze hebben tussen extra financiering in de vennootschap in te brengen of uit te treden.

283 Zie bijv. Kemp 2015 over de voor- en nadelen van de voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer.

284 Zivilprozeßordnung, hfst. 8 en Civil procedure rules - rules and direction part 25. Zie uitgebreid Koschinka & Leanze 2015 over voorlopige voorzieningen in Engeland en Duitsland.

285 S.994 e.v. CA 2006. Zie uitgebreid Davies & Worthington 2016, hfst. 20 en Mayson, French & Ryan 2016, par. 18.6.

286 S.994 lid 1 CA 2006.

287 S.996 lid 1 CA 2006.

288 O.a. MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 114 en Uhlenbruck/Hirte 2019, InsO § 225a Rn. 51.

In Nederland kan iedere aandeelhouder die dusdanig in zijn eigen rechten of belangen is geschaad door gedragingen van medeaandeelhouders of de vennootschap dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap niet meer in redelijkheid geveerd kan worden, een vordering tegen de probleem veroorzakende medeaandeelhouder(s) of de vennootschap instellen tot het overnemen van zijn aandelen.²⁸⁹ Het is mijns inziens de vraag of een aandeelhouder die bij een preventieve herstructurering aandelen mag behouden dusdanig in zijn rechten wordt geschaad dat hij een succesvol beroep op de uittrederegeling kan doen. Overigens zal de waarde van de aandelen dan doorgaans nul zijn waardoor de uittredende aandeelhouder niets ontvangt.²⁹⁰

Een wettelijke geschillenregeling bestaat niet in Duitsland. Wel heeft een aandeelhouder het ongeschreven recht om uit te treden indien een gewichtige grond zich voordoet. Dit recht wordt in de literatuur en rechtspraak aangenomen en kan niet worden uitgesloten of beperkt in de statuten.²⁹¹ Een gewichtige grond is aanwezig wanneer het voortduren van het aandeelhouderschap van de aandeelhouder in redelijkheid niet langer kan worden verwacht en de aandeelhouder niet op een andere manier zijn aandelen kan overdragen. Dit komt het meest in de buurt van het Nederlandse uittrederecht, zij het dat de Duitse vordering alleen tegen de vennootschap kan worden ingesteld. De Insolvenzordnung geeft expliciet aan dat wijzigingen in aandeelhoudersrechten bij een akkoord een gewichtige grond voor uittreding kunnen opleveren en aandeelhouders dan gebruik mogen maken van het uittrederecht.²⁹²

In Engeland bestaat de hiervoor genoemde *unfair prejudice remedy*.²⁹³ De meest verzochte *remedy* is een verzoek tot uittreding.²⁹⁴ De procedure wordt op een vergelijkbare wijze gebruikt als de Nederlandse geschillenregeling.²⁹⁵

289 Art. 2:343 BW. Zie hierover uitgebreid Bulten 2011. De omgekeerde situatie is dat iedere aandeelhouder die, alleen of tezamen met andere aandeelhouders, minimaal een derde van het geplaatst kapitaal van de vennootschap vertegenwoordigt, mag vorderen dat een aandeelhouder zijn aandelen overdraagt wanneer hij het belang van de vennootschap dusdanig heeft geschaad of nog steeds schaadt dat het voortduren van zijn aandeelhouderschap in redelijkheid niet meer kan worden geduld (uitstoting). Zie art. 2:336 BW jo. art. 2:341 BW. De minister heeft overigens een voorontwerp ter wijziging van de geschillenregeling gepresenteerd in augustus 2019.

290 Art. 2:340 BW.

291 O.a. Müller 2006, p. 107. Zie verder MüKoGmbHG/Strohn 2018, GmbHG § 34.

292 §225a lid 5 InsO. In Duitsland bestaat ook een zekere variant van het uitstotingsrecht. Evenals het uittrederecht is dit een ongeschreven regel. Het is de algemene vergadering die besluit over de uitstoting.

293 S.994 e.v. CA 2006. Zie uitgebreid Davies & Worthington 2016, hfst. 20.

294 Mayson, French & Ryan 2016, p. 552.

295 Zie hierover De Vries 2006.

2.5.4.3 Recht om vernietiging besluiten te vorderen

Aandeelhouders kunnen om vernietiging van besluiten van vennootschapsorganen verzoeken, waardoor het besluit met terugwerkende kracht geen rechtsgevolg meer heeft. Dit kunnen besluiten zijn die in het kader van een preventieve herstructurering zijn genomen, zoals een besluit tot aandelenemissie.²⁹⁶ Vernietiging zal echter niet vaak voorkomen omdat het wel moet gaan om onregelmatige besluiten, oftewel er moet een grond voor vernietiging bestaan. Onder de WHOA en de Duitse akkoord-procedure zijn bepaalde besluiten van de algemene vergadering, zoals een besluit tot aandelenemissie, voor de uitvoering van een akkoord niet vereist.²⁹⁷ Een vernietiging van besluiten is dan ook niet aan de orde.

Duitsland en Nederland kennen een vrijwel gelijklopende bepaling over de vernietiging van besluiten: aandeelhouders mogen vernietiging van besluiten vorderen wanneer, kort gezegd, een besluit in strijd is met de wet, de statuten of de redelijkheid en billijkheid (*Treuepflicht*).²⁹⁸ In Engeland bestaat geen afzonderlijke vordering tot ongeldigverklaring van een besluit door aandeelhouders.²⁹⁹

2.6 Financiële rechten bij een preventieve herstructurering

Naast de hiervoor besproken zeggenschapsrechten hebben aandeelhouders financiële rechten (*property rights/Vermögensrechte*). Financiële rechten zijn van belang bij preventieve herstructureringen. Allereerst omdat bij preventieve herstructurerings-procedures juist meer een economisch perspectief wordt gehanteerd. Het gaat om de vraag of een aandeelhouder *out of the money* is, dat wil zeggen of een aandeelhouder niets zou ontvangen op basis van zijn rang bij verhaal op het vermogen van de vennootschap. Een dergelijke aandeelhouder mag een preventief herstructurerings-akkoord niet tegenhouden en kan zelfs zijn gehele aandelenbelang kwijtraken onder een akkoord. Voorts kan onderdeel van een preventieve herstructurering juist zijn dat wijzigingen worden aangebracht in de financiële rechten van bestaande aandeelhouders dan wel dat schuldeisers in het kader van een *debt for equity swap* aandelen

296 Zie voor een discussie naar Nederlands recht over de vernietiging van een emissiebesluit en de vraag of ook de emissie zelf ongeldig is: Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/355.

297 Zie par. 5.4.9 en par. 6.5.11.4.

298 Zie voor Nederland: art. 2:15 BW. De Nederlandse wet spreekt van belanghebbenden die mogen verzoeken om vernietiging: aandeelhouders zullen doorgaans een redelijk belang hebben 'bij de naleving van de verplichting die niet is nagekomen', zie lid 3 sub a. In Duitsland staat deze bevoegdheid niet in het GmbHG, maar wordt deze analoog aan het AktG (§245 AktG jo. §243 AktG) aangenomen voor de GmbH. Zie o.a. Müller 2006, p. 48 en Henssler/Strohn GesR/Drescher 2019, AktG § 245 Rn. 19-23. Zie par. 2.7.1 en par. 2.7.3 over de redelijkheid en billijkheid en de *Treuepflicht*.

299 Aandeelhouders staan de *unfair prejudice remedies* ter beschikking.

met bepaalde financiële rechten ontvangen.³⁰⁰ Hierna bespreek ik achtereenvolgens het recht om over een aandeel te beschikken, het recht op winst en het recht op het liquidatiesaldo.

2.6.1 *Recht om over een aandeel te beschikken*

Een aandeelhouder mag vrijelijk over zijn aandeel beschikken. Hem komt een eigendomsrecht ex artikel 1 EP EVRM toe.³⁰¹ Dit betekent dat hij in beginsel vrij is zijn aandeel over te dragen en een pandrecht of een vruchtgebruik erop mag vestigen. De overdracht kan echter statutair aan beperkingen onderhevig zijn³⁰² en de mogelijkheid van verpanding kan zijn beperkt of uitgesloten. Vaak is voor de overdracht van aandelen de statutaire goedkeuring vereist van het bestuur van de vennootschap, andere aandeelhouders of de algemene vergadering.³⁰³ In Nederland is het uitgangspunt een aanbiedingsregeling, maar de statuten kunnen anders bepalen.³⁰⁴ Wanneer een aandeelhouder zijn aandelen tijdens een preventieve herstructurering (procedure) wil overdragen, zal hij dus rekening moeten houden met eventuele statutaire blokkeringsregelingen of zogenoemde *drag along/tag along* bepalingen. Wanneer schuldeisers aandelen verkrijgen in het kader van een *debt for equity swap* kunnen eventuele beperkingen in de overdraagbaarheid van aandelen relevant zijn. Denkbaar is dat een schuldeiser de vrijheid wil hebben op ieder moment de aandelen te kunnen verkopen tegen een voor hem goede prijs.

2.6.2 *Recht op winst*

Iedere aandeelhouder heeft in beginsel recht om te delen in de winst die de vennootschap maakt. Dit recht bestaat uiteraard niet voor aandeelhouders met aandelen zonder winstrecht en voorts kunnen de statuten voorzien in afwijkingen.³⁰⁵ De mate waarin een aandeelhouder deelt in de winst kan verschillen. Een aandeelhouder kan bijvoorbeeld aandelen houden met preferentie op de winst of winstrechtbeperkte aandelen. Een vennootschap in financieel zwaar weer zal doorgaans onvoldoende winst maken. Ook na een preventieve herstructurering kan het een paar jaar duren voordat winst aan aandeelhouders kan worden uitgekeerd.

Onderdeel van een preventieve herstructurering kan zijn dat het winstrecht van de bestaande aandeelhouders wordt gewijzigd, bijvoorbeeld dat gedurende een bepaalde periode geen winst wordt uitgekeerd aan bestaande aandeelhouders of slechts tot een

300 Zie par. 2.5.1.2.

301 Zie par. 3.4.

302 Art. 2:195 BW, s.544 CA 2006 en §15 GmbHG.

303 Müller 2006, p. 94 en Davies & Worthington 2016, p. 894.

304 Art. 2:195 lid 1, lid 4 en lid 5 BW.

305 Art. 2:216 lid 7 BW, s.22 Model Articles en §29 lid 3 GmbHG.

bepaald bedrag. Houders van preferente aandelen kunnen bovendien hun preferentie op de winst verliezen en na de herstructurering gewone in plaats van preferente aandelen houden. Zoals uiteengezet in paragraaf 2.5.1.2, ontvangen schuldeisers bij een *debt for equity swap* vaak preferente aandelen om ervoor te zorgen dat de winst die wordt gemaakt bij de schuldeisers terechtkomt en niet of slechts deels bij de bestaande aandeelhouders. Voorts kan de bevoegdheid te besluiten over een winstuitkering worden verbonden aan preferente aandelen, waardoor de schuldeisers als houders van preferente aandelen over een winstuitkering mogen beslissen.

De regeling voor winstuitkering is in Nederland en Duitsland op hoofdlijnen vergelijkbaar. Er wordt besloten over een winstuitkering nadat de jaarrekening is vastgesteld. De algemene vergadering stelt in beide landen de jaarrekening vast³⁰⁶ en besluit in beginsel ook over de winstuitkering.³⁰⁷ Daarbij moet voldaan zijn aan een balanstest. In Nederland geldt dat het eigen vermogen van de vennootschap groter moet zijn dan de wettelijke en statutaire reserves.³⁰⁸ In Duitsland is de balanstest strenger: het eigen vermogen moet groter zijn dan het geplaatste kapitaal en de verplicht aan te houden reserves.³⁰⁹ Daarnaast geldt in beide landen een continuïteitstest. In Nederland dient het bestuur goedkeuring te verlenen aan het uitkeringsbesluit. Het bestuur moet zich van goedkeuring onthouden indien het weet of redelijkerwijs behoort te weten dat de continuïteit van de vennootschap in gevaar komt doordat opeisbare schulden niet meer kunnen worden betaald na de uitkering.³¹⁰ Deze situatie doet zich voor bij een preventieve herstructurering. Verleent het bestuur niettemin goedkeuring, dan zijn de bestuurders hoofdelijk verbonden voor het tekort dat door de uitkering is ontstaan. Een aandeelhouder die wist of redelijkerwijs behoorde te weten dat de continuïteit van de vennootschap in gevaar kwam, dient het tekort dat door de uitkering is ontstaan aan te vullen tot maximaal het bedrag wat hij ontving.³¹¹ Ook in Duitsland is het bestuur aansprakelijk voor een onverantwoorde betaalbaarstelling van het dividend indien het redelijkerwijs had behoren te voorzien dat de vennootschap niet kon voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.³¹² Aandeelhouders die een uitkering hebben ontvangen, moeten dan het ontvangen bedrag terugbetalen.³¹³

306 Art. 2:210 lid 3 BW en §46 sub 1 GmbHG.

307 Art. 2:216 lid 1 BW. In de statuten kan de bevoegdheid ook aan een ander orgaan worden gegeven, dan wel worden beperkt. Zie over art. 2:216 BW: Moulen Janssen 2017. Zie voor Duitsland: §46 sub 1 GmbHG.

308 Art. 2:216 lid 1 BW. Het kan zelfs voorkomen dat na uitkering het eigen vermogen negatief wordt.

309 §30 GmbHG jo. §5 lid 1 GmbHG. De in strijd hiermee ontvangen vergoeding dient te worden terugbetaald, zie §31 GmbHG. Zie uitgebreid Barneveld 2014, par. 11.4.

310 Art. 2:216 lid 2 BW.

311 Art. 2:216 lid 3 vierde volzin BW.

312 §43 lid 3 GmbHG jo. §64 GmbHG. Zie verder Barneveld 2014, par. 11.6.

313 §31 GmbHG.

Enigszins anders is het winstrecht vormgegeven in Engeland. Aandeelhouders hoeven de jaarrekening niet goed te keuren.³¹⁴ In Engeland is deling in de winst³¹⁵ (die blijkt uit de jaarrekening) gebruikelijk nadat de algemene vergadering hierover heeft besloten en het bestuur een aanbeveling over de hoogte van de uitkering heeft gedaan.³¹⁶ Ook in Engeland bestaat een zekere continuïteitstest. Deze is gebaseerd op de (brede) taak van het bestuur, namelijk dat het bestuur moet handelen in het belang van de vennootschap.³¹⁷ Een uitkering is niet geoorloofd indien het de vennootschap in een situatie brengt dat het haar verplichtingen niet kan nakomen. De Engelse regering wil, in het kader van hervormingen van *corporate governance* regels en het insolventierecht, dat de nadruk meer komt te liggen op de continuïteitstest en overweegt herzieningen.³¹⁸

2.6.3 Recht op liquidatiesaldo

Bij vereffening van het vermogen van de vennootschap hebben aandeelhouders (tenzij anders bepaald in de statuten) recht op het liquidatiesaldo dat eventueel resteert na voldoening van de vorderingen van de schuldeisers.³¹⁹ Zij zijn de *residual claimants*.³²⁰ Aandeelhouders delen in het liquidatiesaldo in verhouding tot ieders recht. Aandeelhouders kunnen preferentie op het liquidatiesaldo hebben boven houders van gewone aandelen. Bij een vereffening van het vermogen als gevolg van het faillissement van de vennootschap is het niet waarschijnlijk dat een positief liquidatiesaldo resteert omdat het vermogen niet voldoende zal zijn om de vorderingen van de schuldeisers te voldoen. Aandeelhouders zijn dan met andere woorden *out of the money*. Bij een preventief herstructureringsakkoord vormt de *best interest test* een minimumwaarborg voor aandeelhouders en schuldeisers dat zij in ieder geval niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord. De situatie zonder een akkoord is in Nederland de situatie van een *piecemeal* (verkoop van de afzonderlijke activa) of een *going concern* (verkoop van de (gedeeltelijke) onderneming) liquidatie, waarbij aandeelhouders aldus in de regel niets ontvangen.³²¹

314 S.423 lid 1 CA 2006.

315 S.830 CA 2006. Zie verder Davies & Worthington 2016, p. 294. Kort gezegd is een winstuitkering geoorloofd indien het eigen vermogen groter is dan het geplaatst kapitaal en de verplicht aan te houden reserves.

316 S.30 Model Articles. Wanneer de statuten zwijgen, beslist de algemene vergadering alleen, zie Davies & Worthington 2016, p. 280.

317 S.172 CA 2006. Davies & Worthington 2016, par. 16-37 e.v. Zie hierover verder par. 2.7.2.

318 Government response, insolvency and corporate governance, 26 augustus 2018, p. 22: "The Government notes widely held views that improvements could be made to the UK's dividend regime which is seen as complex and potentially too backwards looking with insufficient weight placed on current profitability and future prospects and hence providing only limited protection for creditors."

319 Art. 2:23b lid 1 BW, s.107 IA 1986 en §72-73 GmbHG.

320 Zie par. 2.3.4.

321 Zie par. 3.3.7.1 over de *best interest test*.

2.7 Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten

Het uitgangspunt is dat aandeelhouders de hun toekomende aandeelhoudersrechten naar eigen inzicht mogen uitoefenen. Zij hoeven daarbij geen rekening te houden met de belangen van de vennootschap, andere aandeelhouders of andere *stakeholders*. Toch mogen aandeelhouders niet altijd hun eigen belang nastreven. Verschillende bronnen bevatten beperkingen op het uitoefenen van aandeelhoudersrechten, of, in bredere zin, het handelen van aandeelhouders. Deze zijn te vinden in de wet, statuten, overeenkomsten, rechtspraak en *soft law*. In deze paragraaf staan de grenzen aan het uitoefenen van aandeelhoudersrechten centraal, ongeacht in welke financiële situatie de vennootschap zich bevindt. In de volgende hoofdstukken worden de grenzen nader beoordeeld wanneer de vennootschap in financiële nood verkeert en een preventieve herstructurering aan de orde is. Achtereenvolgens komen de grenzen naar Nederlands, Engels en Duits recht aan bod.

2.7.1 Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten in Nederland

‘Het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming’ komt her en der in Boek 2 BW voor.³²² Het vennootschappelijk belang is een in de wet opgenomen richtsnoer voor het bestuur en de raad van commissarissen bij hun taakuitoefening.³²³ Onder omstandigheden mogen aandeelhouders niet hun eigen belang nastreven bij de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten maar moeten ook zij rekening houden met het vennootschappelijk belang (en/of de belangen van medeaandeelhouders of andere *stakeholders*). Dit staat voor aandeelhouders niet met die bewoordingen in de wet, maar vloeit voort uit de redelijkheid en billijkheid. Voordat de belangrijkste omstandigheden aan bod komen waarbij een individuele aandeelhouder (par. 2.7.1.2) of de algemene vergadering (par. 2.7.1.3) niet enkel zijn/haar eigen belang mag nastreven, is het relevant uiteen te zetten wat in Nederland onder het begrip vennootschappelijk belang wordt verstaan.

322 O.a. art. 2:239 lid 4 en lid 5 BW en art. 2:250 lid 2 BW. In de literatuur komen doorgaans synoniemen voor, zoals het vennootschappelijk belang of het vennootschapsbelang. Ik gebruik de term vennootschappelijk belang.

323 Art. 2:239 lid 5 BW en art. 2:250 lid 2 BW. Zie o.a. Eijsbouts & Kemp 2012, p. 127 en Olaerts 2015, p. 58.

2.7.1.1 Inhoud van het vennootschappelijk belang

Verschillende opvattingen bestaan over de inhoud van het vennootschappelijk belang. De twee hoofdopvattingen in de literatuur zijn de holistische of autonome opvatting en de resultante-opvatting.³²⁴ De Hoge Raad heeft met de Cancun-beschikking³²⁵ duidelijkheid gegeven over de inhoud van het vennootschappelijk belang: de holistische opvatting wordt gecombineerd met de resultante-opvatting.³²⁶ Het vennootschappelijk belang is met andere woorden een zelfstandige, maar niet vaststaande, grootheid, waarbij wel rekening moet worden gehouden met de belangen van *stakeholders*, waaronder de aandeelhouders. In deze paragraaf bespreek ik kort, in het licht van de Cancun-beschikking, de twee hoofdopvattingen, de verhouding tussen de opvattingen en op welke wijze de belangen van aandeelhouders daarbij een rol spelen.

Holistische of autonome opvatting

De holistische (ook wel autonome) opvatting is afkomstig van Maeijer die het begrip omschrijft als “het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel.”³²⁷ Het belang van de vennootschap is autonoom en staat los van de belangen van de betrokkenen bij de vennootschap. Het vennootschappelijk belang is een zelfstandige grootheid. Het eigen belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming is in beginsel de continuïteit van de vennootschap en haar onderneming. De Hoge Raad lijkt³²⁸ zich met zijn Cancun-beschikking van 4 april 2014 aan te sluiten bij de autonome opvatting (aangevuld met de resultante-opvatting).³²⁹ Dit is ook de heersende mening in de

324 Zie voor een overzicht van opvattingen o.a. Eijsbouts & Kemp 2012, p. 127, Assink/Slagter 2013, p. 939-940 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/126. Zie ook het recent verschenen boek: B. Kemp, H. Koster & C.A. Schwarz (red.), *De betekenis en functies van het vennootschappelijk belang*, Deventer: Kluwer 2019. Ook bestaat een stroming in de literatuur die voor afschaffing van het vennootschappelijk belang is. Zie o.a. Eijsbouts & Kemp 2012, p. 128.

325 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*). Zie hierover o.a. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/128.

326 Assink/Slagter 2013, p. 945 e.v., Verdam 2015, p. 432, Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/4 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/128 onder e.

327 Maeijer 1964, p. 6.

328 Althans, niet in letterlijke bewoordingen.

329 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*). Zie Kemp 2015, p. 118 en Olaerts 2015, p. 60 die hieruit afleiden dat de Hoge Raad de holistische benadering kiest. Zie Mendel & Oostwouder 2013 die dit reeds aannemen op basis van eerder gewezen arresten zoals HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434 (*ABN AMRO*) en HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *NJ* 2010/544 (*ASMI*). Zie anders De Haan in zijn annotatie (onder 4) bij HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, *JOR* 2014/290.

literatuur.³³⁰ Allereerst stelt de Hoge Raad voorop dat de inhoud van het vennootschappelijk belang afhangt van de omstandigheden van het geval. De Hoge Raad vervolgt met te stellen dat het vennootschappelijk belang, indien een onderneming verbonden is aan de vennootschap, vooral wordt bepaald “door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming.”³³¹ ‘Vooral’, omdat het (voort)bestaan van de vennootschap geen doel op zich is.³³² Dit komt in het bijzonder naar voren bij een vennootschap in financiële nood. Het vennootschappelijk belang valt niet meer samen met de continuïteit of het bestendig succes van de vennootschap wanneer een faillissement (insolventie) onafwendbaar is.³³³ Dan staan de belangen van schuldeisers voorop.³³⁴

De autonome opvatting zorgt voor een zekere constante benadering van het vennootschappelijk belang doordat begrippen zoals bestendig succes en continuïteit binnen vennootschappen objectiever en eenduidiger te identificeren zijn als gedragsnorm door bestuurders en commissarissen dan de belangen (en de afweging ervan) van de *stakeholders* van de vennootschap.³³⁵ Kritiek op de opvatting is dat te veel de focus wordt gelegd op de continuïteit en geen ruimte bestaat voor andere factoren. Deze kritiek is mijns inziens met de Cancun-beschikking aangepakt doordat de autonome opvatting wordt aangevuld (gecombineerd) met de hierna te bespreken resultante-opvatting (belangen van alle *stakeholders* meewegen in het vennootschappelijk belang).³³⁶ De Hoge Raad oordeelt namelijk:

“Bij de vervulling van hun taak dienen bestuurders voorts, mede op grond van het bepaalde in art. 2:8 BW, zorgvuldigheid te betrachten met betrekking tot de belangen van al degenen die bij de vennootschap en haar onderneming zijn betrokken.”

330 O.a. Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/4, Schwarz 2018, p. 111 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/127.

331 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*), r.o. 4.2.1.

332 Hoewel Maeijer niet expliciet van continuïteit van de vennootschap spreekt, geeft hij wel aan dat het behalen van winst het uiteindelijke doel van de vennootschap is, maar dat daarbij het voortbestaan van de vennootschap geen doel op zich is (zie Maeijer 1964, p. 6). Zie ook Kemp 2015, p. 111.

333 Eveneens Assink 2016a, p. 492 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/128 onder a.

334 Assink/Slagter 2013, p. 947 en Timmerman 2016, par. 1.4. Zie verder par. 6.5.1.

335 Zie Assink/Slagter 2013, p. 943 en Kemp 2015, p. 117.

336 Assink pleit ook voor een combinatie van de autonome opvatting en de resultante-opvatting. Hij geeft een aantal perspectieven die de robuustheid en flexibiliteit van het vennootschappelijk belang (met als uitgangspunt de autonome benadering) onderschrijven en het begrip concretiseren in bepaalde omstandigheden. Hij spreekt van een multidimensionaal karakter van deze benadering, wat juist het sterke punt is van de resultante-opvatting (Assink/Slagter 2013, p. 946-964). Zie verder uitgebreid Assink 2016, Assink 2016a en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/128.

En voorts:

“Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat daardoor de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad.”³³⁷

De Cancun-beschikking sluit goed aan bij het *stakeholder* model dat Nederland kent.³³⁸ Succes op de lange termijn/bestendig succes kan immers niet worden bereikt zonder een goede relatie tussen de vennootschap en haar *stakeholders*.³³⁹

Wat betekent het voorgaande voor (de belangen van) aandeelhouders? Aandeelhouders profiteren van het bestendig succes van de onderneming. Zij zijn immers als *residual claimants* gebaat bij een succesvolle vennootschap. Indirect is waardecreatie voor de aandeelhouders, zoals reeds vermeld, een belangrijk onderdeel van de langetermijnwaardecreatie van de onderneming.³⁴⁰ Een langetermijnwaardecreatie van de onderneming kan echter niet worden bereikt wanneer de belangen van andere *stakeholders* worden veronachtzaamd. Bij kleine vennootschappen met weinig aandeelhouders kan het belang van de vennootschap grotendeels of geheel samenvallen met het belang van de aandeelhouders,³⁴¹ maar het vennootschappelijk belang blijft een zelfstandige, maar niet vast vormgegeven, grootheid naast de belangen van *stakeholders*.³⁴² Dit laatste blijkt ook uit de manier waarop de Hoge Raad ingaat op het feit dat Cancun een joint venture was. De Hoge Raad oordeelde dat, naast de hiervoor geciteerde algemene bewoordingen voor vennootschappen, het vennootschappelijk belang bij een joint venture *voorts* wordt bepaald door de aard en inhoud van de joint venture overeenkomst.³⁴³ Het vennootschappelijk belang kan (ook) gebaat zijn bij de continuering van evenwichtige verhoudingen tussen de aandeelhouders.³⁴⁴ Aandeelhouders kunnen het vennootschappelijk belang dus wel beïnvloeden.³⁴⁵

337 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*), r.o. 4.2.2. Zie overigens Schwarz 2018a, p. 144-145 die meent dat wanneer bestuurders geen bestuursautonomie hebben, zij geen eigenstandige taak en verantwoordelijkheid hebben.

338 Zie par. 2.2.3.

339 Eveneens Assink/Slagter 2013, p. 950. Kemp meent dat het vennootschappelijk belang als zelfstandig belang alsnog wordt gevormd door de belangen van alle *stakeholders*. Zie Kemp 2015, par. 3.13.6. Dit is mijns inziens niet af te leiden uit de Cancun-beschikking, eveneens zo Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/128 onder a.

340 Jensen 2001, p. 17, Assink/Slagter 2013, p. 4 en Assink 2016, p. 472-473. Zie ook par. 2.2.3.1.

341 Assink 2016a, p. 496 en Schwarz 2018a, par. 1.1.

342 Uitzondering betreft de situatie dat het faillissement van de vennootschap onafwendbaar is.

343 Een vergelijkbare benadering is mijns inziens te volgen wanneer het gaat om een concern. Het bestendig succes zal doorgaans afgeleid zijn uit de concernstrategie. Zie Olaerts 2015, p. 62.

344 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*), r.o. 4.2.1.

345 Eveneens Olaerts 2017, p. 636.

Resultante-opvatting

Voordat de Cancun-beschikking was gewezen, was de resultante-opvatting de heersende leer in de literatuur.³⁴⁶ In de resultante-opvatting wordt het vennootschappelijk belang beschouwd als de resultante van de afweging van de belangen van hen die bij de vennootschap zijn betrokken. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval prevaleert een belang, bijvoorbeeld het belang van aandeelhouders, schuldeisers of werknemers.³⁴⁷ Doorgaans hebben de *stakeholders* van een vennootschap belang bij de continuïteit/het bestendig succes van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. In die zin speelt ook bij de resultante-opvatting de continuïteit van de vennootschap een belangrijke rol. Wanneer de continuïteit als een deelbelang wordt gezien dat kan prevaleren boven andere deelbelangen, nadert de resultante-opvatting de hiervoor besproken autonome opvatting.³⁴⁸

De resultante-opvatting biedt meer flexibiliteit ten aanzien van de inhoud van het vennootschappelijk belang dan de autonome opvatting.³⁴⁹ Dit op het oog gewenste effect bemoeilijkt de belangenafweging voor het bestuur en de raad van commissarissen bij hun taakvervulling, aangezien de belangenafweging de ene keer anders uitvalt dan de andere.³⁵⁰ Het proces van de belangenafweging wordt versluierd omdat alle deelbelangen moeten worden afgewogen.³⁵¹ De resultante-opvatting gecombineerd met de autonome opvatting, zoals is af te leiden uit de Cancun-beschikking, ondervangt deze kritiek grotendeels.

2.7.1.2 Individuele aandeelhouders en het vennootschappelijk belang

In beginsel mogen aandeelhouders hun eigen belang nastreven bij de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten. Onder omstandigheden dienen aandeelhouders echter rekening te houden met het vennootschappelijk belang en de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen en deze zo nodig te laten prevaleren boven hun eigen belang.

346 Zie hierover Assink/Slagter 2013, p. 940. Zo is in de meest recente Asser de resultante-opvatting verlaten, zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/127. Dit is eveneens gebeurd in de *Van de BV en de NV*, zie Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/4.

347 O.a. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/126 onder c. Volgens Kemp 2015, p. 110 is dit de 'zuivere' resultante-opvatting. Kemp onderscheidt dit van een andere stroming binnen de resultante-opvatting, namelijk dat het vennootschappelijk belang de gemene deler van de deelbelangen van de *stakeholders* is.

348 Dit is weer een variant van de resultante-opvatting, zie ook Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/126 onder e. Zie Kemp 2015, p. 114 die van mening is dat de resultante-opvatting alleen ziet op de deelbelangen van de *belanghebbenden* en niet op abstracte deelbelangen zoals de continuïteit.

349 Assink/Slagter 2013, p. 942.

350 O.a. Mendel & Oostwouder 2013, p. 1968 en Kemp 2015, p. 111.

351 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/127. Wanneer een vennootschap reeds insolvent is, levert deze benadering van het vennootschappelijk belang overigens geen problemen op aangezien het belang van de gezamenlijke schuldeisers dan prevaleert.

Uit de jurisprudentie is niet de algemene regel af te leiden dat aandeelhouders altijd het vennootschappelijk belang moeten dienen bij de uitoefening van hun aandeelhoudersrechten. De omstandigheden van het geval spelen een doorslaggevende rol bij de vraag of een individuele aandeelhouder niet zijn eigen belang mag nastreven en dus grenzen tegenkomt. In de literatuur bestaat hierover in vergaande mate overeenstemming. De meningen verschillen met name over de ‘aanvliegroute’: mag een aandeelhouder zijn eigen belang dienen, ‘tenzij’³⁵² of mag een aandeelhouder ‘niet uitsluitend’ zijn eigen belang behartigen, maar moet hij ook oog hebben voor andere belangen waarbij zijn eigen belang een belangrijke, vaak doorslaggevende, rol mag spelen.³⁵³ Het resultaat is goeddeels hetzelfde, namelijk dat aandeelhouders niet altijd hun eigen belang mogen nastreven.³⁵⁴ Voor dit onderzoek is van belang wanneer dat dan het geval is (waarover hierna meer). Mijn voorkeur ligt bij de eerste aanvliegroute. Allereerst is het niet eenvoudig voor aandeelhouders om (als uitgangspunt) de belangen van alle betrokkenen in kaart te brengen. Voorts is het uitgangspunt van artikel 1 EP EVRM dat een aandeelhouder het recht heeft op *in beginsel* ongestoord genot van zijn eigendom en bovendien hanteert de Hoge Raad de eerste aanvliegroute. Uit de arresten Wennex, Melchers en Aurora volgt dat aandeelhouders *in beginsel* hun eigen belang mogen dienen in de vennootschap: “dat (toch) den aandeelhouder ener naamloze vennootschap in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen.”³⁵⁵ Het in beginsel dienen van het eigen belang is sindsdien niet meer (expliciet) herhaald door de Hoge Raad, maar ook niet weersproken in latere arresten.

De woorden ‘in beginsel’ impliceren grenzen. In het Wennex-arrest werd reeds misbruik van recht als grens genoemd (thans misbruik van bevoegdheid ex art. 3:13 BW) en oordeelde de Hoge Raad dat de stemovereenkomst – de drie arresten betroffen alle stemovereenkomsten – niet mag leiden tot maatschappelijke onbetamelijkheid

352 O.a. Assink/Slagter 2013, p. 94, Van der Heijden/Dortmond 2013, p. 258, De Jongh 2014, p. 527, Kemp 2015, p. 195 en Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/228. Een uitzondering vormt Slagter: hij meent dat een individuele aandeelhouder nooit gebonden is aan de redelijkheid en billijkheid, maar een metamorfose ondergaat wanneer hij de algemene vergadering betreedt. Zie Slagter 2012. Zie uitgebreid over de ‘aanvliegroutes’: Kemp 2015, par. 5.7.

353 O.a. Oosterhoff 2017, p. 259 en Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/67.

354 Olaerts 2017, p. 634 en Oosterhoff 2017, p. 258.

355 HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449, *NJ* 1944/465 (*Wennex*), HR 13 november 1959, ECLI:NL:HR:1959:AG2043, *NJ* 1960/472 (*Melchers*) en HR 19 februari 1960, ECLI:NL:HR:1960:AG2044, *NJ* 1960/473 (*Aurora*). Een vergelijkbaar arrest is HR 13 februari 1942, ECLI:NL:PHR:1942:AG192, *NJ* 1942/360 (*Baus/De Koedoe I*). Zie eveneens Hof Amsterdam (OK) 28 maart 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ9658, *JOR* 2013/171 (*AAA Groep*), r.o. 3.8. Onder het eigen belang vallen ook privébelangen, zie hierover Kemp 2015, p. 196-197 en p. 388-389 en Oosterhoff 2017, p. 249.

(onrechtmatige daad ex art. 6:162 BW).³⁵⁶ Onder meer Oosterhoff en Assink geven aan dat de rechtspraak thans moet worden gelezen en begrepen in het licht van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 lid 1 en lid 2 BW.³⁵⁷ Deze vennootschapsrechtelijke norm bestond ten tijde van de drie hiervoor genoemde arresten nog niet. De recente rechtspraak ondersteunt dit.³⁵⁸ De overkoepelende redelijkheid en billijkheid van artikel 6:2 BW of artikel 6:248 BW, misbruik van bevoegdheid ex artikel 3:13 BW en onbetamelijk handelen ex artikel 6:162 BW, zijn ook normen die betrekking kunnen hebben op het handelen van aandeelhouders.³⁵⁹ Ik focus mij hierna op de specifiek op vennootschapsrechtelijke verhoudingen toegespitste redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.

Wat betekent de redelijkheid en billijkheid voor het handelen van aandeelhouders? Vooropgesteld zij dat individuele aandeelhouders vallen onder het bereik van de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW.³⁶⁰ Op hoofdlijnen zijn drie functies van de redelijkheid en billijkheid te onderscheiden.³⁶¹ Deze zijn de aanvullende functie, de beperkende functie en de interpreterende functie.³⁶² De belangrijkste functies

356 In het Melchers-arrest en het Aurora-arrest is misbruik van bevoegdheid niet herhaald, maar worden de woorden 'in beginsel' ook gebruikt. Er is blijkbaar wel een grens, zie Oosterhoff 2017, p. 252-253. Zie Kemp 2015, p. 176 die meent dat de woorden 'in beginsel' duiden op het feit dat de aandeelhouder in beginsel zijn eigen belang mag bepalen en niet op de situatie dat het handelen in het eigen belang mag worden beperkt.

357 Assink/Slagter 2013, p. 838 en Oosterhoff 2017, p. 257.

358 O.a. Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, ECLI:NL:GHAMS:1999:AB8354, *NJ* 1999/350 (*Gucci*), r.o. 3.3, Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, ECLI:NL:GHAMS:1999:AC1926, *NJ* 1999/351 (*Breevast*), r.o. 4.16, Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AD4598, *NJ* 2001/640 (*RNA*), r.o. 3.17 en Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *JOR* 2010/189 (*PCM*), r.o. 3.13 (ten aanzien van toekomstige aandeelhouders). Zie uitgebreid Kemp 2015, par. 5.5 en Oosterhoff 2017, par. 6.2.2 met een bespreking van deze (en andere) jurisprudentie. Uitzondering betreft de beschikking van het Hof Amsterdam (OK) 28 maart 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ9658, *JOR* 2013/171 (*AAA Groep*) waarin de OK geen nuancering aanbrengt op het handelen van een meerderheidsaandeelhouder. De meerderheidsaandeelhouder was echter in casu tevens bestuurder en dit gegeven kan hebben geleid tot deze enigszins vreemde uitkomst.

359 Zie over de verhouding tussen de normen Kemp 2015, par. 6.2 en uitgebreid Oosterhoff 2017, par. 6.2.4. De Hoge Raad stelt de (beperkende werking van de) redelijkheid en billijkheid qua inhoud gelijk aan misbruik van bevoegdheid, zie HR 29 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AY5697, *NJ* 2006/639 (*The Mill Resort*). Zo ook Maeijer 1991, p. 17: "Indien het criterium rechtsmisbruik niet al te eng wordt opgevat, zullen de praktische resultaten waartoe een dergelijke benadering kan leiden, naar mijn inzicht niet ver uiteen lopen met hetgeen kan voortvloeien uit de beperkende werking van de goede trouw zoals thans aangeduid in het Nederlands N.B.W."

360 O.a. Olaerts 2007, p. 274, Assink/Slagter 2013, p. 186, De Jongh 2014, p. 526-527, Kemp 2015, p. 210, Verdam 2015 en Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/260. Zie anders Slagter 2012.

361 Dit geldt voor de redelijkheid en billijkheid in zijn algemeenheid, dus niet enkel de redelijkheid en billijkheid uit Boek 2 BW.

362 Koelemeijer 1999, p. 25 e.v., Assink/Slagter 2013, p. 184, Wolters 2013, par. 1.3 en Asser/Sieburgh 6-III 2018/402.

voor dit onderzoek zijn de aanvullende en de beperkende functie. De aanvullende redelijkheid en billijkheid kan leemtes opvullen in regels die gelden tussen de bij de vennootschap betrokkenen. Deze functie is terug te vinden in artikel 2:8 lid 1 BW: de rechtspersoon en degenen die bij de organisatie zijn betrokken, dienen zich te gedragen naar hetgeen de redelijkheid en billijkheid vordert. Het betreft een (positieve) gedragsnorm: aandeelhouders dienen redelijkheid en billijkheid te betrachten bij hun handelen jegens elkaar en jegens andere betrokkenen bij de organisatie.³⁶³ Een aantal auteurs meent dat de norm geen gedragsregel inhoudt, maar (slechts) een beslisregel is voor de rechter.³⁶⁴ De norm is, zo stellen zij, volledig open en kan derhalve niet gelden als een gedragsnorm. Mijns inziens is de redelijkheid en billijkheid wel degelijk te beschouwen als een gedragsnorm. Zoals hierna aan bod zal komen, kan de redelijkheid en billijkheid vorderen dat aandeelhouders (aanvullend) rekening moeten houden met het vennootschappelijk belang of belangen van de bij de vennootschap betrokkenen.³⁶⁵

De tweede functie, de beperkende functie (ex art. 2:8 lid 2 BW), zorgt ervoor dat een regel die krachtens wet, gewoonte, statuten, reglementen of besluit geldt, niet van toepassing is indien dat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is. Deze functie vervult een prominente rol wanneer het financieel slecht gaat met de vennootschap. Dit komt tot uiting bij de in paragraaf 6.2 te bespreken noodzaakfinanciering. Onder omstandigheden mogen aandeelhouders bij noodzaakfinanciering hun zeggenschapsrechten niet uitoefenen.³⁶⁶ De aanvullende werking als gedragsnorm en de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid hangen nauw samen met elkaar: “De gedragsnorm lokt beoordeling uit.”³⁶⁷ De beperkende functie van de redelijkheid en billijkheid is bij noodzaakfinanciering nodig omdat (wordt voorzien dat) aandeelhouders zich niet aan de gedragsnorm houden bij hun handelen. In deze paragraaf staat de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid centraal (de grens voor het handelen van aandeelhouders) en in paragraaf 6.2 met name de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid.

363 Bakker 2012, par. 1.6, Assink/Slagter 2013, p. 185, Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/230, Verdam 2015 en Van Schilfgaarde 2016, par. 1.14. Kemp (2015, p. 211) en De Jongh (2011) beschouwen de gedragsnorm als een vierde, aparte, functie van de redelijkheid en billijkheid.

364 Koelemeijer 1999, p. 29. Zie Bakker 2012, par. 1.3 voor een overzicht van de voorstanders van een beslisnorm.

365 Zo ook De Jongh 2011, Van Schilfgaarde 2016, p. 150, Olaerts 2017, p. 635 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/124 onder b. Van Schilfgaarde lijkt eerder, in zijn annotatie bij HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*), nog voorzichtiger door aan te nemen dat een grootaandeelhouder zich dient te richten op het vennootschappelijk belang en dat dit *desgewenst kan* via de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW.

366 Ook onder de WHOA zijn bepaalde aandeelhoudersrechten tijdelijk, voor de duur van de akkoordprocedure, niet van toepassing. Dit is echter niet zozeer een gevolg van de redelijkheid en billijkheid, maar de WHOA bepaalt dat in art. 370 lid 5 Fw.

367 Van Schilfgaarde 2016, par. 1.14.

Het hangt van de omstandigheden van het geval af of de redelijkheid en billijkheid vorderen dat een aandeelhouder ook rekening moet houden met het vennootschappelijk belang of belangen van bij de vennootschap betrokkenen (en deze zo nodig moet laten prevaleren). Deze belangen mogen niet op onevenredige wijze worden geschaad.³⁶⁸ Eén van de belangrijkste omstandigheden is mijns inziens de mate waarin een aandeelhouder invloed kan uitoefenen binnen de vennootschap.³⁶⁹ Het aandelenbelang dat de aandeelhouder houdt, is daarbij onder meer van belang. Heeft een aandeelhouder een aandelenpakket waarmee hij de benodigde stemmeerderheid voor besluiten van de algemene vergadering kan halen, dan kan hij invloed uitoefenen in de algemene vergadering. Of een aandeelhouder de benodigde stemmeerderheid heeft, is afhankelijk van de stemmeerderheid die voor een besluit is vereist en de opkomst op de algemene vergadering in combinatie met eventuele quorumvereisten met betrekking tot de aanwezigheid.³⁷⁰ De meeste jurisprudentie in dit kader ziet op de verhouding tussen de meerderheidsaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouder(s).³⁷¹ Het gegeven dat sprake is van een meerderheidsaandeelhouder en een minderheidsaandeelhouder is onder meer relevant voor de vraag of de meerderheidsaandeelhouder de nodige zorgvuldigheid heeft te betrachten met betrekking tot de belangen van minderheidsaandeelhouders.³⁷² Ook in de *Corporate Governance Code* is de koppeling terug te vinden tussen de omvang van het aandelenbelang en de mate van zorgvuldigheid:

“Aandeelhouders kunnen bij hun handelen in beginsel hun eigen belangen nastreven, zolang zij zich ten opzichte van de vennootschap, haar organen en hun medeaandeelhouders gedragen naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid. (...) Hoe groter het belang is dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt, hoe groter zijn verantwoordelijkheid is jegens de vennootschap, medeaandeelhouders en andere stakeholders.”³⁷³

368 Asser/Kroeze 2-I* 2015/227. Zie ook Van Ginneken & Timmerman 2011 en De Jongh 2011.

369 Zie voetnoot 358 voor jurisprudentie waarbij de mate van invloed van een aandeelhouder een rol speelde. Zie verder o.a. De Jongh 2011, Koelemeijer 2011, p. 207 en p. 341, Schrama 2012, Assink/Slagter 2013, p. 191, De Jongh 2014, p. 531 e.v., Koelemeijer 2015, p. 67, Kemp 2015, par. 10.2-10.3, Van Schilfgaarde 2016, p. 150, Olaerts 2017, p. 638, Oosterhoff 2017, p. 245 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/124 onder b.

370 Kemp 2015, par. 10.2.1.

371 Zie Bartman & Dorresteyn 2013, nr. IV.4.2. Veel jurisprudentie over de verhouding tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders ziet op het nemen van een dividendbesluit. Het gedeeltelijk of geheel reserveren van de winst kan in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid. Zie voor een overzicht van jurisprudentie Assink/Slagter 2013, p. 195-196. Zie ook Van Schilfgaarde 2016, p. 226. Het dividendbeleid is niet van belang bij een vennootschap in financiële nood aangezien dan niet wordt voldaan aan de vereisten uit art. 2:216 BW voor een uitkering van dividend.

372 O.a. HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, *NJ* 2013/461 (*VEB/KLM*), r.o. 3.4.2 en HR 1 maart 2012, ECLI:NL:HR:2002:AD9857, *JOR* 2002/79 (*Zwagerman Beheer*). Zie verder o.a. Assink/Slagter 2013, p. 204 en Kemp 2015, par. 10.2.2.

373 Preambule Nederlandse CGC 2016, p. 8. Hoewel de Code in principe slechts geldt voor beursvennootschappen heeft de Code ook invloed op niet-beursvennootschappen.

Enkel de omvang van het aandelenbelang is doorgaans niet bepalend voor de vraag of een aandeelhouder invloed heeft binnen de vennootschap. Het is veeleer de macht die een aandeelhouder binnen de vennootschap heeft die bepaalt of de redelijkheid en billijkheid vergen dat hij niet alleen zijn eigen belang nastreeft. De macht van een aandeelhouder binnen de vennootschap is, naast de omvang van zijn aandelenbelang, afhankelijk van het soort aandelen dat hij houdt – zoals prioriteitsaandelen of aandelen met meervoudig stemrecht – en de rechten die voortvloeien uit (stem) overeenkomsten. Voorts is de macht afhankelijk van statutaire bevoegdheden, zoals goedkeuringsrechten of een instructierecht.³⁷⁴

Andere belangrijke, niet limitatieve, omstandigheden zijn de aard en omvang van de vennootschap, de aard en omvang van de in het geding zijnde belangen, de hoedanigheid van de aandeelhouder en, voor dit onderzoek bijzonder van belang, de financiële situatie van de vennootschap.³⁷⁵ Een joint venture heeft bijvoorbeeld een meer besloten karakter en een geringer aantal aandeelhouders dan een grote vennootschap met een verspreid aandelenbezit. Dit betekent dat een aandeelhouder van een joint venture meer betrokken is bij de vennootschap en beschikt of behoort te beschikken over meer informatie dan een aandeelhouder die primair een investeerder in een grote vennootschap is. Het brengt met zich dat eerstgenoemde een verdergaande verantwoordelijkheid heeft jegens de vennootschap, zijn medeaandeelhouders en andere *stakeholders*. Dit geldt ook voor een aandeelhouder die tevens bestuurder is. Voorts zijn de gevolgen voor het vennootschappelijk belang en de belangen van de *stakeholders* van te nemen besluiten van de algemene vergadering een belangrijke omstandigheid. Die gevolgen zijn doorgaans groot wanneer het financieel slecht gaat met de vennootschap. In hoofdstuk 6 wordt specifiek ingegaan op de financiële situatie van de vennootschap en het handelen van aandeelhouders. Zo wordt in paragraaf 6.2 noodzaakfinanciering besproken: een invloedrijke aandeelhouder mag zijn eigen belang niet nastreven wanneer het dusdanig financieel slecht gaat met de vennootschap dat een faillissement zeer waarschijnlijk volgt. In de WHOA (par. 6.5) wordt vervolgens een stap verder gezet: bepaalde aandeelhoudersrechten van alle, niet alleen invloedrijke, aandeelhouders worden buiten toepassing verklaard op grond van de WHOA.³⁷⁶

374 Olaerts 2007, par. 8.4.3 en Kemp 2015, par. 10.3.

375 O.a. Koelemeijer 1999, p. 339-347, Olaerts 2007, par. 8.4.3, Assink/Slagter 2013, p. 191 e.v., De Jongh 2014, p. 531-534, Kemp 2015, hfst. 10, Olaerts 2017, p. 637 en Oosterhoff 2017, p. 245. De omstandigheden kunnen ook overlappen.

376 Art. 370 lid 5 Fw. Zie hierover par. 6.5.11.4.

2.7.1.3 De algemene vergadering en het vennootschappelijk belang

Individuele aandeelhouders mogen in beginsel hun eigen belang nastreven. Sommige auteurs menen dat de algemene vergadering als orgaan van de vennootschap, evenals het bestuur en de raad van commissarissen, wel steeds het vennootschappelijk belang in acht moet nemen.³⁷⁷ Dit zou tot de discrepantie leiden dat individuele aandeelhouders in beginsel hun eigen belang mogen nastreven, terwijl zij ook lid zijn van de algemene vergadering dat als orgaan het vennootschappelijk belang tot richtsnoer moet nemen. Mijns inziens is dit lastig te construeren. De algemene vergadering is slechts de som van individuele aandeelhouders.³⁷⁸ Zowel voor individuele aandeelhouders als voor de algemene vergadering gelden de regels van de redelijkheid en billijkheid.³⁷⁹ Het is de aandeelhouder (of meerdere aandeelhouders gezamenlijk) met invloed in de algemene vergadering die handelt in strijd met de redelijkheid en billijkheid en derhalve handelt in strijd met het vennootschappelijk belang.

Overigens betogen sommige voorstanders van de gebondenheid van de algemene vergadering aan het vennootschappelijk belang dat “gelet op de vertegenwoordigende functie van de algemene vergadering, bij de belangenafweging het bijzondere belang van de gezamenlijke aandeelhouders een gewichtige rol speelt.”³⁸⁰ Deze benadering ligt niet ver af van de hiervoor beschreven benadering dat de algemene vergadering – in feite de aandeelhouder(s) met ‘macht’ – in beginsel niet gebonden is aan het vennootschappelijk belang, tenzij dit niet redelijk en billijk is.

2.7.1.4 Tussenconclusie

Individuele aandeelhouders mogen in beginsel hun eigen belang dienen. Zij moeten onder omstandigheden op basis van de redelijkheid en billijkheid het vennootschappelijk belang en de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen in acht nemen en zo nodig laten prevaleren boven hun eigen belang. Eén van de belangrijkste omstandigheden is de mate van invloed die een aandeelhouder kan uitoefenen binnen de vennootschap. De verantwoordelijkheid om niet alleen het eigen belang in acht te nemen, wordt versterkt wanneer de vennootschap zich in financieel zwaar weer bevindt. Hoofdstuk 6 gaat uitgebreid in op de grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten bij een vennootschap in financiële nood.

377 O.a. Buijn & Storm 2013, par. 8.3.5.3, Kemp 2015, p. 306 e.v., Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/4 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/124 onder d.

378 Slagter 2013, p. 819.

379 Assink/Slagter 2013, p. 185.

380 Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/4 en Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/124 onder d. Enigszins vergelijkbaar: Kemp 2015, par. 8.9. Kemp meent dat de bij de vennootschap betrokken belangen het vennootschappelijk belang ‘inkleuren’.

2.7.2 Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten in Engeland

Meer nog dan in Nederland staat in Engeland voorop dat iedere aandeelhouder zijn aandeelhoudersrechten mag uitoefenen naar eigen inzicht en zijn eigen belangen daarbij mag nastreven. Dit is grotendeels te verklaren doordat Engeland geen *stakeholder* model kent.³⁸¹ Het stemrecht als onderdeel van een aandeel wordt beschouwd als een eigendomsrecht (*a proprietary right*): de motieven achter het gebruik van het stemrecht zijn irrelevant.³⁸² In de Engelse praktijk komen afspraken om niet te stemmen of op een bepaalde manier te stemmen dan ook geregeld voor. Een aandeelhouder hoeft bij zijn handelen geen rekening te houden met (tegenstrijdige) belangen van andere *stakeholders* of belangen van de vennootschap, zo getuige de veel geciteerde rechterlijke overweging uit 1877 van judge Jessel:

“(A man) may be actuated in giving his vote by interests entirely adverse to the interests of the company as a whole. He may think it more for his particular interest that a certain course may be taken which may be in the opinion of others adverse to the interests of the company as a whole, but he cannot be restrained from giving his vote in what he pleases because he is influenced by that motive.”³⁸³

Anders dan een bestuurder staat een aandeelhouder namelijk niet in een fiduciaire verhouding tot de vennootschap of haar *stakeholders*.³⁸⁴ Bestuurders hebben de in de Companies Act 2006 neergelegde plicht bij hun handelen het succes van de vennootschap te bevorderen ten gunste van de gezamenlijke aandeelhouders.³⁸⁵ Daarbij moeten zij ook belangen van andere *stakeholders* in acht nemen. De focus ligt echter op de belangen van aandeelhouders. Deze zogenoemde *enlightened shareholder value* kwam in paragraaf 2.2.3.1 reeds aan bod.

Het voorgaande betekent echter niet dat een aandeelhouder altijd zijn eigen belang mag nastreven bij de uitoefening van zijn stemrecht. Onder omstandigheden heeft een meerderheidsaandeelhouder rekening te houden met “the interests

381 Zie par. 2.2.3.

382 Davies & Worthington 2016, p. 636-637. O.a. *re North-West Transportation Co. Ltd v. Beatty* (1887) 12 App. Cas. 589 en *re Carruth v Imperial Chemical Industries Ltd* (1937) AC 707.

383 *Re Pender v. Lushington* (1877) 6 Ch D 70. Zie voorts o.a. *re North-West Transportation Co. Ltd v. Beatty* (1887) 12 App. Cas. 589, PC, *re Burland v Earle* (1902) A.C. 83 en *re Multinational Gas & Petrochemical Co v Multinational Gas & Petrochemical Services Ltd* (1983) WL 215703. Zie Hanigan 2000, p. 494 voor meer verwijzingen. Anders: *re Clemens v Clemens Bros Ltd* (1976) 2 All ER 268. Deze uitspraak draaide echter in wezen om de beoordeling van een statutenwijziging, waarover hierna meer in par. 2.7.2.1.

384 Davies & Worthington 2016, p. 637 en Mayson, French & Ryan 2016, p. 407. In *re Brant Investments Ltd v. KeepRite Inc.* (1991) 80 DLR (4th) 161 is expliciet geoordeeld dat een meerderheidsaandeelhouder geen fiduciaire plicht heeft jegens een minderheidsaandeelhouder.

385 S.172 CA 2006: “to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole.”

of the company as a whole.” Het gaat dan om een aandeelhouder die de minderheid (van aandeelhouders) kan binden, een *controlling shareholder*. Aangezien een fiduciaire plicht niet bestaat voor aandeelhouders, zijn regels voor specifieke van elkaar te onderscheiden situaties ontwikkeld in de rechtspraak. Het betreft een invulling van de goede trouw.³⁸⁶ Het Engelse vennootschapsrecht is echter niet doortrokken van een algemeen beginsel van goede trouw, zoals de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW.³⁸⁷ In Engeland hebben rechters met name ten aanzien van twee categorieën situaties herhaaldelijk beperkingen aangenomen op de uitoefening van rechten in de algemene vergadering (of een klasse van aandeelhouders).³⁸⁸ Het betreft het nemen van een besluit tot wijziging van de statuten van de vennootschap en het goedkeuren van een schending van een taak van de bestuurders. Deze twee categorieën komen achtereenvolgens aan bod.

2.7.2.1 Statutenwijziging

Het wijzigen van de statuten van een Ltd vereist een besluit van de algemene vergadering met een stemmeerderheid van 75 procent van de stemgerechtigden.³⁸⁹ Een meerderheidsaandeelhouder kan zijn macht aanwenden om de statuten te wijzigen ten gunste van hem en ten nadele van de minderheidsaandeelhouder(s). Een voorbeeld hiervan is het opnemen van een bepaling in de statuten die een minderheidsaandeelhouder verplicht tot de verkoop van zijn aandelen of die de rechten van minderheidsaandeelhouders wijzigt (zoals het ontnemen van het voorkeursrecht). Teneinde de minderheidsaandeelhouder te beschermen, moet in Engeland een meerderheidsaandeelhouder bij het wijzigen van de statuten, zijn stemrecht uitoefenen “bona fide for the benefit of the company as a whole.”³⁹⁰ De rechtspraak hierover is vrij casuïstisch en biedt een minderheidsaandeelhouder weinig houvast.³⁹¹ De rechter zal een statutenwijziging niet bona fide achten indien “no reasonable man could consider it for the benefit of the company as a whole.”³⁹² Een voorbeeld van een bona fide statutenwijziging is de introductie van een bepaling in de statuten die aandeelhouders met een belang in een concurrerende vennootschap verplicht hun aandelen over te dragen.³⁹³ Dit was volgens de rechter duidelijk in het belang van de vennootschap.

386 Zie ook Koelemeijer 1999, p. 332.

387 Koelemeijer 1999, p. 53.

388 Davies & Worthington 2016, p. 658-659 en Mayson, French & Ryan 2016, par. 3.6.5 en par. 14.10.4.

389 S.21 CA 2006 jo. s.283 CA 2006. Een wijziging van rechten verbonden aan een bepaalde soort aandelen behoeft tevens de goedkeuring van die soort aandelen. Eenzelfde stemmeerderheid geldt daarbij.

390 *Re Gold Reefs of West Africa Ltd* (1900) 1 Ch. 656.

391 Davies & Worthington 2016, p. 658.

392 *Re Shuttleworth v Cox Brothers and Co (Maidenhead) Ltd* (1927) 2 KB 9. Zie verder Fan 2008, p. 6, Davies & Worthington 2016, p. 640 en Mayson, French & Ryan 2016, par. 3.6.5.1.

393 *Re Sidebottom v Kershaw, Leese & Co Ltd* (1920) 1 Ch. 154, CA.

Het begrip “the company as a whole” werd voorheen uitsluitend opgevat als ‘de vennootschap als commerciële entiteit zich onderscheidend van de aandeelhouders’, zo ook in het hiervoor genoemde voorbeeld. Sinds *re Greenhalgh v. Arderne Cinemas Ltd* (1951) worden daaronder ook “shareholders as a general body” verstaan.³⁹⁴ Deze ‘verruiming’ was wenselijk omdat veel statutenwijzigingen – vooral wanneer van een verplichte verkoop van aandelen geen sprake is – geen effect hebben op de belangen van de vennootschap als commerciële entiteit, maar enkel op de belangen van aandeelhouders. Denk aan een statutenwijziging die het voorkeursrecht van een aandeelhouder afneemt.³⁹⁵ In feite is dan sprake van een dispuut tussen de aandeelhouders. Een dergelijke statutenwijziging is bona fide indien (i) geen sprake is van onderdrukking van de minderheid (*oppression of the minority*), (ii) de meerderheid geen onrechtvaardig voordeel verkrijgt ten koste van de minderheid én (iii) de wijziging niet buiten hun bevoegdheid ligt.³⁹⁶ Dit komt grotendeels overeen met de ook in de rechtspraak ontwikkelde norm die niet alleen bij een besluit tot statutenwijziging geldt, maar bij alle besluiten van de algemene vergadering, namelijk dat geen sprake mag zijn van *fraud on the minority*.³⁹⁷ Ook in Nederland moet een meerderheidsaandeelhouder onder omstandigheden rekening houden met minderheidsaandeelhouders en mag hij zijn macht niet misbruiken ten koste van de minderheidsaandeelhouders.³⁹⁸

Zolang geen sprake is van onderdrukking van minderheidsaandeelhouders ten aanzien van een statutenwijziging, mag een meerderheidsaandeelhouder zijn stem uitoefenen naar eigen inzicht. In *re Clemens v Clemens Bros Ltd* (1976) lijkt een andere ‘algemene’ norm voor een meerderheidsaandeelhouder te worden aangenomen.³⁹⁹ Het ging om een familieonderneming met twee aandeelhouders, een meerderheidsaandeelhouder en een minderheidsaandeelhouder. In de algemene vergadering werd besloten tot de uitgifte van aandelen aan de bestuurders waardoor de minderheidsaandeelhouder zijn veto bij speciale besluiten verloor en zijn aandelenbelang sterk verwaterde. De rechter oordeelde dat de meerderheidsaandeelhouder niet zijn stemrecht mag uitoefenen “in any way she pleases.” De rechter oordeelde dat het stemrecht onderworpen is aan *equitable considerations* (billijke overwegingen). De zaak

394 *Re Greenhalgh v. Arderne Cinemas Ltd* (1951) Ch 286. Mayson, French & Ryan 2016, par. 3.6.5.2 en Chivers e.a. 2017, p. 10-11.

395 Grantham 1998, p. 568.

396 *Re Charterhouse Capital Ltd, Arbuthnott v Bonnyman* (2015) EWCA Civ 536. Zie uitgebreid Chivers e.a. 2017, p. 13-16.

397 Grantham 1998, p. 574, Fan 2008, p. 11 en Chivers e.a. 2017, p. 16 e.v.

398 Zie par. 2.7.1.2.

399 *Re Clemens v Clemens Bros Ltd* (1976) 2 All ER 268.

is echter een geïsoleerd geval.⁴⁰⁰ Ten tijde van onderhavige zaak bestond het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders niet en de aandelenuitgifte vergde destijds een statutenwijziging, waardoor de beoordeling in feite draaide om de vraag of de statutenwijziging bona fide was.

2.7.2.2 Goedkeuren van een schending van een bestuurstaak

De tweede categorie betreft het goedkeuren van een schending door een bestuurder van een op hem rustende plicht (*breach of duty*). Het Engelse recht onderscheidt goedkeuring in twee soorten. Zo kan een schending vooraf worden goedgekeurd als gevolg waarvan de bestuurder geen schending pleegt (*authorisation*). Daarnaast kan de bestuurder worden ontslagen van aansprakelijkheid ten aanzien van de schending (*ratification*).⁴⁰¹ Naar Nederlands recht is alleen het laatste mogelijk: het verlenen van decharge aan bestuurders en commissarissen voor gevoerd beleid.⁴⁰²

Het uitgangspunt onder de *common law* was dat bij zowel de *authorisation* als de *ratification* de bestuurder die tevens aandeelhouder was in de hoedanigheid van aandeelhouder gewoon mee mocht stemmen over de goedkeuring en daarbij zijn eigen belang mocht nastreven, ook al had hij dus zelf als bestuurder een plicht geschonden.⁴⁰³ Een bestuurder heeft weliswaar fiduciaire plichten jegens de vennootschap en haar *stakeholders*, maar aandeelhouders hebben deze niet. Een minderheidsaandeelhouder kon wel aanvoeren dat de goedkeuring niet “bona fide in the interests of the company as a whole” was.⁴⁰⁴ Hierbij verwezen de rechters naar de hiervoor genoemde rechtspraak in het kader van het wijzigen van de statuten van een vennootschap.

Tegenwoordig is in de Companies Act 2006 een bepaling opgenomen over het ratificeren van een schending die het effect heeft de bestuurder te ontslaan van aansprakelijkheid.⁴⁰⁵ De bestuurder die tevens aandeelhouder is en aandeelhouders die familie zijn van de bestuurder mogen niet stemmen over een besluit tot goedkeuring, althans

400 Xuereb 1987, p. 18-19 en Mayson, French & Ryan 2016, p. 410. De zaak is te plaatsen in het kader van *quasi-partnerships*.

401 Zie Davies & Worthington 2016, p. 568 en Chivers e.a. 2017, p. 160. Daarnaast kan onder goedkeuren ook worden verstaan het besluiten tot binding van de vennootschap aan de ongeoorloofd aangegane transactie (*affirmation*), het besluiten tot het ontslaan van een bestuurder van zijn aansprakelijkheid en het besluiten tot het niet procederen tegen de bestuurder.

402 Het uitsluiten of beperken van de aansprakelijkheid van bestuurders voor toekomstig handelen, ook wel vrijtekening genoemd, is (volgens de heersende leer) niet toelaatbaar, zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/482. Zie voor een andere mening: Assink/Slagter 2013/51.

403 *Re North-West Transportation Co Limited v Beatty* (1887) 12 App Cas 589.

404 *Re Smith v Croft (No. 2)* (1988) Ch 114. Zie verder Chivers e.a. 2017, p. 173-175.

405 S.239 CA 2006. Zie Chivers e.a. 2017, p. 172.

hun stemmen worden niet meegeteld in de stemmeerderheid.⁴⁰⁶ Waarschijnlijk gelden ten aanzien van de andere vormen van goedkeuring nog steeds de *common law* regels.⁴⁰⁷ Dit levert de enigszins vreemde situatie op dat een bestuurder tevens aandeelhouder de regels van ratificatie kan omzeilen door de schending reeds vooraf goed te keuren.⁴⁰⁸

2.7.2.3 Unfair prejudice

In feite gaat het bij de hiervoor besproken categorieën om de algemene regel dat een meerderheidsaandeelhouder niet zijn macht mag misbruiken ten koste van de minderheidsaandeelhouder(s) en niet zozeer om de belangen van andere *stakeholders*. Zowel de *bona fide* regel als de *fraud on the minority* is ontwikkeld in de rechtspraak, mede omdat wettelijke regels nog niet aanwezig waren.⁴⁰⁹ Thans biedt het in de Companies Act 2006 opgenomen *unfair prejudice* een grens voor het handelen van aandeelhouders die niet beperkt is tot de in de twee vorige paragrafen genoemde categorieën.⁴¹⁰ De *unfair prejudice* regel lijkt op de Nederlandse geschillenregeling.⁴¹¹

Een aandeelhouder mag een beroep doen op de *unfair prejudice* regel indien “the company’s affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself).” Het gaat daarbij om het handelen van de verantwoordelijke voor het voeren van het beleid van de vennootschap. Dit kan zowel een bestuurder als een (meerderheids)aandeelhouder zijn. In het geval van de laatstgenoemde is de *unfair prejudice* regel een mechanisme om aandeelhouders die geen overwegende zeggenschap hebben te beschermen tegen de aandeelhouder(s) die dat wel heeft. Indien sprake is van *unfair prejudice* bepaalt de rechter welke sancties hij oplegt. Dit is in de meeste gevallen een bevel dat de meerderheidsaandeelhouder de aandelen van de minderheidsaandeelhouder moet kopen.⁴¹² Een verdere uiteenzetting van *unfair prejudice* laat ik achterwege omdat *unfair prejudice* enkel ziet op de bescherming van belangen van aandeelhouders.⁴¹³

406 S.239 lid 4 CA 2006.

407 Zie uitgebreid Chivers e.a. 2017, p. 173-180. Er wordt aangenomen dat het binden van de vennootschap aan een ongeoorloofde transactie (los van een beslissing tot het ontslaan van een bestuurder van zijn aansprakelijkheid) waarschijnlijk wel onder s.239 CA 2006 valt. Zie Chivers e.a. 2017, p. 173.

408 Davies & Worthington 2016, p. 570.

409 Chivers e.a. 2017, p. 13.

410 S.994 CA 2006. Davies & Worthington 2016, p. 658-659 en Mayson, French & Ryan 2016, par. 3.6.5.1.

411 Art. 2:335 e.v. BW. Zie Bulten 2011, par. I.3.2.

412 Chivers e.a. 2017, p. 189.

413 Zie uitgebreid over *unfair prejudice*: Davies & Worthington 2016, hfst. 20 en Chivers e.a. 2017, hfst. 9. Zie ook par. 2.5.4.1.

2.7.2.4 Tussenconclusie

Aandeelhouders in een Engelse vennootschap mogen bij het uitoefenen van hun stemrecht hun eigen belang nastreven. Een zekere fiduciaire plicht voor aandeelhouders jegens de vennootschap en haar *stakeholders* wordt gesuggereerd doordat rechters herhaaldelijk aannemen dat aandeelhouders “bona fide for the benefit of the company as a whole” moeten handelen en vergelijkbare begrippen worden gehanteerd in het kader van de fiduciaire plichten voor bestuurders.⁴¹⁴ De besproken normen gelden echter enkel voor een meerderheidsaandeelhouder jegens de minderheidsaandeelhouder(s): een meerderheidsaandeelhouder mag zijn macht niet misbruiken ten koste van minderheidsaandeelhouder(s). Rekening houden met belangen van andere *stakeholders*, zoals in Nederland onder omstandigheden is vereist, hoeft een aandeelhouder niet. Dit is vanuit de gedachte van het *shareholder* model goed te verklaren. In hoofdstuk 4 worden de grenzen aan het handelen van aandeelhouders toegepast op vennootschappen die in financieel zwaar weer verkeren.

2.7.3 Grenzen aan de uitoefening van aandeelhoudersrechten in Duitsland

Formeel gezien is naar Duits recht iedere aandeelhouder bij de uitoefening van zijn aandeelhoudersrechten onderhevig aan de *Treuepflicht*. Dit is een niet wettelijk geregelde open norm die sinds jaar en dag geldt als algemene norm voor de aandeelhouder. Aandeelhouders dienen zich loyaal te gedragen jegens de vennootschap, het vennootschapsdoel te bevorderen en geen schade te veroorzaken aan de vennootschap.⁴¹⁵ De norm is vergelijkbaar met de Nederlandse redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW en heeft eveneens een aanvullende en een beperkende werking. De *Treuepflicht* bestaat tussen aandeelhouders onderling en niet zozeer jegens de vennootschap en andere *stakeholders*.⁴¹⁶ De strekking van de *Treuepflicht* is eenvoudigweg het voorkomen dat aandeelhouders misbruik maken van hun rechten en daarmee belangen van andere aandeelhouders of de vennootschap schaden.⁴¹⁷

Het uitgangspunt in Duitsland is dat een aandeelhouder zijn stemrecht naar eigen inzicht mag uitoefenen. In uitzonderingssituaties kan een aandeelhouder echter op grond van de *Treuepflicht* de plicht hebben zijn stem op een bepaalde manier uit te oefenen.⁴¹⁸

414 Davies & Worthington 2016, p. 636-637 en Mayson, French & Ryan 2016, p. 408.

415 Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 131. De norm is ontwikkeld vanuit de *Treu und Glauben* van §242 BGB. Voor toekomstige aandeelhouders geldt de *Treuepflicht* niet, zie Cahn 2017, p. 354.

416 O.a. Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 165, Hippeli 2016 en Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 141-145. Zie verder Koelemeijer 1999, par. 2.4.1 over de *Treuepflicht* in Duitsland.

417 Cahn 2017, p. 348 en Roth/Altmeppen 2019, GmbHG § 13 Rn. 30.

418 Dit kan zijn een negatieve of positieve stemuitoefening of onthouding van stemmen. Zie bijv. Hippeli 2016, p. 1258.

“Auf Grund der Treuepflicht muss (...) nur dann in einem bestimmten Sinn abgestimmt werden, wenn die zu beschließende Maßnahme zur Erhaltung wesentlicher Werte, die die Gesellschafter geschaffen haben, oder zur Vermeidung erheblicher Verluste, die die Gesellschaft bzw. die Gesellschafter erleiden könnten, objektiv unabweisbar erforderlich ist und den Gesellschaftern unter Berücksichtigung ihrer eigenen schutzwürdigen Belange zumutbar ist, also wenn der Gesellschaftszweck und das Interesse der Gesellschaft gerade diese Maßnahme zwingend gebieten und der Gesellschafter seine Zustimmung ohne vertretbaren Grund verweigert.”⁴¹⁹

Dit komt erop neer dat, wanneer het belang van de vennootschap en het doel van de vennootschap een maatregel verlangen die aanzienlijke verliezen van de vennootschap voorkomt of juist zorgt voor het behoud van aanzienlijke waarde, het eigen belang van aandeelhouders dient te wijken. Zoals vermeld in paragraaf 2.2.3, is bij een GmbH sprake van een *shareholder* model en niet van een *stakeholder* model. Aandeelhouders bepalen zelf het belang van de vennootschap. Het belang van de vennootschap wordt in Duitsland doorgaans in één adem genoemd met het doel van de vennootschap, dat winst maken inhoudt.⁴²⁰ Het belang van de vennootschap laat zich met andere woorden afleiden uit het doel van de vennootschap.⁴²¹ Het doel van de vennootschap staat in de statuten van de vennootschap.

2.7.3.1 Inhoud Treuepflicht

Een aandeelhouder heeft de *Treuepflicht* in acht te nemen jegens zijn medeaandeelhouders en niet zozeer jegens de vennootschap. De *Treuepflicht* jegens de vennootschap is slechts een uitvloeisel van de *Treuepflicht* jegens aandeelhouders onderling: wanneer geen sprake is van een schending van de *Treuepflicht* jegens een medeaandeelhouder, kan ook geen sprake zijn van een schending van de *Treuepflicht* jegens de vennootschap.⁴²² De heersende leer in Duitsland is dat wanneer alle aandelen van de vennootschap in handen zijn van één aandeelhouder, geen *Treuepflicht* bestaat voor die aandeelhouder tegenover de vennootschap.⁴²³ Dit is ook het geval indien een aandeelhouder handelt met instemming van alle overige aandeelhouders van de vennootschap, dan wel alle aandeelhouders meedoen in het voor de vennootschap

419 O.a. BGH 12 april 2016, *NJW* 2016, 2739 en OLG München 23 juni 2016, *NZG* 2016, 1149. De *Treuepflicht* kan ook op ander handelen van de aandeelhouder zien dan enkel de uitoefening van zijn stemrecht, zie hierover uitgebreid MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 142 e.v.

420 Michalski/J. Schmidt 2017, GmbHG § 47 Rn. 331, BeckOK GmbHG/Schindler 2018, GmbHG § 47 Rn. 54 en Henssler/Strohn 2019, GmbHG § 14 Rn. 104.

421 §705 BGB.

422 Cahn 2017, p. 355.

423 Cahn 2017, p. 355 (met meer verwijzingen), Hölter/Laubert 2017, AktG § 53a Rn. 15, Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 146 en MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 105-107.

nadelige gedrag.⁴²⁴ De belangen van de aandeelhouder(s) lopen dan immers groten-deels parallel met de belangen (en het doel) van de vennootschap.⁴²⁵ Aandeelhouders mogen namelijk in Duitsland te allen tijde besluiten tot ontbinding van de vennootschap en het statutaire doel van de vennootschap wijzigen.⁴²⁶ Ook hebben zij een vergaand instructierecht.⁴²⁷ Op die manier dwingen zij als het ware af dat het belang van de vennootschap samenloopt met de belangen van aandeelhouders.⁴²⁸

Een *Treuepflicht* bestaat voor aandeelhouders niet jegens bijvoorbeeld schuldeisers.⁴²⁹ Het belang van de vennootschap omvat, getuige ook het citaat in de vorige paragraaf, vooral de focus op het actief bevorderen van het vennootschappelijk doel en het niet toebrengen van schade aan de vennootschap. Het gevolg van een juiste naleving van de *Treuepflicht* door aandeelhouders is dat *stakeholders*, zoals schuldeisers, hier ook van profiteren. De vennootschap leidt dan immers geen schade. Dit is echter slechts het gevolg van de *Treuepflicht* die aandeelhouders in acht moeten nemen.⁴³⁰ Dit verschilt aldus met Nederland waar aandeelhouders op grond van de redelijkheid en billijkheid soms rekening moeten houden met het vennootschappelijk belang en de belangen van andere *stakeholders*.

2.7.3.2 Omvang Treuepflicht

De omvang van de *Treuepflicht*, in feite de werking van de *Treuepflicht* op het daadwerkelijk handelen van aandeelhouders, is niet voor iedere aandeelhouder hetzelfde. Verschillende categorieën waarin de *Treuepflicht* tot uiting komt, zijn in de literatuur ontwikkeld.⁴³¹ Ik bespreek enkel de belangrijkste in het kader van de uitoefening van aandeelhoudersrechten, waaronder vooral de uitoefening van het stemrecht.

424 Barneveld 2014, par. 13.2.1.2.

425 MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 107.

426 §60 lid 1 sub 2 GmbHG.

427 Zie par. 2.5.3.4.

428 Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 146 en MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 105-106. Dwingendrechtelijke bepalingen die zien op schuldeisersbescherming gelden uiteraard wel. Schuldeisers worden beschermd via wetsartikelen zoals ten aanzien van kapitaalbehoud (§30 GmbHG en §31 GmbHG).

429 Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 146 en MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 107. Zie ook Barneveld 2014, par. 13.2.1.2.

430 Cahn 2017, p. 356.

431 Zie bijv. Hippeli 2016, p. 1258, Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 160 e.v. en MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 110 e.v.

Allereerst is een tweedeling te maken tussen rechten die een aandeelhouder in zijn eigen belang mag uitoefenen (*eigennützige* rechten) en rechten die in het belang van de vennootschap zijn (*uneigennützige* of *gesellschaftsbezogene* rechten).⁴³² *Eigennützige* rechten zijn alle vermogensrechten, zoals het recht op dividend, maar ook het recht een vergadering bij te wonen en daar het woord te voeren, het recht een besluit aan te nemen, het recht op informatie en het recht vernietiging van besluiten te vorderen.⁴³³ *Uneigennützige* rechten zijn zeggenschapsrechten die zien op bestuursaangelegenheden⁴³⁴ en de invloed daarop, zoals de benoeming en het ontslag van bestuurders, maar ook de vaststelling van de jaarrekening.⁴³⁵ Dit zijn de bevoegdheden die aan de algemene vergadering als orgaan toekomen.⁴³⁶ Het stemrecht van een aandeelhouder is in beginsel een *uneigennützig* recht, maar het hangt af van de aangelegenheid waarover wordt gestemd, bijvoorbeeld een besluit over een dividenduitkering, of het niet toch een *eigennützig* recht is.⁴³⁷ Bij *uneigennützige* rechten prevaleert het belang van de vennootschap bij een botsing van belangen. Een aandeelhouder mag bij de uitoefening van *eigennützige* rechten in beginsel zijn eigen belang nastreven. Dit neemt niet weg dat hij op grond van de *Treuepflicht* rekening moet houden met de belangen van medeaandeelhouders en de vennootschap.⁴³⁸

Een andere belangrijke categorie is de interne structuur van de vennootschap.⁴³⁹ Bij een meer persoonsgerichte GmbH, zoals een joint venture, speelt de *Treuepflicht* eerder een rol, althans komt zij eerder tot uitdrukking. In het algemeen geldt wat betreft de omvang van de vennootschap: hoe minder aandeelhouders, hoe intensiever de *Treuepflicht*. Voorts hangt de omvang van de *Treuepflicht*, evenals in Nederland, af van de mate van invloed die een aandeelhouder kan uitoefenen binnen de vennootschap.⁴⁴⁰ Met name een meerderheidsaandeelhouder zal invloed kunnen uitoefenen, maar dit geldt ook voor een minderheidsaandeelhouder die alleen of tezamen (bijvoorbeeld op basis van een aandeelhoudersafpraak) met andere minderheidsaandeelhouders de besluitvorming kan blokkeren.⁴⁴¹

432 O.a. Dreher 1993, p. 1633-1634, Hoffmann-Becking (red.) 2015, §17 Rn. 5-6 en MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 123-130.

433 Hoffmann-Becking (red.) 2015, §17 Rn. 5-6 en Hippeli 2016, p. 1258-1259.

434 MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 123-130.

435 Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 166-173. Zie ook OLG Hamm 9 december 1991, 8 U 78/91.

436 Hoffmann-Becking (red.) 2015, §17 Rn. 5-6.

437 Hoffmann-Becking (red.) 2015, §17 Rn. 5-6, Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg 2019, AktG § 53a Rn. 52, Hippeli 2016, p. 1258 en Overkleef 2017, par. 7.2.1.

438 Dreher 1993, p. 1634.

439 Dreher 1993, p. 1632 en Hippeli 2016, p. 1258.

440 O.a. Cahn 2017, p. 351-353, MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 104 en Roth/Altmeppen 2019, GmbHG § 13 Rn. 37-40.

441 O.a. Hippeli 2016, p. 1259 en Cahn 2017, p. 354.

De *Treuepflicht* kan ertoe leiden dat een aandeelhouder op een bepaalde manier zijn stem moet uitoefenen. Dit kan zijn dat hij zich moet onthouden van stemmen of juist voor dan wel tegen een besluit moet stemmen.⁴⁴² Enkel in uitzonderingssituaties is een aandeelhouder verplicht te stemmen, bijvoorbeeld wanneer het quorum voor een bepaald besluit anders niet kan worden gehaald.⁴⁴³

Stemt een aandeelhouder in strijd met de *Treuepflicht* dan mag zijn uitgebrachte stem niet worden meegeteld met het aantal uitgebrachte stemmen.⁴⁴⁴ Het zal echter niet altijd eenvoudig zijn voor de voorzitter om te bepalen wanneer een uitgebrachte stem in strijd is met de *Treuepflicht*. Het besluit is vernietigbaar wanneer sommige stemmen in strijd zijn met de *Treuepflicht*. Zijn de stemmeerderheden gehaald na aftrek van de in strijd met de *Treuepflicht* uitgebrachte stemmen, dan blijft het besluit geldig. Tot slot kan een aandeelhouder ook verplicht zijn een vergoeding voor de schade jegens de vennootschap te betalen.⁴⁴⁵

2.7.3.3 Tussenconclusie

Een aandeelhouder zal in Duitsland, evenals in Engeland, niet snel gehouden zijn, zijn stem anders uit te brengen dan hij wenste. Bij een GmbH staan de belangen van aandeelhouders voorop. De *Treuepflicht* die aandeelhouders in acht moeten nemen, geldt niet zozeer jegens de vennootschap, maar jegens medeaandeelhouders. De *Treuepflicht* geldt bijvoorbeeld niet voor de aandeelhouder die alle aandelen in de vennootschap houdt. De *Treuepflicht* zal met name werking hebben ten aanzien van de aandeelhouder die invloed kan uitoefenen binnen de vennootschap. Deze heeft geen verplichting rekening te houden met belangen van andere *stakeholders*. In hoofdstuk 5 komt de *Treuepflicht* verder aan bod toegepast op de situatie dat een vennootschap in financieel zwaar weer verkeert.

2.8 Conclusie

Aandeelhouders vormen een bijzonder soort *stakeholder* doordat zij met hun aandeelhoudersrechten vergaande invloed kunnen uitoefenen binnen de vennootschap. Een aandeelhouder wordt ook wel getypeerd als de eigenaar van de vennootschap, als een *residual claimant* of als een principaal. Hoewel dit niet helemaal zuiver is, onderstreept het wel dat een aandeelhouder een bijzondere positie binnen de vennootschap inneemt.

442 Dreher 1993, p. 1635 en BeckOK GmbHG/Schindler 2018, GmbHG § 47 Rn. 55-58.

443 Cahn 2017, p. 350.

444 MüKoGmbHG/Drescher 2016, GmbHG § 47 Rn. 260.

445 MüKoGmbHG/Drescher 2016, GmbHG § 47 Rn. 261.

De zeggenschapsrechten en financiële rechten van aandeelhouders die een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering zijn in dit hoofdstuk uiteengezet. Bij de uitoefening van zijn rechten mag een aandeelhouder in beginsel zijn eigen belang vooropstellen. Dit kan tot problemen leiden wanneer zijn belang niet samenloopt met de belangen van de vennootschap, medeaandeelhouders of andere *stakeholders*. Onder omstandigheden mag een aandeelhouder echter niet enkel zijn eigen belang nastreven. Zijn handelen wordt begrensd. Welke belangen hij precies in acht moet nemen, verschilt per onderzocht land. Zo staat in Nederland belangenpluralisme voorop, terwijl in Engeland en bij de Duitse GmbH het belang van aandeelhouders vooropstaat. De belangrijkste omstandigheid ter bepaling welk belang de aandeelhouder heeft te dienen, is in de drie landen dezelfde, namelijk de mate waarin een aandeelhouder invloed kan uitoefenen binnen de vennootschap. De grondslag hiervoor is in Nederland de redelijkheid en billijkheid, in Engeland met name de goede trouw en in Duitsland de *Treuepflicht*. In de hoofdstukken 4-6 beoordeel ik deze grenzen nader, voor het geval de vennootschap in financiële nood verkeert en een preventieve herstructurering aan de orde is

Hoofdstuk 3

AANDEELHOUDERS EN PREVENTIEVE HERSTRUCTURERINGEN: HET EUROPESE KADER

3.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 stond de positie van aandeelhouders binnen de vennootschap centraal. Daarbij is onder meer onderzocht welke aandeelhoudersrechten bij een preventieve herstructurering kunnen spelen en in hoeverre aandeelhouders deze rechten onbeperkt mogen uitoefenen.

Waar ligt de grens voor het uitoefenen van aandeelhoudersrechten wanneer de vennootschap dusdanige financiële problemen heeft dat insolventie dreigt? Wat is dan de positie van aandeelhouders? In dit hoofdstuk wordt het Europese kader voor die grens bij preventieve herstructureringsprocedures onderzocht. De richtlijn betreffende herstructurering en insolventie uit 2019 (hierna: de Richtlijn) faciliteert een preventief herstructureringsstelsel in het kader waarvan schuldeisers én aandeelhouders een dwangakkoord kan worden opgelegd.¹ Dit hoofdstuk schetst allereerst de ontwikkelingen in Europese regelgeving die aan de Richtlijn zijn voorafgegaan (par. 3.2). Daarbij heb ik in het bijzonder oog voor de positie van aandeelhouders. Vervolgens komt het preventief herstructureringsstelsel uit de Richtlijn aan bod (par. 3.3). Ook hier ligt de focus op de positie van aandeelhouders en hun rechten.

De volgende hoofdstukken gaan dieper in op de bestaande en toekomstige regelgeving in Engeland, Duitsland en Nederland omtrent aandeelhouders(rechten) in preventieve herstructureringsprocedures. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, geef ik aan of de nationale regels voldoen aan de Richtlijn. De Engelse en

¹ Richtlijn betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie).

Duitse procedures bestonden reeds voorafgaand aan de Richtlijn. De Nederlandse wetgever beoogt met de WHOA aan te sluiten bij de Richtlijn.²

Tot slot onderzoek ik in dit hoofdstuk een tweetal grondrechten uit het EVRM die met name aan de orde kunnen zijn bij een preventieve herstructurering (par. 3.4-3.5) en interessant zijn wat betreft de positie van aandeelhouders. Dit betreft het recht op ongestoord genot van eigendom en de (negatieve) vrijheid van vereniging.³

3.2 Europese ontwikkelingen voorafgaande aan de Richtlijn

De laatste jaren is in Europees verband veel aandacht voor preventieve herstructureringsprocedures. Aanleiding hiervoor is het hoge aantal failliete ondernemingen in de Europese Unie, dat in 2009 zijn hoogtepunt bereikte. Eind 2011 beveelt het Europees Parlement aan het insolventierecht op een aantal punten te harmoniseren. Het Parlement roept onder meer op tot Europese regelgeving op het vlak van de vaststelling, gevolgen en inhoud van herstructureringsakkoorden.⁴ De Commissie bestempelt vervolgens het moderniseren van het insolventierecht als een speerpunt. Doel is om betere overlevingskansen te bieden aan financieel noodlijdende ondernemingen met levensvatbare onderdelen.⁵ De Commissie wil een 'doeltreffend rechtskader' voor insolventie in de interne markt ontwikkelen, waar het (vroegtijdig) herstructureren van ondernemingen onderdeel van uitmaakt.⁶

2 MvT WHOA, p. 4. De minister heeft in zijn Voortgangsbrief programma Herijking Faillissementsrecht van 27 augustus 2019 (*Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3) aangekondigd een afzonderlijk wetsvoorstel op te stellen voor de implementatie van de Richtlijn en daarmee de regeling van het surseanceakkoord in overeenstemming te brengen met de Richtlijn.

3 Bijv. art. 6 EVRM (recht op een eerlijk proces) kan eveneens een rol spelen. Een wijziging van aandeelhoudersrechten onder een akkoordprocedure is immers een vaststelling van rechten en verplichtingen in de zin van art. 6 EVRM. Een aandeelhouder moet kunnen opkomen tegen een wijziging van zijn rechten onder een akkoordprocedure. Dit komt aan bod in par. 3.4.2.1 (in het kader van art. 1 EP EVRM) en in par. 6.5.10.

4 Verslag met aanbevelingen aan de Commissie betreffende insolventieprocedures in het kader van het vennootschapsrecht van de EU, 2011/2006(INI), 17 oktober 2011.

5 Mededeling van de Europese Commissie, Akte voor de interne markt II, 3 oktober 2012, COM (2012) 573 final, p. 11.

6 Mededeling COM (2012) 742 final van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad en het Europees economisch en sociaal comité (12 december 2012), *Een nieuwe Europese aanpak van faillissementen en insolventie*.

3.2.1 Aanbeveling en richtlijnvoorstel

Meer concreet wordt het in 2014. De Europese Commissie presenteert een niet-bindende aanbeveling met minimumnormen voor preventieve herstructureringsstelsels.⁷ De aanbeveling betreft regels over de beschikbaarheid van een preventief herstructureringsstelsel, (het vergemakkelijken van de onderhandelingen over) een herstructureringsplan en de bescherming van nieuwe financiering.⁸ Opmerkelijk is dat de aandeelhouders in de aanbeveling helemaal niet worden genoemd. Volgens de aanbeveling kan een herstructureringsplan enkel schuldeisers binden.

Eind 2015 volgt een evaluatie van de uitvoering van de aanbeveling.⁹ Hoewel een klein aantal lidstaten op dat moment reeds wetgeving kende of voorbereide die overeenkomt met de aanbeveling, had het merendeel van de lidstaten de aanbeveling slechts gedeeltelijk geïmplementeerd. In haar evaluatie constateert de Commissie dat de verschillen in implementatie de efficiënte herstructurering van levensvatbare ondernemingen in de Europese Unie belemmeren. De Commissie kondigt daarom aan met regelgeving te komen. Dit is onderdeel van een actieplan voor de totstandkoming van een kapitaalmarktunie (*Capital Markets Union*).¹⁰ Een kapitaalmarktunie moet, kort gezegd, ervoor zorgen dat vragers en aanbieders van kapitaal elkaar makkelijker vinden binnen Europa. Meer samenhang tussen insolventie- en herstructureringsprocedures vergroot volgens de Commissie de rechtszekerheid voor internationale investeerders en stimuleert een tijdige herstructurering van ondernemingen die financiële problemen hebben.¹¹

7 Aanbeveling C(2014) 1500 final van de Europese Commissie (12 maart 2014), *Aanbeveling inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie*. Een publieke consultatie, een expert groep en een Impact assessment ging vooraf aan de aanbeveling, zie Schmieman 2014, par. 3.2.

8 In de literatuur wordt ook wel van zes hoofdbeginselen gesproken: toegang tot een herstructureringsprocedure in een vroeg stadium, minimale rechterlijke betrokkenheid, behoud van zeggenschap van het bestuur van de vennootschap, tijdelijke schorsing van individuele tenuitvoerleggingsmaatregelen, een voor alle schuldeisers bindend herstructureringsakkoord en bescherming van nieuwe financiering. Zie Van Zwieten 2015 en Wessels 2015. Voor een vergelijkbare indeling zie Schmieman 2014.

9 Directorate-General Justice & Consumers of the European Commission, *Evaluation of the implementation of the Commission Recommendation*, 30 september 2015, http://ec.europa.eu/justice/civil/files/evaluation_recommendation_final.pdf.

10 Mededeling van de Europese Commissie, Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, 30 september 2015, COM (2015) 468 final. Deze mededeling geschiedde gelijktijdig met de publicatie van de evaluatie.

11 Toelichting bij richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU, 22 november 2016, COM (2016) 723 final, p. 2.

In november 2016 werd het richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU gepubliceerd.¹² De definitieve Richtlijn werd op 26 juni 2019 gepubliceerd.¹³ Lidstaten hebben in beginsel tot 17 juli 2021 de tijd de Richtlijn in hun nationale regelgeving te implementeren.¹⁴ De Richtlijn bevat minimumvereisten voor een preventief herstructureringsstelsel.¹⁵ Zij beoogt geen harmonisatie van kernaangelegenheden van het insolventierecht, zoals de rangindeling van vorderingen en een definitie van insolventie. De hoofddoelstelling van de Richtlijn is bij te dragen aan een goed functioneren van de interne markt en het verminderen van de belangrijkste belemmeringen voor vrij verkeer van kapitaal die voortvloeien uit de verschillen in de wetgeving van de lidstaten. Volgens de Europese wetgever draagt een preventief herstructureringsstelsel hieraan bij.¹⁶ De Richtlijn komt verder aan bod in paragraaf 3.3.

3.2.2 Aandacht voor aandeelhouders

De aandacht voor aandeelhouders en hun rechten in Europese regelgeving over insolventie en herstructurerings is relatief nieuw. Pas eind 2016, in het richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels, werd opgenomen dat een dwangakkoord niet alleen aan schuldeisers maar ook aan aandeelhouders kan worden opgelegd.¹⁷ Waarom heeft dat zo lang geduurd? Een verklaring is wellicht de moeilijkheid om twee rechtsgebieden te combineren: het vennootschapsrecht en

12 Richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels, een tweede kans en maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van herstructurerings-, insolventie- en kwijtingsprocedures, en tot wijziging van Richtlijn 2012/30/EU, 22 november 2016, COM (2016) 723 final.

13 Richtlijn (EU) 2019/1023 betreffende preventieve herstructureringsstelsels, betreffende kwijtschelding van schuld en beroepsverboden, en betreffende maatregelen ter verhoging van de efficiëntie van procedures inzake herstructurering, insolventie en kwijtschelding van schuld, en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 (Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie). Voor dit onderzoek is enkel het gedeelte uit de Richtlijn over preventieve herstructureringsstelsels van belang. Waar relevant geef ik de verschillen tussen het richtlijnvoorstel en de Richtlijn weer.

14 Art. 34 Richtlijn.

15 De Richtlijn spreekt van een preventief herstructureringsstelsel en niet van een preventieve herstructureringsprocedure. Lidstaten zijn niet verplicht één procedure te hebben waarin de minimumvereisten uit de Richtlijn zijn opgenomen.

16 Overweging 1 Richtlijn.

17 Dat aandeelhouders bij financiële instellingen in nood als eerste de verliezen moeten dragen (*bail-in*), werd in 2014 al aangenomen op Europees niveau, zie richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen (EU 2014/59) en de SRM-verordening (EU 806/2014). Banco Popular is sindsdien de enige bank die van een *bail-in* (zoals voorzien in de verordening) gebruik heeft gemaakt, zie Verslag van de commissie aan het Europees Parlement en de Raad over de toepassing en herziening van de Richtlijn en de Verordening, COM(2019) 213 final, p. 4. Nederland kende daarvoor al een de facto *bail-in* van aandeelhouders op grond van de Interventiewet. De onteigening van aandeelhouders bij SNS is daar het (enige) voorbeeld van.

het insolventierecht.¹⁸ Het vennootschapsrecht omvat regels voor aandeelhouders, het insolventierecht daarentegen regels voor schuldeisers. Het meer samenhangende ‘herstructureringsrecht’ is een betrekkelijk nieuw fenomeen, waarbij dus regels gelden voor zowel aandeelhouders als schuldeisers. Rechten van aandeelhouders worden in veel lidstaten gezien als wezenlijk anders dan de rechten van schuldeisers.¹⁹ Dit onderscheid komt tot uiting bij de liquidatie van de vennootschap. De vereffening van het vermogen is gericht op de voldoening van de vorderingen van de schuldeisers. Aandeelhouders hebben enkel recht op het liquidatiesaldo dat eventueel resteert nadat alle vorderingen van de schuldeisers zijn voldaan. Pas op het moment dat het vermogen is vereffend en de vennootschap wordt ontbonden, vindt een wijziging in het aandelenkapitaal plaats en raken aandeelhouders hun aandelenbelang kwijt.²⁰ Tot die tijd behouden aandeelhouders hun aandelenbelang en kunnen zij hun zeggenschapsrechten uitoefenen, zij het dat dit gedurende de vereffeningfase van beperkte waarde is.

Bij een preventieve herstructureringsprocedure waarin aandeelhouders zijn betrokken, vindt echter een wijziging van het aandelenkapitaal plaats vóórdat de vennootschap is geliquideerd. Een preventieve herstructurering waarbij de vermogensstructuur wijzigt, betreft in feite een vereffening van het vermogen van de vennootschap omdat de onderneming aan de schuldeisers (en niet aan derden) wordt verkocht.²¹ Aandeelhouders zijn, in tegenstelling tot een “traditionele” vereffening, wel onderdeel van deze “vereffening van het vermogen” van de vennootschap bij een preventieve herstructureringsprocedure: de waarde die met een preventieve herstructurering wordt gerealiseerd – de reorganisatiewaarde – wordt door middel van een akkoord verdeeld over de betrokken schuldeisers én aandeelhouders.

Lange tijd wilde de Europese wetgever zijn vingers niet branden aan dit complexe nieuwe leerstuk, ook omdat in sommige lidstaten – zoals Duitsland – het eigendomsrecht van aandeelhouders constitutioneel wordt beschermd (en een inmenging niet zonder meer is toegestaan).²² Inmiddels ziet echter ook de Europese wetgever de

18 Zie bijv. Schmidt 2015, p. 127, Confortini 2016, p. 7 en uitgebreid Madaus 2017.

19 Commission Staff Working Document, Impact assessment, SWD (2016) 357 final, p. 70-71.

20 Zie Madaus 2013, p. 111 en Confortini 2015, p. 349.

21 O.a. Jackson 1982, p. 893, Tene 2003, p. 390, Baird & Bernstein 2006, p. 1937, Tollenaar 2016, p. 22, Baird 2017, p. 790, Van den Berg 2017, p. 256 en Moulen Janssen 2018a, p. 1003. Van den Berg 2019, p. 53: “Beknopt weergegeven wordt bij een pre-insolventieakkoord de vermogensstructuur gewijzigd en de totale ondernemingswaarde (her)verdeeld over degenen die hiertoe gerechtigd zijn.”

22 Art. 14 Grundgesetz. Zie hierover bijv. Wolf 2015, p. 172-175. Het *Verband Insolvenzverwalter Deutschland (VID)* raadde derhalve af dat aandeelhouders überhaupt partij kunnen zijn bij een preventief herstructureringsakkoord, zie <https://www.vid.de/wp-content/uploads/2017/09/vid-proposed-amendments-to-com-2016-723.pdf>, p. 2. Zie par. 3.4 over het recht op ongestoord genot van eigendom ex art. 1 EP EVRM.

noodzaak in om naast schuldeisers ook aandeelhouders te betrekken bij een dwangakkoord. Het is niet redelijk dat schuldeisers in moeten leveren terwijl de aandeelhouders – die *out of the money* zijn bij een liquidatie van de vennootschap – buiten schot blijven.²³ Wanneer een succesvolle herstructurering plaatsvindt, profiteren de aandeelhouders zelfs. De vennootschap leeft weer op en de aandelen stijgen in waarde. *Out of the money* aandeelhouders moeten een preventieve herstructurering daarom niet kunnen blokkeren, zo vermeldt thans de preambule van de Richtlijn.²⁴ Anders is het bewerkstelligen van een preventieve herstructurering lastig, zo niet onmogelijk. Een *debt for equity swap* bijvoorbeeld, vaak nodig bij een preventieve herstructurering, kan zonder de medewerking van aandeelhouders niet plaatsvinden.²⁵

Overigens is van oudsher wel aandacht voor de rol van aandeelhouders bij het aanvragen van de opening van insolventieprocedures. Zo mag in Nederland en Duitsland een vennootschap haar eigen faillissement niet aanvragen voordat de algemene vergadering daartoe een besluit heeft genomen.²⁶ Hoewel een faillissementsvonnis ook zonder een besluit van de algemene vergadering rechtskracht heeft, toont dit aan dat het in principe aan de aandeelhouders is om namens de vennootschap te besluiten of de vennootschap al dan niet wordt voortgezet. Het is immers ook aan de algemene vergadering om een besluit over de ontbinding van de vennootschap te nemen.²⁷ In Duitsland is zelfs altijd een besluit van de algemene vergadering vereist voor de voortzetting van de vennootschap na opening van een insolventieprocedure.²⁸

3.3 Richtlijn betreffende herstructurering en insolventie

In deze paragraaf staat de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie centraal, met daarbij de focus op de positie van aandeelhouders(rechten). De Richtlijn biedt een raamwerk voor een preventief herstructureringsstelsel. Iedere vennootschap met een levensvatbare onderneming moet wanneer sprake is van dreigende

23 Bijv. Tollenaar 2016, p. 255. Zie ook MvT eerste consultatieversie WHOA 2014, p. 16.

24 Overweging 57 Richtlijn.

25 Zie par. 2.5.1 over aandeelhoudersrechten die spelen bij een *debt for equity swap*.

26 Art. 2:246 BW (in de statuten kan anders zijn bepaald). Voor Duitsland geldt dit enkel wanneer sprake is van dreigende betalingsonmacht, zie hierover par. 5.4.2.1. In Nederland kan overigens via een *surseance*, waarvoor geen besluit van de algemene vergadering nodig is, een faillissement worden ingeleid.

27 Zie verder par. 2.5 over aandeelhoudersrechten die relevant kunnen zijn bij een preventieve herstructurering.

28 §60 lid 1 sub 4 GmbHG. Zie verder Madaus 2011a, p. 757 en Madaus 2012, p. 10.

insolventie (*likelihood of insolvency*) toegang hebben tot een preventief herstructureringsstelsel.²⁹ Het preventief herstructureringsstelsel vindt zijn uitwerking in een akkoordprocedure. De procedure kan zowel zien op het herstructureren van schulden als op het herstructureren van de activa van de onderneming. Een akkoord wordt aan de schuldeisers en de aandeelhouders aangeboden van wie de vorderingen of de rechten worden gewijzigd.³⁰ De bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders stemmen vervolgens in stemklassen over het akkoord. Een rechter dient tot slot te besluiten over de homologatie van het akkoord waardoor het akkoord voor de betrokkenen bindend wordt. In de volgende subparagrafen komt het preventief herstructureringsstelsel zoals voorzien in de Richtlijn gedetailleerd aan bod.

De Richtlijn bevat minimumvereisten. Een harmonisatie van kernaangelegenheden van het insolventierecht, zoals de rangindeling van vorderingen en een definitie van (dreigende) insolventie, is niet beoogd. Het is aan de lidstaten het raamwerk verder in te vullen en hun bestaande wetgeving erop aan te passen. In een aantal bepalingen van de Richtlijn is aangegeven of en in hoeverre lidstaten van de minimumvereisten mogen afwijken. De afwijkingsmogelijkheden geef ik bij de bespreking van het preventief herstructureringsstelsel aan.

Lidstaten zijn niet verplicht één preventieve herstructureringsprocedure te hebben die voldoet aan alle minimumvereisten uit de Richtlijn. Een combinatie van al dan niet bestaande procedures, maatregelen of bepalingen, die tezamen aan de minimumvereisten voldoen, is toegestaan, mits op een coherente wijze de rechten en de waarborgen uit de Richtlijn aan de bij het akkoord betrokkenen worden verleend.³¹ De Nederlandse wetgever beoogt met de WHOA aan te sluiten bij de Richtlijn.³² Engeland en Duitsland kennen reeds voor de inwerkingtreding van de Richtlijn een zekere vorm van een preventieve herstructureringsprocedure.³³ Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, verwijs ik in deze paragraaf vooruit naar belangrijke verschillen tussen de Richtlijn en de nationale bestaande en toekomstige wetgeving

29 De Richtlijn is ook van toepassing op natuurlijke personen die ondernemer zijn. Art. 2 lid 2-4 Richtlijn geeft verder weer welke schuldenaren (geen) gebruik kunnen maken van de procedure.

30 Art. 2 lid 1 sub 2 Richtlijn. De Richtlijn hanteert overigens een breder begrip dan aandeelhouder, te weten kapitaalhouder (*equity holder*). Het betreft alle verschaffers van eigen vermogen waaronder aandeelhouders en vennoten, voor zover zij geen schuldeiser zijn. Lidstaten kunnen ervoor kiezen dat ook vorderingen van werknemers mogen worden gewijzigd. De Nederlandse WHOA sluit een wijziging van de rechtspositie van werknemers uit (art. 369 lid 4 Fw), in tegenstelling tot de Duitse wetgeving (§222 lid 3 InsO).

31 Art. 4 lid 5 Richtlijn. Zie hierover kritisch Veder & Mennens 2018, p. 560.

32 MvT WHOA, p. 4. De minister heeft in zijn Voortgangsbrief programma Herijking Faillissementsrecht van 27 augustus 2019 (*Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3) aangekondigd een afzonderlijk wetsvoorstel op te stellen voor de implementatie van de Richtlijn en daarmee de regeling van het surseanceakkoord in overeenstemming te brengen met de Richtlijn.

33 Zie par. 5.3.3 over de vraag of de Duitse procedure voldoet aan de Richtlijn.

die in de volgende hoofdstukken aan bod komen. Ook verwijs ik op een aantal plekken voor een gedetailleerde bespreking van de vereisten vooruit naar de hoofdstukken over Engels, Duits en Nederlands recht. De Richtlijn is sterk gebaseerd op de Engelse *scheme* en de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure.³⁴

3.3.1 Doel en inhoud

Een preventief herstructureringsstelsel moet – in de woorden van de Europese wetgever – een vennootschap met een levensvatbare onderneming in staat stellen in een vroeg stadium effectief te herstructureren teneinde insolventie te voorkomen, zodat de onnodige liquidatie van levensvatbare ondernemingen wordt beperkt.³⁵ Dit moet helpen het verlies van banen, *know-how* en vaardigheden te voorkomen. Een dergelijk stelsel moet leiden tot het maximaliseren van de totale waarde van de onderneming voor de schuldeisers, vergeleken met wat zij zouden ontvangen bij het alternatief voor het akkoord, én voor de eigenaren en de economie in haar geheel (*the economy as a whole*).³⁶ Het moet tevens voorkomen dat het aantal *non-performing loans* stijgt doordat vroegtijdig kan worden geherstructureerd.³⁷ Dit alles is te plaatsen in de hoofddoelstelling van de Richtlijn, te weten bij te dragen aan een goed functioneren van de interne markt en het verminderen van de belangrijkste belemmeringen voor vrij verkeer van kapitaal die voortvloeien uit de verschillen in de wetgeving van de lidstaten.³⁸

Doelstellingen en de creditors' bargain theory

Bij de doelstellingen van een preventief herstructureringsstelsel uit de Richtlijn zijn vraagtekens te plaatsen.³⁹ De belangen van schuldeisers staan niet per definitie voorop. Dit is in strijd met de *creditors' bargain theory*.⁴⁰ Deze theorie is de meest invloedrijke theorie voor het insolventierecht.⁴¹ De theorie gaat er, kort gezegd, van uit dat een *common pool problem* ontstaat wanneer de vennootschap haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen. Als schuldeisers hun individuele verhaalsrechten ongecoördineerd gaan uitoefenen, levert dat in de regel een suboptimaal resultaat op voor de schuldeisers als groep. Een schuldeiser zal volgens de theorie zo snel mogelijk zijn verhaalsrecht willen uitoefenen op het moment dat hij verneemt dat de

34 O.a. Tollenaar 2017, p. 66 en Payne 2018, p. 463.

35 Art. 4 lid 1 Richtlijn en overweging 2 Richtlijn.

36 Overweging 2 Richtlijn.

37 Overweging 3 Richtlijn.

38 Overweging 1 Richtlijn.

39 Eveneens Tollenaar 2017, p. 70 e.v. en Veder & Mennens 2018, p. 561-562.

40 De theorie is ontwikkeld door de Amerikanen Jackson en Baird, zie o.a. Jackson 1982 en Baird & Jackson 1984.

41 O.a. Jackson 1982, p. 860 e.v., Finch & Milman 2017, p. 31 e.v., Madaus 2017, p. 7 en Tollenaar 2017, p. 70. Zie uitgebreid Tollenaar 2016, hfst. 2. Een uitgebreide bespreking van de theorie gaat dit onderzoek te buiten.

vennootschap insolvent is of dreigt te worden en daarbij geen rekening houden (of afspraken (kunnen) maken) met de andere schuldeisers (het collectief). De individuele verhaalsuitoefening kan leiden tot een *piecemeal* verkoop van de activa van de onderneming. Bij een collectieve verhaalsprocedure zoals een faillissementsprocedure worden de individuele verhaalsrechten van schuldeisers collectief uitgeoefend. Daardoor is ook een *going concern* verkoop mogelijk, iets wat doorgaans tot een hogere opbrengst voor de schuldeisers leidt dan een *piecemeal* verkoop.

Het is volgens de theorie toegestaan om inbreuk te maken op de individuele verhaalsrechten van schuldeisers wanneer schuldeisers *ex ante* met een collectieve verhaalsprocedure zouden instemmen (*hypothetical bargain*).⁴² Dit is volgens de theorie het geval wanneer de groep als geheel erop vooruitgaat ten opzichte van de situatie zonder een collectieve verhaalsprocedure en niemand er op achteruit gaat.⁴³ Dit heet ook wel Pareto efficiëntie.⁴⁴ De *hypothetical bargain* geldt volgens de theorie eveneens voor aandeelhouders in een insolvente vennootschap.⁴⁵ Aandeelhouders zijn immers gerechtigd tot het eventuele liquidatiesaldo. Zij zijn gebaat bij een collectieve procedure omdat dit tot waardemaximalisatie leidt en daarmee eerder tot een liquidatiesaldo kan leiden.

Het bovenstaande geldt onverminderd bij een preventieve herstructureringsprocedure.⁴⁶ Een preventieve herstructureringsprocedure waarbij de vermogensstructuur wijzigt, is evenals een faillissement een verhaalsinstrument voor schuldeisers (en aandeelhouders). Het betreft een alternatieve wijze van verhaal: de onderneming (binnen dezelfde juridische entiteit) wordt aan de schuldeisers zelf verkocht en niet aan derden.⁴⁷ Schuldeisers zouden *ex ante* voor een dergelijke procedure kiezen wanneer dit een hogere opbrengst genereert dan het alternatief. Een preventieve herstructureringsprocedure is dan ook, volgens de *creditors' bargain theory*, gericht op waardemaximalisatie ten behoeve van de schuldeisers (en aandeelhouders) en dus in feite op opbrengstmaximalisatie.⁴⁸ De Richtlijn plaatst de waardemaximalisatie

42 Op de theorie is ook kritiek, o.a. dat schuldeisers slechts in een hypothetische situatie overeenstemming zullen krijgen en met belangen van anderen geen rekening wordt gehouden. Zie Van Zwieten (red.) 2018, p. 92 e.v. Zie verder Tollenaar 2016, p. 14, voetnoot 5 voor een uitgebreide literatuurverwijzing naar kritiek op de theorie en alternatieve theorieën.

43 De theorie spreekt van maximalisatie van de *pool of assets* voor de *investors as a group*.

44 Zie Van Velthoven & Van Wijck 2001, p. 24-25. Zie voorts Tollenaar 2016, p. 31-32 en p. 347.

45 Zie Baird & Jackson 1984, p. 100, Hummelen 2014, p. 1-2 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 92. De theorie verstaat onder *investors as a group* ook aandeelhouders.

46 Jackson 1982, p. 893-894, Tollenaar 2016, p. 21, Tollenaar 2017, p. 70 en Rotaru 2019, par. 45. Madaus (2018) uit kritiek hierop en ziet een herstructureringsprocedure als onderdeel van het contractenrecht en niet het insolventierecht.

47 O.a. Jackson 1982, p. 893, Tene 2003, p. 390, Baird & Bernstein 2006, p. 1937, Tollenaar 2016, p. 86, Baird 2017, p. 790, Van den Berg 2017, p. 256 en Moulen Janssen 2018a, p. 1003.

48 Eveneens Tollenaar 2016, p. 85 en Wessels & Madaus 2017, p. 71.

echter in een breder perspectief, te weten waardemaximalisatie voor de schuldeisers, de eigenaren én de economie in haar geheel. Zij lijkt het redden van levensvatbare ondernemingen en het behoud van banen als rechtvaardiging te hanteren voor het ingrijpen in de rechten van schuldeisers en aandeelhouders. Dit suggereert dat de belangen van bijvoorbeeld werknemers zwaarder kunnen wegen dan de belangen van schuldeisers.

Het is mijns inziens de vraag of dit de Europese wetgever voor ogen stond en of niet eerder is bedoeld dat een vroegtijdige herstructurering van een levensvatbare onderneming leidt tot waardemaximalisatie voor de schuldeisers (en de aandeelhouders) en dat deze herstructurering weer tot gevolg heeft dat de vennootschap niet insolvent raakt en werknemers hun banen behouden.⁴⁹ In paragraaf 6.5.1 ga ik verder in op dit punt voor de Nederlandse WHOA en betoog ik dat die procedure een verhaalsinstrument is voor de schuldeisers en de aandeelhouders.

Inhoud

Dan de inhoud van een preventief herstructureringsakkoord. Een akkoord kan zien op het herstructureren van zowel de activa als de passiva van de vennootschap, alsmede het wijzigen van de kapitaalstructuur en operationele wijzigingen.⁵⁰ Een akkoord kan derhalve wijzigingen in het aandelenkapitaal aanbrengen, zowel ten aanzien van de financiële rechten als de zeggenschapsrechten die aan een aandeel zijn verbonden.⁵¹ De Richtlijn noemt als voorbeeld van operationele wijzigingen het beëindigen of wijzigen van overeenkomsten en de verkoop van activa.⁵² Een combinatie van een operationele herstructurering (wijzigen activa/onderneming⁵³) en een financiële herstructurering (wijzigen schulden⁵⁴) is nodig wanneer een vennootschap niet enkel financiële problemen heeft of deze problemen terug te voeren zijn op de bedrijfsvoering.⁵⁵ De arbeidsrechtelijke en civielrechtelijke regels van de lidstaten in het kader van operationele wijzigingen zijn echter onverminderd van toepassing bij een preventieve herstructureringsprocedure, waardoor het lastig kan zijn overeenkomsten tussen de vennootschap en schuldeisers of werknemers te wijzigen.⁵⁶ Een financiële herstructurering komt doorgaans vaker voor.⁵⁷ In de Richtlijn ligt de nadruk op een financiële herstructurering.

49 Tollenaar 2016, p. 85.

50 Art. 2 lid 1 sub 1 Richtlijn.

51 Zie par. 2.5-2.6 over zeggenschapsrechten en financiële rechten.

52 Overweging 2 Richtlijn.

53 Zie hierover Adriaanse 2005, p. 19 e.v.

54 Zie hierover Adriaanse 2005, p. 24 e.v.

55 Adriaanse 2005, p. 18 en Eidenmüller 2017, p. 8.

56 Overweging 2 Richtlijn en art. 13 Richtlijn.

57 Zie ook Stanghellini e.a. 2018, p. 52.

Een preventieve herstructurering ziet op de voortzetting van de gehele of gedeeltelijke onderneming binnen dezelfde juridische entiteit. Indien het nationale recht dit toestaat, is een *going concern* verkoop van de onderneming echter ook mogelijk.⁵⁸ Herstructurering met behoud van de juridische entiteit kan gewenst zijn wanneer de vennootschap bepaalde juridische aanspraken heeft die essentieel zijn voor de onderneming en bij een *going concern* verkoop verloren zouden gaan.⁵⁹ Denk bijvoorbeeld aan licenties, certificaten en gunstige langetermijncontracten die niet kunnen worden overgedragen. Dit onderzoek behelst de herstructurering van schulden binnen dezelfde juridische entiteit.⁶⁰

3.3.2 Micro-, kleine en middelgrote ondernemingen: cruciale aandeelhouders

De Richtlijn besteedt in het bijzonder aandacht aan micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Dit zijn, volgens de Europese definitie, vennootschappen die een onderneming drijven waar minder dan 250 personen werkzaam zijn en waarvan de jaaromzet in het voorgaande boekjaar vijftig miljoen euro of het balanstotaal aan het eind van het voorgaande boekjaar 43 miljoen niet overschreed.⁶¹ Deze definitie is erg ruim, waardoor 99 procent van alle ondernemingen in de Europese Unie onder deze definitie valt.⁶² Lidstaten mogen zelf invulling geven aan het begrip micro, klein en middelgroot.⁶³ Nederland heeft met de WHOA aansluiting gezocht bij de Europese definitie.⁶⁴

Volgens de considerans van de Richtlijn is het waarschijnlijker dat dergelijke ondernemingen eerder liquideren dan herstructureren omdat de herstructureringskosten voor hen te hoog zijn.⁶⁵ Bij deze ondernemingen zijn aandeelhouders doorgaans niet enkel investeerders. Zij zijn vaak ook de eigenaren⁶⁶ van de onderneming en dragen ook op een andere manier aan de vennootschap bij dan louter financiële inbreng,

58 Art. 2 lid 1 sub 1 Richtlijn. Onder de WHOA, de Duitse akkoordprocedure en de Engelse *scheme* en *cva* is een *going concern* verkoop mogelijk.

59 Bijv. Madaus 2011a, p. 753 en Bork 2012, p. 14.

60 De rechtsfiguren juridische fusie en splitsing worden dus niet behandeld. Overigens kan juridische fusie, splitsing of een *going concern* verkoop ook plaatsvinden buiten een akkoordprocedure om. Zie hierover Veder & Mennens 2018, p. 562.

61 Aanbeveling van de Commissie van 6 mei 2003 betreffende de definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen (PB L 124 van 20.5.2003, p. 36).

62 Overweging 17 Richtlijn.

63 Art. 2 lid 2 sub c Richtlijn.

64 Art. 381 lid 2 sub b Fw en art. 383 lid 2 sub c Fw.

65 Overweging 17 Richtlijn. Zie uitgebreid over micro-, kleine en middelgrote ondernemingen: Wessels & Madaus 2017, hfst. 10 en Stanghellini e.a. 2018, hfst. 8.

66 Dit is onjuist juridisch taalgebruik, zie par. 2.3.3.

bijvoorbeeld door management expertise.⁶⁷ Ik duid hen aan als ‘cruciale’ aandeelhouders.⁶⁸ De cruciale aandeelhouder zal bijvoorbeeld tevens manager of bestuurder zijn, denk aan de directeur-groootaandeelhouder (DGA) of de arts die tevens aandelen in de praktijk houdt.⁶⁹ Het gaat vooral om een aandeelhouder met expertise in de bedrijfsvoering van de vennootschap. De ervaring, kennis, reputatie of zakelijke contacten van de cruciale aandeelhouder is nodig voor een succesvolle herstructurering.⁷⁰

Aangezien de cruciale aandeelhouder niet enkel een geldschietter is, maakt dit dat zijn blijvende betrokkenheid bij de onderneming belangrijk is voor de toekomst van de onderneming. Met andere woorden, hij is cruciaal voor de herstructurering. De Richtlijn bevat een aantal specifieke bepalingen voor micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Zo is een *cross class cramdown* optioneel voor micro-, kleine en middelgrote ondernemingen of is afwijking van de *cross class cramdown* vereisten, waaronder de *APR*, mogelijk. Een aandeelhouder mag in beginsel onder de *APR* niets ontvangen en geen aandelenbelang behouden voordat senior klassen volledig zijn voldaan. Een aandeelhouder zal dan doorgaans geen uitkering ontvangen. De Nederlandse WHOA bevat de mogelijkheid af te wijken van de *APR* ten aanzien van cruciale aandeelhouders.⁷¹ De mogelijkheid om af te wijken van de *APR* stimuleert dat het bestuur van een vennootschap dat bestaat uit cruciale aandeelhouders tijdig(er) een akkoord aanbiedt. Weten aandeelhouders immers bij voorbaat dat zij hun aandelenbelang kwijtraken, dan zullen ze doorgaans geen prikkel hebben mee te werken aan een herstructurering.

Waar relevant geef ik hierna de regels aan die specifiek gelden voor micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.

3.3.3 Bewustwording financiële problemen

Vennootschappen in financiële nood zijn niet verplicht gebruik te maken van een preventief herstructureringsstelsel. De Richtlijn ziet mede op een zekere bewustwording van financiële problemen bij vennootschappen, zodat zij in een vroegtijdig stadium stappen ondernemen om insolventie te voorkomen. Zo vereist de Richtlijn dat lidstaten vennootschappen toegang bieden tot instrumenten die vroegtijdig waarschuwen over de financiële situatie van een vennootschap en tot informatie over de beschikbaarheid van vroegtijdige waarschuwingsmechanismen en de procedures

⁶⁷ Overweging 58 Richtlijn. Zie ook Baird & Bernstein 2006, p. 1938.

⁶⁸ Zie ook par. 2.4.

⁶⁹ Zie verder Wessels & Madaus 2017, p. 336. Zij spreken van *soft variables contributors*.

⁷⁰ Zie ook overweging 59 Richtlijn.

⁷¹ Zie par. 6.5.8.3.

over herstructurering van schulden.⁷² Dit is met name relevant voor micro-, kleine en middelgrote ondernemingen, die volgens de Richtlijn doorgaans te laat actie ondernemen bij ernstige financiële problemen.⁷³ In Nederland bevat de website van de Kamer van Koophandel bijvoorbeeld informatie over hoe ondernemingen om kunnen gaan met financiële problemen.

Voorts schrijft artikel 19 Richtlijn in (zeer) algemene termen de verplichtingen van het bestuur voor wanneer sprake is van dreigende insolventie.⁷⁴ Lidstaten moeten ervoor zorgen dat het bestuur voldoende rekening houdt met de belangen van schuldeisers, aandeelhouders en andere belanghebbenden, met de noodzaak om stappen te ondernemen ter voorkoming van insolventie en met de noodzaak opzettelijke handelingen of grove nalatigheid te vermijden die de levensvatbaarheid van de onderneming bedreigen. Een sanctie bij schending van de verplichtingen ontbreekt. Het is niet de bedoeling aansprakelijkheid van bestuurders te harmoniseren. De bepaling bevat niets nieuws voor Nederland. Nederland heeft, zoals vermeld in paragraaf 2.2.3, een *stakeholder* model. Het bestuur van een vennootschap dient zich bij zijn taakuitoefening te richten naar het belang van de vennootschap en zorgvuldigheid te betrachten jegens de belangen van de bij de vennootschap betrokkenen.⁷⁵

3.3.4 Aanvang van de procedure

Een vennootschap moet toegang hebben tot een preventieve herstructureringsprocedure wanneer sprake is van een dreigende insolventie (*likelihood of insolvency*).⁷⁶ Een preventieve herstructureringsprocedure is beschikbaar op aanvraag van de vennootschap zelf.⁷⁷ Lidstaten mogen bepalen dat de opening van een preventieve herstructureringsprocedure ook kan worden verzocht door schuldeisers of werknemersvertegenwoordigers mits de vennootschap, dat wil zeggen het bestuur als vertegenwoordigend orgaan van de vennootschap, ermee instemt.⁷⁸ Het vereiste van de instemming van de vennootschap mag worden beperkt tot micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. De rechter is in beginsel bij de aanvang van de procedure niet betrokken, maar pas bij de beslissing over de homologatie van een akkoord. Dit is

⁷² Art. 3 Richtlijn.

⁷³ Overweging 17 Richtlijn.

⁷⁴ Zie par. 3.3.4.1.

⁷⁵ Zie par. 2.7.1.1.

⁷⁶ Art. 4 lid 1 Richtlijn. Ik hanteer hierna de term preventieve herstructureringsprocedure. De Richtlijn spreekt over een stelsel omdat lidstaten niet verplicht zijn één procedure te hebben waarin de minimumvereisten uit de Richtlijn zijn opgenomen.

⁷⁷ Art. 4 lid 7 Richtlijn.

⁷⁸ Art. 4 lid 8 Richtlijn.

in lijn met het uitgangspunt in de Richtlijn dat sprake moet zijn van zo min mogelijk rechterlijke betrokkenheid, gelet op de duur van de procedure, de kosten en de doeltreffendheid.⁷⁹

Bij aanvang van een preventieve herstructureringsprocedure (of later) mag de vennootschap de rechter verzoeken om de schorsing van individuele tenuitvoerleggingsmaatregelen van schuldeisers, wanneer dit voor de onderhandelingen over het akkoord nodig is.⁸⁰ Deze mogelijkheid is opgenomen in de WHOA en de Duitse akkoordprocedure,⁸¹ maar ontbreekt (thans) bij de Engelse *scheme*. Het moratorium kan algemeen zijn en alle categorieën schuldeisers betreffen, maar kan ook een of meer schuldeisers betreffen. Wanneer een verplichting tot de opening van een insolventieprocedure voor het bestuur van een vennootschap bestaat, is deze verplichting voor de duur van het moratorium opgeschort.⁸² In bijvoorbeeld Duitsland bestaat een dergelijke verplichting.⁸³ Een moratorium verhindert voorts dat schuldeisers om de opening van insolventieprocedures mogen verzoeken.⁸⁴ Ook mogen lopende overeenkomsten – al dan niet met ipso facto clausules – niet worden beëindigd, versneld, anderszins gewijzigd of mag de nakoming ervan worden opgeschort.⁸⁵

Hieronder bespreek ik achtereenvolgens het insolventiecriterium ‘dreigende insolventie’ (*likelihood of insolvency*), wie mag verzoeken om de opening van een preventieve herstructureringsprocedure, de rol van (vennootschaps)organen bij de aanvang ervan en het uitgangspunt van de Richtlijn dat de vennootschap beheers- en beschikingsbevoegd blijft tijdens een preventieve herstructureringsprocedure (*debtor in possession*).

3.3.4.1 Insolventiecriterium: dreigende insolventie

Een preventieve herstructureringsprocedure moet volgens de Richtlijn beschikbaar zijn vóórdat een vennootschap naar nationaal recht insolvent wordt: dat wil zeggen voordat de vennootschap voldoet aan de voorwaarden naar nationaal recht om een collectieve insolventieprocedure in te stellen, die normaliter gepaard gaat met het

79 Overweging 29 Richtlijn.

80 Art. 6 Richtlijn. Doorgaans zal bij aanvang van de procedure worden verzocht om een moratorium, maar het mag ook tijdens de procedure. Veder & Mennens pleiten ervoor dat de rechter bij het verlenen van het moratorium ook de financiële situatie, de pre-insolventie, van de vennootschap toetst (Veder & Mennens 2018, p. 568).

81 Art. 376 Fw en §270b lid 2 InsO jo. §21 InsO.

82 Afwijking hiervan is toegestaan wanneer tijdens de schorsing de vennootschap niet meer haar opeisbare schulden kan voldoen, zie art. 7 lid 3 Richtlijn.

83 §15a InsO.

84 Art. 7 lid 2 Richtlijn.

85 Art. 7 lid 4 en lid 5 Richtlijn.

verlies van haar vermogen en de benoeming van een vereffenaar.⁸⁶ Duitsland kent momenteel enkel de mogelijkheid om vroegtijdig (bij dreigende betalingsonmacht) te herstructureren binnen een insolventieprocedure, zij het dat hierbij de definitieve opening van een insolventieprocedure wel kan worden uitgesteld.⁸⁷

In een vroegtijdig stadium herstructureren is noodzakelijk om insolventie te voorkomen. Er moet echter wel sprake zijn van een criterium van insolventie om misbruik te voorkomen.⁸⁸ Een akkoord kan immers een inbreuk op eigendomsrechten maken, te weten een (vergaande) aantasting van aandeelhoudersrechten en vorderingsrechten van schuldeisers. Bestaande aandeelhouders kunnen zelfs – tegen hun wil – hun gehele aandelenbelang kwijtraken. Er moet een rechtvaardiging zijn om de rechten te wijzigen en in te grijpen in het eigendomsrecht van aandeelhouders en schuldeisers.⁸⁹ Wat opvalt, zijn de nationale taalversies van de Richtlijn ten aanzien van het insolventiecriterium. De Nederlandse versie spreekt van ‘dreigende insolventie’, maar de Engelse versie bijvoorbeeld van *likelihood of insolvency* en de Franse versie van *une probabilité d’insolvabilité*. De twee laatstgenoemde begrippen zijn ruimer dan een ‘dreigende insolventie’. Er is immers altijd wel sprake van *een* kans op insolventie.⁹⁰ Ook dreigende insolventie is een ruim begrip.

De begrippen insolventie en dreigende insolventie (*likelihood of insolvency*) zijn uit te leggen naar het nationale recht van de lidstaten.⁹¹ Veel lidstaten hanteren een *cashflow* insolventie: de vennootschap kan haar opeisbare schulden niet meer voldoen. Overweging 73 van de Richtlijn geeft aan dat onder insolventie ook een balans-technische insolventie kan vallen: de passiva overstijgen de activa. Dit is een van de drie insolventiegronden voor opening van een insolventieprocedure in Duitsland.⁹²

Hoewel lidstaten zelf invulling mogen geven aan het insolventiecriterium was een beperkter financieel criterium in de Richtlijn mijns inziens op zijn plek geweest. Een financieel criterium waarbij binnen een bepaald tijdsbestek – eventueel gekoppeld aan een waarschijnlijkheidspercentage (met hoeveel zekerheid is insolventie

86 Art. 4 lid 1 Richtlijn en overweging 24 Richtlijn.

87 §270a-270b InsO. Zie hierover par. 5.3.

88 Een beschrijving van de economische situatie van de vennootschap en de omvang van de financiële problemen maakt deel uit van de financiële gegevens die in het akkoordvoorstel moeten staan. Zie art. 8 lid 1 sub b Richtlijn.

89 Zie verder par. 3.4.

90 Eidenmüller 2017, p. 8, Luecke 2017, p. 383, Tollenaar 2017, p. 67 en Veder & Mennens 2018, p. 566. Zie ook het Advies van de Europese Centrale Bank van 7 juni 2017 (CON/2017/22), p. 4 voor kritiek op dit ruime begrip.

91 Art. 2 lid 2 sub a en sub b Richtlijn. Er bleek geen steun vanuit de lidstaten deze begrippen te harmoniseren, zie Impact Assessment SWD (2016) 357 final, p. 60.

92 Zie par. 5.4.2.1.

te voorzien) – de vennootschap niet meer in staat is haar opeisbare schulden te voldoen, is in de literatuur veelal als concretisering van *likelihood of insolvency* geïnterpreteerd.⁹³ De *Committee on Legal Affairs* van het Europees Parlement stelde in 2016 voor *likelihood of insolvency* te wijzigen naar een reële en serieuze dreiging dat de vennootschap in de toekomst haar opeisbare schulden niet kan voldoen.⁹⁴ Dit is in de finale Engelse versie van de Richtlijn echter niet veranderd. Mijns inziens is in de Nederlandse WHOA het juiste criterium opgenomen, te weten dat het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan.⁹⁵ Dit is ook een van de openingsgronden voor een akkoordprocedure in Duitsland.⁹⁶ Zie hierover verder paragraaf 5.4.2.1 en paragraaf 6.5.2.1. Bij de Engelse *scheme* en de *company voluntary arrangement* is daarentegen een dreiging van insolventie niet vereist. Ook solvante vennootschappen kunnen van de akkoordprocedures gebruikmaken.⁹⁷

3.3.4.2 Verzoek tot opening van een procedure

Een preventieve herstructureringsprocedure is beschikbaar op verzoek van de vennootschap.⁹⁸ Lidstaten mogen in hun nationale wetgeving opnemen dat een schuldeiser of een werknemersvertegenwoordiger mag verzoeken om de opening van een preventieve herstructureringsprocedure, mits de vennootschap hiermee instemt.⁹⁹ Dit vereiste van instemming mag worden beperkt tot micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.¹⁰⁰ De facto betekent dit dat aandeelhouders van dergelijke ondernemingen de opening van een preventieve herstructureringsprocedure kunnen blokkeren.¹⁰¹ Wanneer aandeelhouders op de hoogte zijn van het voornemen van het

93 Eidenmüller 2017, p. 8 meent dat de kans op insolventie binnen één jaar meer dan vijftig procent moet zijn. Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law (november 2016), JUST /2015/JCOO/FWCIV10103, p. 79 spreekt van het niet meer kunnen betalen van schulden binnen een half jaar. Zie Veder & Mennens 2018, p. 566 die een soortgelijk criterium juist achten. Zie Pannevis 2017, die ingaat op de kans dat een akkoord een faillissement daadwerkelijk afwendt.

94 Committee on Legal Affairs, *Draft Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU*, 2016/0359(COD), p. 22.

95 Art. 370 lid 1 Fw en art. 371 lid 3 Fw.

96 §18 InsO. In Duitsland is echter ook een balans-technische insolventie mogelijk (de passiva overstijgen de activa) voor de toepassing voor een vroegtijdige herstructurering, zie §19 InsO.

97 Zie verder par. 4.3.1 en par. 4.5.

98 Art. 4 lid 7 Richtlijn.

99 Art. 4 lid 8 Richtlijn.

100 Een *scheme* mag alleen worden aangeboden door schuldeisers of aandeelhouders met instemming van de vennootschap, zie *re Savoy Hotel Ltd* (1981) Ch 351. Zie onder meer O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 46, Payne 2014, p. 29 en Tollenaar 2016, par. 7.6.

101 O.a. Tollenaar (2017, p. 67) en Veder & Mennens (2018, p. 566) uiten kritiek op een exclusieve bevoegdheid van de vennootschap.

bestuur tot een preventieve herstructurering en zij het er niet mee eens zijn, kunnen aandeelhouders druk uitoefenen op het bestuur en bijvoorbeeld dreigen met het ontslag van de bestuurders. *Out of the money* aandeelhouders komt aldus een machtspositie toe door dit instemmingsvereiste. Dit is tegenstrijdig met het feit dat de Richtlijn juist een vroegtijdige herstructurering wil stimuleren bij met name micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. De bepaling in de Richtlijn dat instemming van de vennootschap is vereist, is waarschijnlijk ingevoerd om een balans te vinden tussen eventuele conflicterende belangen tussen de ‘eigenaren’ van de vennootschap en de schuldeisers: “A tension between these key stakeholders is a challenging task to regulate and for courts to judge.”¹⁰²

De instemming van de vennootschap is niet vereist, althans niet dwingend voorgeschreven, bij het ter goedkeuring voorleggen van het akkoord aan de betrokken partijen.¹⁰³ Deze bevoegdheid komt in beginsel toe aan de vennootschap, maar lidstaten kunnen ook bepalen dat en onder welke voorwaarden schuldeisers en herstructureringsdeskundigen een akkoord ter goedkeuring mogen voorleggen. Een herstructureringsdeskundige onder de Richtlijn is een door de rechter benoemde persoon of instantie.¹⁰⁴ Hij kan niet alleen zelf een akkoord ter goedkeuring voorleggen, maar ook de vennootschap of de schuldeiser(s) helpen bij de onderhandelingen over het akkoord en het opstellen van een akkoord. Deze mogelijkheid dient ter waarborg dat het bestuur van een vennootschap, wellicht onder druk van haar aandeelhouders,¹⁰⁵ nalaat een akkoord ter goedkeuring voor te leggen of een minder gunstig akkoord voor de schuldeisers voorlegt.¹⁰⁶ De WHOA bevat, in tegenstelling tot de Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures, de mogelijkheid dat of de vennootschap of een herstructureringsdeskundige een akkoord mag aanbieden én ter goedkeuring mag voorleggen.¹⁰⁷ De Nederlandse wetgever sluit op een welwillende manier aan bij de Richtlijn doordat in plaats van de vennootschap ook een herstructureringsdeskundige een akkoord mag aanbieden onder de WHOA.¹⁰⁸ Het aanbieden van een akkoord is onder de WHOA het openen van een preventieve herstructureringsprocedure. Doordat de herstructureringsdeskundige ook degene is die

¹⁰² Engelberg 2019, p. 20.

¹⁰³ Art. 9 lid 1 Richtlijn.

¹⁰⁴ Art. 2 lid 1 sub 12 Richtlijn. Waar nodig mag een rechter over de aanstelling van een deskundige beslissen. De Richtlijn noemt daarnaast een drietal omstandigheden waarbij een aanstelling altijd verplicht is, zie art. 5 lid 3 Richtlijn.

¹⁰⁵ Aandeelhouders kunnen bijv. dreigen met het ontslag van het bestuur of kunnen een dubbele hoedanigheid van bestuurder en aandeelhouder hebben.

¹⁰⁶ Eveneens Groenewoud 2011, p. 194, Van Gangelen & Gispen 2012, p. 315, Moulen Janssen 2014, par. 5.3.1, Tollenaar 2016, par. 8.3 en Veder & Mennens 2018, p. 566.

¹⁰⁷ Art. 370 Fw, art. 371 Fw en art. 381 lid 1 Fw. Het eventuele bestaan van meerdere parallele akkoordtrajecten wordt hiermee voorkomen (zie verder par. 6.5.2.3). Zie Tollenaar 2016, p. 296-298 voor mogelijke regels bij een samenloop van akkoorden.

¹⁰⁸ Art. 371 Fw.

een akkoord ter goedkeuring van de betrokken partijen mag voorleggen en bij het ter goedkeuring voorleggen wel de instemming van de vennootschap is vereist, is het mijns inziens goed verdedigbaar dat de WHOA op dit punt in overeenstemming is met de Richtlijn.¹⁰⁹

3.3.4.3 De rol van (vennootschaps)organen bij aanvang van de procedure

De Richtlijn zwijgt over de rol van aandeelhouders of de algemene vergadering bij de aanvang van een preventieve herstructureringsprocedure. In bijvoorbeeld Nederland en Duitsland is in beginsel de toestemming van de algemene vergadering vereist wanneer het bestuur het faillissement of de opening van een insolventieprocedure wil aanvragen.¹¹⁰ Het ligt mijns inziens voor de hand dat het bestuur niet gehouden is de goedkeuring van de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) te vragen voor de opening van een preventieve herstructureringsprocedure, aangezien het juist de bedoeling is dat aandeelhouders een preventieve herstructurering niet op een onredelijke wijze mogen frustreren.¹¹¹ Zo mogen *out of the money* aandeelhouders de totstandkoming van een akkoord niet kunnen frustreren. De algemene vergadering kan echter wel indirect de opening van een preventieve herstructurering frustreren doordat zij druk op het bestuur kan uitoefenen om geen akkoord aan te bieden, dan wel om geen instemming te verlenen wanneer niet de vennootschap zelf verzoekt om opening van de procedure.

De Richtlijn zwijgt ook over de rol van de raad van commissarissen. Indien de vennootschap een raad van commissarissen heeft, houdt deze toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken binnen de vennootschap.¹¹² Het bestuur dient in het kader van *good governance* overleg te plegen met de raad van commissarissen wanneer de vennootschap in ernstige financiële problemen zit. Zo ook moet de raad van commissarissen actief informatie inwinnen bij het bestuur. Een eventueel statutair goedkeuringsrecht van de raad van commissarissen ten aanzien van het bestuursbesluit inzake het openen van een preventieve herstructureringsprocedure, blijft mijns inziens vanwege die bevoegdheidsverdeling tussen de organen gelden.¹¹³ De WHOA zwijgt hier ook over.¹¹⁴

¹⁰⁹ Art. 381 lid 1 Fw. Zie verder par. 6.5.2.3.

¹¹⁰ Art. 2:246 BW. Een besluit van de algemene vergadering is daarentegen niet vereist bij een *sursance*. Naar Duits recht is een besluit van de algemene vergadering vereist wanneer sprake is van een dreigende betalingsonmacht, zie par. 5.4.2.1.

¹¹¹ Overweging 57 Richtlijn en art. 12 Richtlijn.

¹¹² Zie o.a. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/378.

¹¹³ Bij een *one-tier board* hebben de niet-uitvoerende bestuurders de facto een goedkeuringsrecht wanneer de statuten bepalen dat bij bepaalde bestuursbesluiten een meerderheid van de niet-uitvoerende bestuurders voor moet hebben gestemd, zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/438.

¹¹⁴ Zie par. 6.5.2.2.

Ook een eventueel ingestelde ondernemingsraad behoudt haar bevoegdheden, zoals adviesrechten. Voorts geeft de Richtlijn aan dat werknemers volledige arbeidsrechtelijke bescherming moeten blijven genieten tijdens een preventieve herstructureringsprocedure.¹¹⁵

3.3.4.4 Debtor in possession

De vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, behoudt geheel (of in ieder geval gedeeltelijk) het beheer en de beschikking over het vermogen van de vennootschap en de dagelijkse leiding tijdens een preventieve herstructureringsprocedure (*debtor in possession*).¹¹⁶ Verlies van controle schrikt doorgaans het bestuur af om namens de vennootschap een akkoord aan te bieden.¹¹⁷ Behoud van controle kan echter het risico met zich brengen dat het bestuur een preventieve herstructurering nastreeft terwijl een liquidatieprocedure – waarbij het wel de controle verliest – meer op zijn plek is.¹¹⁸ In Duitsland vindt de vroegtijdige herstructurering plaats na opening van een insolventieprocedure. Het uitgangspunt daarbij is dat de vennootschap haar beheers- en beschikkingsbevoegdheid verliest. Het bestuur kan derhalve de rechter verzoeken om een *debtor in possession* procedure (*Eigenverwaltung*).¹¹⁹

Het is niet altijd wenselijk dat het huidige bestuur blijft besturen. Soms is een wisseling in de samenstelling van het bestuur nodig om (*in the money*) schuldeisers met een akkoord in te laten stemmen wanneer het vertrouwen laag is dat het huidige bestuur de vennootschap weer financieel gezond kan krijgen.¹²⁰ Met name wanneer het bestuur en eventueel ook de aandeelhouders juist verantwoordelijk zijn voor de ontstane financiële situatie is een *debtor in possession* procedure met hetzelfde bestuur niet raadzaam.¹²¹ De WHOA bevat de mogelijkheid dat de rechtbank als voorziening een observator kan benoemen die toezicht houdt op het bestuur wanneer het een akkoord voorbereidt.¹²² Dit kan een mogelijke oplossing bieden om het vertrouwen van schuldeisers te herstellen. Lidstaten mogen ook in hun wetgeving opnemen dat tijdens een preventieve herstructureringsprocedure een herstructureringsdeskundige de gedeeltelijke controle over de activa of zaken van de vennootschap verwerft.¹²³ Dit brengt een aantal nadelen met zich. De deskundige moet bijvoorbeeld met de onderneming bekend worden, hetgeen tijd en kosten met zich brengt. Ook moet een

115 Art. 13 Richtlijn en overweging 60 Richtlijn.

116 Art. 5 Richtlijn.

117 Eidenmüller 2017, p. 34.

118 Tollenaar 2016, p. 223, McCormack 2017a, p. 545 en Veder & Mennens 2018, p. 567.

119 Zie par. 5.4.2.2.

120 Zie par. 2.5.3.3. Afhankelijk van het nationale recht kan het ontslag van bestuurders onderdeel zijn van een akkoord, zie par. 3.3.11.2.

121 O.a. Wessels & Madaus 2017, p. 154 en Stanghellini e.a. 2018, p. 216.

122 Art. 380 Fw.

123 Art. 2 lid 1 sub 12 Richtlijn.

gedeeltelijk verlies van de beheers- en beschikkingsbevoegdheid van de vennootschap bekend worden gemaakt, terwijl openbaarheid van de akkoordprocedure voor de totstandbrenging van een akkoord juist niet wenselijk is omdat dit tot negatieve publiciteit leidt.¹²⁴ Onder de WHOA blijft de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, geheel beheers- en beschikkingsbevoegd.

3.3.5 Stemklassen

Een belangrijk onderdeel van de akkoordprocedure is de indeling in verschillende stemklassen van schuldeisers en aandeelhouders die betrokken zijn bij het akkoord. De aanbieder van het akkoord bepaalt wie hij betreft bij het akkoord. Schuldeisers en aandeelhouders zijn ‘betrokken partijen’ wanneer hun vorderingen respectievelijk rechten door het akkoord rechtstreeks worden getroffen.¹²⁵ Een verdere uitleg ontbreekt. De toevoeging ‘rechtstreeks’ suggereert dat een daadwerkelijke wijziging in de vorderingen of de rechten moet plaatsvinden. Een indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten, zoals een aandelenverwatering, is mijns inziens echter ook een (vergaande) aantasting van rechten en maakt aandeelhouders ‘betrokken partijen’.¹²⁶ In het akkoord moet zijn opgenomen welke (categorieën van) schuldeisers en/of aandeelhouders betrokken zijn en wie niet, alsmede de reden waarom bepaalde schuldeisers of aandeelhouders niet betrokken zijn.¹²⁷

Een klassenindeling dient als waarborg dat een akkoord vergelijkbare rechten hetzelfde behandelt en dat niet op een onredelijke wijze afbreuk wordt gedaan aan de rechten van de bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders.¹²⁸ Ook dient de klassenindeling als rechtvaardiging voor het binden van een tegenstemmende minderheid van schuldeisers en aandeelhouders aan een meerderheidsbeslissing.¹²⁹ De norm die de Richtlijn voor de klassenindeling hanteert, is dat de betrokken partijen in verschillende klassen worden ingedeeld “die, krachtens nationaal recht, voldoende gedeelde belangen weerspiegelen op basis van verifieerbare criteria.”¹³⁰ In overweging 44 wordt verduidelijkt dat een klassenindeling geschiedt “met het oog op de goedkeuring van een plan op een wijze die hun rechten en rangorde van hun vorderingen en belangen respecteert.” ‘Vorderingen en belangen’ is een vertaling van de Engelse begrippen ‘*claims and interests*’. In deze context wordt met *interests*

124 Tollenaar 2016, p. 223.

125 Art. 2 lid 1 sub 2 Richtlijn.

126 Zie ook par. 6.5.11.1. Onder de WHOA is een indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten mogelijk.

127 Art. 8 lid 1 sub c en sub e Richtlijn.

128 Overweging 44 Richtlijn.

129 Zie Tollenaar 2016, par. 4.3.

130 Art. 9 lid 4 Richtlijn.

gedoeld op de rechten van aandeelhouders en niet hun subjectieve belangen.¹³¹ De focus ligt bij de klassenindeling op de rechten van schuldeisers en aandeelhouders en niet op hun vrijwel onbeperkt aantal verschillende belangen.¹³²

De norm van de Richtlijn is in grote mate geïnspireerd op de norm voor de klassenindeling bij de Engelse *scheme*.¹³³ Het betreft een open norm: de klassenindeling staat niet op voorhand vast. Dit brengt de nodige flexibiliteit met zich.¹³⁴ Schuldeisers of aandeelhouders met vergelijkbare rechten kunnen in één stemklasse worden ingedeeld,¹³⁵ maar een splitsing in meerdere stemklassen is ook mogelijk.¹³⁶ Degene die het akkoord aanbiedt, moet de klassenindeling motiveren.¹³⁷ Het is aan de lidstaten zelf om criteria voor een klassenindeling te formuleren die passen binnen de open norm.¹³⁸ De precieze invulling in de Engelse, Duitse en Nederlandse wetgeving komt in de volgende hoofdstukken uitgebreid aan bod.¹³⁹ De Richtlijn noemt enkel een verplichte indeling van schuldeisers met zekerheidsrechten en schuldeisers zonder zekerheidsrechten in verschillende klassen.¹⁴⁰ Ten aanzien van aandeelhouders wordt in de preambule nog vermeld dat meerdere stemklassen nodig kunnen zijn wanneer het aandelenkapitaal in verschillende soorten aandelen met verschillende rechten is verdeeld.¹⁴¹ De Richtlijn zwijgt over een mogelijke dubbele hoedanigheid van aandeelhouders (bijvoorbeeld een aandeelhouder tevens schuldeiser) of schuldeisers. Hoe moet worden omgegaan met dubbele hoedanigheden komt bij de nationale regelgeving verder aan bod.¹⁴²

Bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen mogen lidstaten bepalen dat, vanwege de eenvoudige kapitaalstructuur, een klassenindeling niet is vereist en slechts één stemklasse volstaat.¹⁴³ Stemt deze klasse vervolgens tegen het akkoord, dan mag de vennootschap een nieuw akkoord aanbieden.¹⁴⁴ Deze lidstaattoptie is opmerkelijk.

131 Zie ook Orbán 2018, p. 232.

132 Zie Tollenaar 2016, p. 110 die aangeeft dat een focus op belangen niet mogelijk is. Zie ook Orbán 2018.

133 Orbán 2018, p. 232. Zie verder par. 4.3.3.

134 Veder & Mennens 2018, par. 4.4.1.

135 Zie vergelijkbaar Tollenaar 2017, p. 68.

136 McCormack 2017a, p. 550 spreekt van zakelijke, juridische of persoonlijke redenen voor een splitsing. Lidstaten treffen passende maatregelen om kwetsbare schuldeisers te beschermen, zoals kleine leveranciers (zie art. 9 lid 4 Richtlijn).

137 Art. 8 lid 1 sub d Richtlijn.

138 Overweging 44-46 Richtlijn.

139 Par. 4.3.3, par. 5.4.3 en par. 6.5.3.

140 Art. 9 lid 4 Richtlijn.

141 Overweging 58 Richtlijn.

142 Zie par. 4.3.3, par. 5.4.3 en par. 6.5.3.

143 Art. 9 lid 4 Richtlijn.

144 Overweging 45 Richtlijn.

Concurrente schuldeisers of zelfs aandeelhouders kunnen schuldeisers met zekerheidsrechten overstemmen wanneer zij in één stemklasse hun stem mogen uitbrengen over het akkoord. In Nederland, Engeland en Duitsland bestaat de mogelijkheid van één stemklasse, mijns inziens terecht, niet.

Toetsing klassenindeling

De rechter toetst de klassenindeling wanneer hij beslist over de homologatie van het akkoord.¹⁴⁵ Lidstaten mogen voorschrijven dat de aanbieder van het akkoord in een eerder stadium kan verzoeken om een rechterlijke beslissing over de klassenindeling.¹⁴⁶ Bij de Engelse *scheme* beoordeelt de rechter de klassenindeling reeds uitvoerig in de beginfase van de procedure zodat in een vroeg stadium gebreken in de klassenindeling kunnen worden ontdekt en hersteld.¹⁴⁷ Ook bij de Duitse akkoordprocedure toetst de rechter in een vroeg stadium van de procedure het akkoord, waaronder de klassenindeling, tijdens de *Vorprüfung*.¹⁴⁸ Dit neemt niet weg dat de rechter ook tijdens de homologatie de klassenindeling beoordeelt. Vanwege de kosten van rechterlijke inmenging gaat mijn voorkeur uit naar de mogelijkheid en niet de verplichting voorafgaand aan de homologatie te verzoeken om toetsing van de klassenindeling. De WHOA hanteert, in mijn ogen dan ook terecht, een optionele rechterlijke betrokkenheid voorafgaand aan de homologatie.¹⁴⁹

3.3.6 Stemming over het akkoord

De bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders stemmen in stemklassen over het akkoord.¹⁵⁰ Lidstaten mogen evenwel bepalen dat de betrokken aandeelhouders zijn uitgesloten van de stemming.¹⁵¹ Dit komt in paragraaf 3.3.11 verder aan bod. Bij de WHOA, de Duitse akkoordprocedure en de Engelse *scheme* mogen aandeelhouders wier rechten wijzigen altijd hun stem uitbrengen in een of meerdere stemklassen. Aandeelhouders stemmen niet in een algemene vergadering van aandeelhouders over het akkoord.

¹⁴⁵ Art. 9 lid 5 Richtlijn.

¹⁴⁶ Art. 9 lid 5 Richtlijn.

¹⁴⁷ Zie par. 4.3.3. Een groot voorstander van rechterlijke betrokkenheid in een beginstadium van de procedure is Payne, zie Payne 2018a, p. 141.

¹⁴⁸ §231 InsO. Zie par. 5.4.2.4.

¹⁴⁹ Art. 378 WHOA. Zie par. 6.5.2.5.

¹⁵⁰ Art. 9 lid 6 Richtlijn.

¹⁵¹ Art. 9 lid 3 Richtlijn. Lidstaten mogen daarnaast achtergestelde schuldeisers en partijen die krachtens het nationale recht in een belangenconflict verkeren met de vennootschap (bijv. vanwege bepaalde transacties tussen de vennootschap en aandeelhouders of schuldeisers) uitsluiten van de stemming over het akkoord.

Het akkoord is aangenomen wanneer iedere stemklasse met een meerderheid in bedrag van vorderingen of aandelenkapitaal¹⁵² voor heeft gestemd. Wat die meerderheid precies inhoudt, is aan de lidstaten om te bepalen in hun nationale wetgeving.¹⁵³ Het percentage mag in ieder geval niet hoger dan 75 procent zijn.¹⁵⁴ De Richtlijn schrijft een meerderheid in bedrag van vorderingen en aandelenkapitaal voor om te waarborgen dat schuldeisers en aandeelhouders hun stem evenredig aan hun economisch belang in de vennootschap kunnen uitbrengen.¹⁵⁵ Een *headcount*, een meerderheid in aantal personen, is daarnaast niet vereist maar mag wel in de nationale wetgeving worden opgenomen. In Duitsland bestaat een *headcount* en ook in Engeland bestaat een *headcount* bij de *scheme*.¹⁵⁶ Het biedt bescherming aan (minderheids)aandeelhouders en schuldeisers, maar de keerzijde is dat aandeelhouders of schuldeisers met een in waarde relatief klein aantal aandelen of vorderingen een akkoord kunnen tegenhouden.¹⁵⁷ De WHOA hanteert geen *headcount*.

De Richtlijn zwijgt overigens over de vraag of de stemmeerderheden betrekking hebben op een meerderheid in bedrag of personen van de gehele stemklasse of op een meerderheid in bedrag of personen van degenen die hebben gestemd in de stemklasse.¹⁵⁸ Zowel Nederland, Engeland als Duitsland hanteren het laatste vereiste in hun wetgeving.¹⁵⁹ Dit heeft ook mijn voorkeur. Het voorkomt dat door afwezigheid van schuldeisers of aandeelhouders binnen een stemklasse de vereiste meerderheid niet wordt gehaald.¹⁶⁰ De opgeroepen schuldeisers en aandeelhouders hebben immers zelf de keuze om wel of niet te gaan stemmen.

3.3.7 Homologatie van het akkoord

Na de stemming over het akkoord dient een rechter te beslissen over de homologatie van het akkoord wanneer sprake is van niet-instemmende betrokken schuldeisers of aandeelhouders,¹⁶¹ het akkoord nieuwe financiering bevat of (indien het nationale

152 De Richtlijn geeft niet aan of het gaat om het bedrag van de aandelen *par value* of de marktwaarde. De meeste lidstaten gaan uit van de nominale waarde van aandelen.

153 Per stemklasse mag ook een verschillende meerderheid worden opgenomen, zie Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law (november 2016), JUST /2015/JCOO/FWCIVI0103, p. 49. In bijv. Duitsland wordt onderscheid in meerderheden gemaakt tussen schuldeisersklassen en aandeelhoudersklassen, zie par. 5.4.4.

154 Art. 9 lid 6 Richtlijn.

155 Overweging 47 Richtlijn.

156 Op de *headcount* bestaat kritiek, zie par. 4.3.4.

157 O.a. Bork 2012, p. 251, O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 109, Parry 2014, par. 2.3.3.2 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 584.

158 O.a. McCormack 2017a, p. 551, Tollenaar 2017, p. 68 en Veder & Mennens 2018, p. 577.

159 Zie par. 4.3.4 en par. 6.5.4.

160 Tollenaar 2017, p. 68.

161 De Richtlijn definieert niet wat niet-instemmen betekent. Het is waarschijnlijk dat het gaat om schuldeisers of aandeelhouders die tegen het akkoord hebben gestemd (of ten onrechte niet zijn toegelaten tot de stemming).

recht hierin voorziet) meer dan 25 procent van de banen verloren gaat.¹⁶² Dit dient ter waarborg van de rechten en belangen van de tegenstemmende en niet-instemmende schuldeisers en aandeelhouders. Een akkoord kan niet alleen de niet-instemmende schuldeisers en aandeelhouders binnen een klasse binden (*cramdown*), maar ook een niet-instemmende klasse (*cross class cramdown*). Een *cross class cramdown* is mogelijk in Nederland en Duitsland.¹⁶³ In de huidige Engelse wetgeving ontbreekt echter een *cross class cramdown*, maar er zijn wel voorstellen dit te wijzigen.¹⁶⁴

De Richtlijn bevat algemene homologatievoorwaarden, die gelden ongeacht of een klasse heeft tegengestemd, en aanvullende homologatievoorwaarden, die gelden wanneer een of meer klassen hebben tegengestemd. De aanvullende voorwaarden komen in paragraaf 3.3.8 aan bod. Hieronder ga ik in op de algemene voorwaarden.

De lidstaten moeten de algemene voorwaarden voor homologatie duidelijk specificeren en deze moeten ten minste omvatten dat (i) de vereisten voor de klassenindeling en stemming zijn gevolgd, (ii) schuldeisers of aandeelhouders binnen een stemklasse gelijk zijn behandeld, (iii) alle bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders op de hoogte zijn gesteld van het akkoord,¹⁶⁵ (iv) voldaan is aan de *best interest test* (schuldeisers of aandeelhouders mogen niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord) en (v) eventuele nieuwe financiering noodzakelijk is voor de implementatie van het akkoord en de belangen van schuldeisers niet oneerlijk benadeelt.¹⁶⁶ De rechter mag de *best interest test* niet ambtshalve aanleggen. Het staat de lidstaten vrij te bepalen of de andere genoemde voorwaarden ambtshalve moeten worden onderzocht.¹⁶⁷ Daarnaast kunnen zij meer homologatievoorwaarden in hun wetgeving opnemen. De WHOA is hiermee in lijn en bevat een aantal afwijzingsgronden die de rechtbank ambtshalve moet toetsen.¹⁶⁸

In ieder geval moeten de lidstaten ervoor zorgen dat de rechter de homologatie *kan* weigeren indien het akkoord “geen redelijk uitzicht biedt op het afwenden van de insolventie van de schuldenaar of op het waarborgen van de levensvatbaarheid van het bedrijf.”¹⁶⁹ In de Verenigde Staten heet dit ook wel de *feasibility test*, de haalbaarheidstest.¹⁷⁰ Het is echter de vraag of een rechter wel in staat is over de haalbaarheid

162 Art. 10 lid 1 Richtlijn. Lidstaten mogen ook in andere gevallen homologatie door de rechter vereisen, zie overweging 48 Richtlijn.

163 Art. 384 lid 4 Fw en §245 InsO.

164 Zie hierover par. 4.4.

165 Van Galen 2017, p. 239-240 merkt op dat het lastig kan zijn schuldeisers te bereiken dan wel op de hoogte te zijn van schuldeisers. Hij stelt hiervoor een fonds voor.

166 Art. 10 lid 2 sub e Richtlijn.

167 Overweging 50 Richtlijn.

168 Zie par. 6.5.5.

169 Art. 10 lid 3 Richtlijn.

170 Art. 1129(a)(11) US Bankruptcy Code.

van een akkoord te oordelen.¹⁷¹ In Duitsland, Nederland en Engeland ontbreekt een dergelijke test. Uit de financiële gegevens inclusief de toekomstprognose die bij het akkoord worden gevoegd, moet in principe de huidige en toekomstige levensvatbaarheid van de onderneming volgen.¹⁷² Het zou meer om de vraag moeten gaan of de voorgenomen herstructurering kans van slagen heeft, ofwel de nakoming van de afspraken uit het akkoord.¹⁷³ Dit vereiste hanteert de WHOA.¹⁷⁴ Bij twijfel zou een rechter een nadere uitleg kunnen verlangen.

De hiervoor opgesomde voorwaarden voor homologatie komen grotendeels (in ieder geval (i)-(iv)) overeen met vereisten waaronder de rechter in Engeland, Duitsland of Nederland een akkoord mag homologeren. In Engeland zijn de vereisten niet in de wet opgenomen, maar in de rechtspraak ontwikkeld. In de paragrafen 4.3.6, 5.4.5 en 6.5.7 komen de algemene vereisten in Engeland, Duitsland en Nederland uitgebreid aan bod.

3.3.7.1 Best interest test

De *best interest test* als algemene voorwaarde voor homologatie behoeft verdere uitleg. De Richtlijn spreekt van de *best interest of creditors test*. Aangezien een akkoord ook aandeelhouders kan binden en de test ook voor hen geldt, hanteer ik de term *best interest test*.¹⁷⁵ De *best interest test* houdt in dat een niet-instemende schuldeiser of aandeelhouder niet slechter af mag zijn onder het akkoord dan zonder een akkoord wanneer de normale rangorde bij vereffening krachtens nationaal recht zou worden toegepast hetzij bij *piecemeal* of *going concern* liquidatie, hetzij in het geval van het beste alternatieve scenario indien het akkoord niet wordt gehomologeerd (*next best alternative*).¹⁷⁶ Doorgaans zal liquidatie het alternatief zijn wanneer geen akkoord tot stand komt. Dit hoeft echter niet per se het geval te zijn, zeker niet nu de Richtlijn slechts een dreigende insolventie (*likelihood of insolvency*) vereist.¹⁷⁷ De Richtlijn biedt de lidstaten derhalve de mogelijkheid te kiezen voor de liquidatiewaarde als alternatief van een akkoord

171 O.a. Tollenaar 2016, p. 156, Tollenaar 2017a, p. 80, McCormack 2017a, p. 553, Wessels & Madaus 2017, p. 338, Stanghellini 2018 e.a., p. 198 en Veder & Mennens 2018, p. 579. Eveneens UNCITRAL 2004, p. 35 en p. 229. Pannevis 2017, p. 220-221 stelt een andere invulling van de test voor: er moet niet worden gekeken naar de kans een faillissement af te wenden, maar naar de invloed van het akkoord op de (collectieve) verhaalsverwachting.

172 Ik onderken dat dit voor juristen en rechters lastig kan zijn te verifiëren.

173 Zie voorts par. 6.5.7.

174 Art. 384 lid 2 sub e Fw.

175 De Nederlandse versie van de Richtlijn spreekt van de toets van het belang van de schuldeisers.

176 Art. 2 lid 1 sub 6 Richtlijn. De *best interest test* is onder de noemer *no creditor worse off* ook te vinden in art. 34 lid 1 sub g richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen (geïmplementeerd in art. 3a:20 Wft) en art. 15 lid 1 sub g SRM-verordening.

177 Zo ook Psaroudakis 2018, p. 184.

of voor de waarde in geval van het beste alternatieve scenario. Welk scenario een lidstaat kiest, is afhankelijk van de invulling van *likelihood of insolvency* door de lidstaten en de beschikbare procedures voor insolvente vennootschappen. In Duitsland en Nederland wordt de liquidatiewaarde gehanteerd. In Engeland is in voorstellen voor een nieuwe wetgeving het *next best alternative* opgenomen, zij het dat dit vereiste ziet op de situatie dat niet alle stemklassen voor het akkoord hebben gestemd.¹⁷⁸

De *best interest test* vormt een minimumbescherming voor schuldeisers en aandeelhouders. Zij zijn in ieder geval niet slechter af onder het akkoord dan zonder het akkoord. Aandeelhouders zullen doorgaans *out of the money* zijn, zeker als de financiële nood waarin de vennootschap zich bevindt hoog is. Zij zullen dus niet slechter af zijn onder een akkoord dan zonder een akkoord. Wanneer een niet-instemmende schuldeiser of aandeelhouder slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord, is dit in strijd met het recht op ongestoord genot van eigendom als bedoeld in artikel 1 EP EVRM. Dit komt in paragraaf 3.4 aan bod.

De rechter toetst de *best interest test* enkel wanneer een niet-instemmende schuldeiser of aandeelhouder betwist dat hij niet slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord.¹⁷⁹ Dit 'piepsysteem' is vanuit het oogpunt van kosten en tijd toe te juichen.¹⁸⁰ Het waarden van de onderneming wanneer een akkoord niet wordt gehomologeerd, is erg speculatief. De lidstaten moeten ervoor zorgen dat een rechter in het kader van de waardebepaling van de onderneming een deskundige kan aanstellen of horen.¹⁸¹

Bij de WHOA toetst de rechter eveneens enkel op verzoek de *best interest test*.¹⁸² In Duitsland is bij de inwerkingtreding van de Insolvenzordnung in 1999 voor een middenweg gekozen. De rechter toetst de *best interest test* bij een *cramdown* van een tegenstemmende minderheid binnen een stemklasse enkel wanneer een schuldeiser of een aandeelhouder hierom verzoekt.¹⁸³ Wanneer echter sprake is van een *cross class cramdown* toetst de rechter ambtshalve of voldaan is aan de *best interest test*.¹⁸⁴ Mijn voorkeur gaat uit naar deze middenweg. Wanneer een meerderheid in alle stemklassen heeft voorgestemd, wordt het akkoord geacht redelijk te zijn.¹⁸⁵ Dit is niet

¹⁷⁸ Zie par. 4.4.

¹⁷⁹ Art. 10 lid 2 laatste volzin Richtlijn jo. art. 14 lid 1 Richtlijn.

¹⁸⁰ Tollenaar 2016, p. 185.

¹⁸¹ Art. 14 lid 2 Richtlijn.

¹⁸² Art. 384 lid 3 Fw.

¹⁸³ Par. 5.4.5. Van Galen meent eveneens dat niemand minder hoeft te krijgen dan de liquidatiewaarde, zie Van Galen 2015, par. 7. Zie verder par. 6.5.6.

¹⁸⁴ §245 lid 1 InsO. Zie verder par. 5.4.6.

¹⁸⁵ McCormack 2017a, p. 551.

meer het geval bij een tegenstemmende klasse. De Richtlijn schrijft echter dwingend voor dat een rechter de *best interest test* alleen toetst bij betwisting door een niet-instemmende schuldeiser of aandeelhouder.

3.3.8 *Cross class cramdown*

Wanneer in een of meer stemklassen de vereiste stemmeerderheden niet zijn behaald, komt een akkoord alleen voor homologatie door de rechter in aanmerking op voorstel van de vennootschap of met de instemming van de vennootschap.¹⁸⁶ Lidstaten mogen de verplichting tot instemming van de vennootschap beperken tot micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Dit komt precies overeen met de vereisten voor de opening van een preventieve herstructureringsprocedure.¹⁸⁷ In de considerans van de Richtlijn wordt aangegeven dat bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen zogenaamde cruciale aandeelhouders, aandeelhouders die ook na de herstructurering van de vennootschap nodig zijn (zie par. 3.3.2) vaak voorkomen en het niet wenselijk is dat een *cross class cramdown* dan van toepassing is omdat aandeelhouders hun aandelenbelang in beginsel kwijtraken bij de hierna te bespreken APR.¹⁸⁸ Een *cross class cramdown* is bij dergelijke ondernemingen daarom enkel mogelijk met instemming van de vennootschap.

De WHOA sluit aan bij de Richtlijn: de herstructureringsdeskundige als aanbieder van een akkoord mag bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen alleen met instemming van de vennootschap een verzoek tot homologatie van het akkoord indienen.¹⁸⁹ Overweging 53 van de Richtlijn bepaalt dat lidstaten moeten kunnen beslissen of onder (instemming van de) vennootschap wordt verstaan het bestuur van de vennootschap dan wel een bepaalde meerderheid van aandeelhouders. Dit laatste zou bijvoorbeeld de algemene vergadering kunnen zijn of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding. Onder de WHOA moet het bestuur instemming verlenen wanneer de deskundige niet door de aandeelhouders of de vennootschap zelf is verzocht én aandeelhouders mogen dan niet op een onredelijke wijze het bestuur belemmeren instemming te verlenen, bijvoorbeeld door te dreigen met het ontslag van bestuurders.¹⁹⁰ Aandeelhouders zouden anders op onredelijke gronden een herstructurering kunnen tegenhouden.

¹⁸⁶ Art. 11 lid 1 Richtlijn.

¹⁸⁷ Zie par. 3.3.4.

¹⁸⁸ Overweging 58 Richtlijn.

¹⁸⁹ Art. 383 lid 2 Fw.

¹⁹⁰ Art. 383 lid 2 laatste volzin Fw en MvT WHOA, p. 66. Zie verder par. 6.5.8.

Het vereiste van instemming van de vennootschap uit de Richtlijn legt veel verantwoordelijkheid bij het bestuur om zich niet onder druk te laten zetten door aandeelhouders. Dit is mijns inziens ongewenst. Waarom niet eenvoudigweg vereisen dat, wanneer een verzoek aan de rechter voor een *cross class cramdown* nodig is, de aanbieder van het akkoord hiertoe is bevoegd. Het feit dat de rechter bij de homologatie van het akkoord betrokken is, beschermt de rechten van betrokken partijen reeds voldoende. In Duitsland kan een *Sachwalter* een akkoord aanbieden waarbij de instemming van de vennootschap wel moet worden verzocht, maar voorbij kan worden gegaan aan een negatief besluit van het bestuur wanneer de vennootschap (dat wil zeggen de aandeelhouders) naar verwachting niet slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord én geen enkele schuldeiser meer ontvangt dan de hoogte van zijn vordering.¹⁹¹

De Richtlijn verplicht lidstaten in ieder geval drie voorwaarden voor een *cross class cramdown* in hun nationale wetgeving op te nemen. Een akkoord kan een tegenstemmende klasse enkel binden wanneer (i) ten minste één *in the money* schuldeisersklasse voor het akkoord heeft gestemd, (ii) voldaan is aan de *absolute priority rule* of de *relative priority rule* en (iii) leden van een stemklasse niet meer dan het volledige bedrag van hun vorderingen of belangen ontvangen of behouden.¹⁹² Deze voorwaarden zet ik hieronder uiteen.

De voorwaarden voor een *cross class cramdown* toetst de rechter niet ambtshalve. Een beslissing over de waardebeoordeling van de onderneming blijft namelijk in beginsel achterwege. De Richtlijn bepaalt dat de rechter enkel over de waardebeoordeling van de onderneming een beslissing neemt wanneer een niet-instemmende schuldeiser of aandeelhouder het akkoord betwist wegens (i) een schending van de *best interest test* of (ii) een schending van één van de voorwaarden voor een *cross class cramdown*, te weten dat ten minste één *in the money* schuldeisersklasse heeft voorgestemd.¹⁹³ Onder de WHOA toetst de rechter de *cross class cramdown* vereisten (en de waardering van de onderneming) alleen op verzoek van een niet-instemmend lid van een niet-instemmende klasse.¹⁹⁴

191 §247 lid 2 InsO. Zie verder par. 5.4.6.4.

192 Deze vereisten lijken grotendeels op de regels uit de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure. Een *cross class cramdown* is daar toegestaan indien geen sprake is van *unfair discrimination* en het akkoord *fair and equitable* is, zie art. 1129(b) US Bankruptcy Code. Zie uitgebreid over de *Chapter 11*-procedure, Tollenaar 2016, hfst. 6.

193 Art. 14 lid 1 sub b Richtlijn. Wel wordt in overweging 63 van de Richtlijn toegevoegd dat rechters, in een ander verband uit hoofde van nationaal recht, goedkeuring kunnen geven aan een waardering door een deskundige of de vennootschap.

194 Art. 384 lid 4 FW.

3.3.8.1 Eerste voorwaarde: minimaal één in the money schuldeisersklasse moet voorstemmen

De eerste voorwaarde voor een *cross class cramdown* houdt in dat (i) een meerderheid van de stemklassen voor het akkoord moet hebben gestemd dan wel (ii) ten minste één *in the money* schuldeisersklasse voor het akkoord moet hebben gestemd.¹⁹⁵ Wanneer een meerderheid van de stemklassen voor het akkoord stemt, moet ten minste één van de voorstemmende stemklassen een klasse met schuldeisers met zekerheidsrechten zijn of een klasse met schuldeisers met een hogere rang dan concurrente schuldeisers. Wanneer dit niet het geval is, moet in ieder geval één stemklasse van betrokken (of, indien het nationale recht daarin voorziet, geschade¹⁹⁶) schuldeisers voor het akkoord hebben gestemd.¹⁹⁷ Het moet dan gaan om een klasse van schuldeisers die bij de waardebepaling van de onderneming *going concern* een uitkering ontvangen, dan wel indien het nationale recht dit toestaat, een uitkering bij vereffening van het vermogen (liquidatie) ontvangen.¹⁹⁸ Met de term *going concern* waarde wordt bedoeld op wat in Nederland wordt aangeduid als de reorganisatiewaarde.¹⁹⁹ De stemklasse mag kort gezegd niet *out of the money* zijn, hetzij bij de verdeling van reorganisatiewaarde, hetzij bij de verdeling van de liquidatiewaarde.²⁰⁰ De WHOA sluit aan bij de Richtlijn op dit punt. Zij hanteert als vereiste dat ten minste één klasse voor moet hebben gestemd die bij een vereffening in faillissement *in the money* is.²⁰¹ De Duitse akkoordprocedure is slechts gedeeltelijk richtlijnconform. Zo is in Duitsland vereist dat de meerderheid van stemklassen voor moet hebben gestemd, maar niet dat deze minimaal één *in the money* klasse, een klasse met schuldeisers met zekerheidsrechten of een klasse met schuldeisers met een hogere rang dan concurrente schuldeisers moet omvatten.²⁰²

195 Art. 11 lid 1 sub b Richtlijn.

196 Schuldeisers zijn volgens overweging 54 Richtlijn geschaad indien hun vorderingen in waarde afnemen. Wat dit precies inhoudt en het verschil met ‘betrokken partijen’, is niet duidelijk.

197 Lidstaten mogen in hun wetgeving opnemen dat meer dan één stemklasse voor moet hebben gestemd, waarbij niet vereist hoeft te zijn dat het gaat om *in the money* stemklassen, zie art. 11 lid 2 laatste volzin Richtlijn en overweging 54 Richtlijn.

198 Art. 11 lid 1 sub b onder ii Richtlijn.

199 Tollenaar 2017, p. 69 en Van den Berg 2019, p. 131.

200 Tollenaar (2016, p. 285) illustreert het verschil tussen de waardes met een simpel rekenvoorbeeld: de senior schuldeisers hebben een vordering van 50, de junior schuldeisers een vordering van 20. De reorganisatiewaarde is 100, de liquidatiewaarde 20. De junior schuldeisers zijn *out of the money* bij de liquidatiewaarde, maar niet bij de reorganisatiewaarde.

201 Art. 383 lid 1 Fw en MvT WHOA, p. 66.

202 Zie par. 5.4.6.3.

De voorwaarde dat minimaal één stemklasse moet voorstemmen, komt uit de Verenigde Staten.²⁰³ In de Verenigde Staten wordt echter juist kritiek geuit op een dergelijke voorwaarde.²⁰⁴ De aanbieder van een akkoord kan worden geprikkeld stemklassen zodanig te vormen dat voldaan is aan de voorwaarde dat minimaal één stemklasse voor het akkoord stemt.²⁰⁵

3.3.8.2 Tweede voorwaarde: absolute priority rule of relative priority rule

Een akkoord tracht een hogere waarde van de onderneming te realiseren dan in geval van liquidatie of het *next best alternative*.²⁰⁶ Wat een schuldeiser of een aandeelhouder onder het akkoord ontvangt, dient te worden gebaseerd op de zogenoemde reorganisatiewaarde, de waarde die wordt gerealiseerd bij een geslaagd akkoord. Deze waardering is lastig aangezien de onderneming niet aan de markt wordt aangeboden.²⁰⁷ Er is geen sprake van een verplichte verkoop. Verschillende methoden moeten (al dan niet gecombineerd) worden gehanteerd om de waarde van de onderneming te bepalen.²⁰⁸ De Richtlijn laat de waarderingsmethoden aan de lidstaten over en geeft enkel aan dat een reorganisatiewaarde in de regel hoger is dan de liquidatiewaarde.²⁰⁹

Het staat de aanbieder van een akkoord vrij de reorganisatiewaarde volgens ‘zelf-bepaalde’ regels over de bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders te verdelen, zolang alle stemklassen instemmen met de voorgestelde verdeling. Wanneer een klasse echter tegenstemt (en aldus geen consensus bestaat²¹⁰), bevat de Richtlijn regels voor de verdeling van de reorganisatiewaarde. Lidstaten kunnen kiezen tussen twee verdelingsmechanismes: de *relative priority rule* of de *absolute priority rule*. De *relative priority rule* (hierna: *RPR*) houdt in dat het akkoord een tegenstemmende klasse van schuldeisers of aandeelhouders in ieder geval gunstiger moet behandelen dan een stemklasse met een lagere rang.²¹¹ De *absolute priority*

203 Art. 1229(a)(10) US Bankruptcy Code. In de Verenigde Staten is niet vereist dat de stemklasse *out of the money* moet zijn, maar wel dat het geen stemklasse mag zijn die bestaat uit *insiders* (personen die controle hebben in de vennootschap).

204 ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 260-261. Zie Tollenaar 2016, par. 6.12 voor meer verwijzingen.

205 Eenzelfde prikkel kan bestaan wanneer is vereist dat meerdere stemklassen moeten voorstemmen.

206 O.a. Tollenaar 2016, p. 362, Tollenaar 2017, p. 70, Psaroudakis 2018, p. 184, Veder & Mennens 2018, p. 579 en De Weijts, Jonkers & Malakotipour 2019, p. 7.

207 Baird & Bernstein 2006, p. 1943.

208 Een uiteenzetting van methoden gaat dit onderzoek te buiten. Zie voor een uiteenzetting over waarderingsmethoden van een onderneming o.a. Baird & Bernstein 2006, Crystal & Mokal 2006, par. IV en Van den Berg 2019, par. 3.4.

209 Overweging 49 Richtlijn. Zie verder Van den Berg 2019, p. 131.

210 Over het algemeen zijn partijen gebaat bij consensus, aangezien bij een *cross class cramdown* de procedure onder meer hogere kosten met zich brengt en onzekerheid over de waardering van de onderneming. Zie Seymour & Schwarcz 2019, p. 5.

211 Art. 11 lid 1 sub c Richtlijn.

rule (hierna: *APR*) vereist daarentegen dat een tegenstemmende klasse van schuldeisers of aandeelhouders volledig moet worden voldaan met dezelfde of gelijkwaardige middelen indien een lager gerangschikte stemklasse een uitkering ontvangt of een belang mag behouden onder het akkoord.²¹²

De *APR* is overgenomen uit de Verenigde Staten, hoewel de Amerikaanse wet deze term niet gebruikt.²¹³ De vraag is daar of het akkoord *fair and equitable* is.²¹⁴ Een akkoord is *fair and equitable* indien schuldeisers uit een hoger gerangschikte klasse eerst volledig worden voldaan voordat een lager gerangschikte klasse iets ontvangt én schuldeisers niet meer dan het bedrag van hun vorderingen ontvangen. Dit laatste, de niet meer dan 100%-regel, is een aparte voorwaarde voor een *cross class cram-down* onder de Richtlijn en komt hierna aan bod in paragraaf 3.3.8.3.

De Duitse akkoordprocedure kent een *APR*, alsook de Nederlandse WHOA.²¹⁵ De *RPR* is daarentegen onbekend voor de lidstaten van de Europese Unie. Ook in de literatuur, althans in Europa, is aan de *RPR* nauwelijks aandacht besteed voordat deze vrij laat (oktober 2018) in het richtlijnvoorstel werd geïntroduceerd en dan zelfs als *default* verdelingsmechanisme.²¹⁶ De *RPR* lijkt afkomstig te zijn uit het rapport van het onderzoeksproject *Contractualised distress resolution in the shadow of the law* uit 2018.²¹⁷ Toepassing van een *APR* zou volgens het rapport stimuleren dat (preferente) schuldeisers tegen een akkoord stemmen, omdat een tegenstemmende klasse volledig voldaan moet zijn voordat een lager gerangschikte klasse een uitkering mag ontvangen.²¹⁸ Het rapport acht dit ongewenst omdat: “Such dissentients would expect to free-ride on others’ sacrifice by being paid in full while those others accepted a haircut.”²¹⁹ De *RPR* voorkomt een dergelijke *hold-out* positie doordat niet is vereist dat een hoger gerangschikte klasse volledig moet worden voldaan. Voorts zou de *RPR loan to own* strategieën tegengaan waarbij investeerders in *distressed debt* een aandelenbelang verkrijgen dat hoger is dan de huidige waarde van hun vordering. De keerzijde van de *RPR* uit de Richtlijn is echter dat *out of the money* aandeelhouders hun gehele of gedeeltelijke aandelenbelang kunnen behouden zolang hoger gerangschikte tegenstemmende klassen, zoals schuldeisers met zekerheidsrechten, maar een (iets) gunstigere behandeling krijgen onder het akkoord (zie hierna). De enige toelichting vanuit de Europese wetgever voor de introductie van

212 Art. 11 lid 2 Richtlijn.

213 Zie o.a. Pachulski 1980, p. 939, Baird & Bernstein 2006, p. 1937 en Squire 2016, hfst. 7.

214 Tollenaar 2016, p. 158.

215 Zie par. 5.4.6.2 en par. 6.5.8.1. De WHOA spreekt over een eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde wanneer zij refereert aan de *APR*.

216 De Weijs, Jonkers & Malakotipour 2019, p. 1.

217 Stanghellini e.a. 2018, p. 46.

218 Stanghellini e.a. 2018, p. 46.

219 Stanghellini e.a. 2018, p. 46.

de *RPR* in de Richtlijn is dat sommige lidstaten onbekend waren met een *cross class cramdown* en zorgen uitten over de flexibiliteit van de *APR*.²²⁰ De *RPR* zou lidstaten meer flexibiliteit bieden om tegenstemmende schuldeisersklassen te beschermen.

Hieronder bespreek ik afzonderlijk de *APR* en de *RPR* met betrekking tot de positie van aandeelhouders. Bij beide verdelingsmechanismen maken aandeelhouders (indien betrokken bij het akkoord) deel uit van de verdeling van de reorganisatiewaarde. In paragraaf 6.5.8.2 ga ik uitgebreid in op de verhouding tussen het vennootschapsrecht en het insolventierecht voor de verdeling van de reorganisatiewaarde onder de WHOA. Tot slot behandel ik in deze paragraaf de gelijke behandeling tussen schuldeisers en aandeelhouders met eenzelfde rang. Dit is onderdeel van zowel de *APR* als de *RPR*.

a. Relative priority rule

De Richtlijn bevat geen invulling van de *RPR* waardoor bij toepassing ervan een klasse van aandeelhouders altijd (zonder verdere voorwaarden) een (gedeelte van het) aandelenbelang mag behouden, zolang de tegenstemmende hoger gerangschikte klasse maar gunstiger wordt behandeld. De Richtlijn vermeldt niet hoe de verschillende behandelingen met elkaar moeten worden vergeleken. Een manier om de behandeling tussen klassen te vergelijken, is te kijken naar het bedrag in absolute zin dat een klasse ontvangt.²²¹ Onder een akkoord mogen aandeelhouders dan bijvoorbeeld, ongeacht of zij *out of the money* zijn, een aandelenbelang van tien miljoen euro behouden wanneer een tegenstemmende klasse van preferente schuldeisers 10,1 miljoen euro onder het akkoord ontvangt. *Out of the money* aandeelhouders hebben hierdoor een machtige positie in de onderhandelingen over het akkoord.

Een verdeling niet conform de rangorde heeft tot gevolg dat het surplus, de meerwaarde van een herstructurering, in beginsel niet automatisch in zijn geheel naar de schuldeisers vloeit. Het is volgens sommige auteurs niet noodzakelijk en redelijk het gehele surplus te laten toekomen aan schuldeisers.²²² De vennootschap kan immers weer opleven na de herstructurering. De vennootschap is nog niet insolvent en de aandeelhouders zijn nog steeds juridisch eigenaar van het aandelenkapitaal en gerechtigd tot hetgeen resteert nadat alle schuldeisers zijn voldaan. De *APR* is in de ogen van de voorstanders van de *RPR* te absoluut om aandeelhouders aan boord te houden. De Richtlijn staat echter, zoals hierna zal blijken, afwijkingen van de *APR* toe. Een groot bezwaar tegen de onbeperkte *RPR* uit de Richtlijn is dat aandeelhouders ten koste van schuldeisers (een gedeelte van) hun aandelenbelang zouden

220 Nota van het voorzitterschap aan de Raad over het richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels, 1 oktober 2018, 12536/18, p. 5-6.

221 Zo ook De Weijs, Jonkers & Malakotipour 2019, p. 18-19.

222 Baird 2017, p. 791, Wessels & Madaus 2017, p. 333-334 en Madaus 2018, p. 622.

kunnen behouden en dit tot opportunistisch gedrag kan leiden.²²³ Dit kan juist uitmonden in vennootschappen met een te grote schuldenlast.²²⁴

De Richtlijn bevat geen toelichting op de *RPR*. Dit is opvallend.²²⁵ Verschillende auteurs die hun voorkeur uitspreken voor een *RPR* verbinden juist, min of meer met elkaar vergelijkbare, voorwaarden aan de *RPR* waaronder aandeelhouders aandelen mogen behouden: aandeelhouders moeten de mogelijkheid hebben (een gedeelte van) hun aandelenbelang te behouden of terug te verkrijgen in de toekomst wanneer alle vorderingen van de schuldeisers zijn voldaan.²²⁶ Op dat moment dient het inkomen van de vennootschap niet meer aan de schuldeisers van de vennootschap toe te komen, maar hebben de (oorspronkelijke) aandeelhouders recht op het surplus van het vermogen van de vennootschap. Hieronder bespreek ik deze voorgestelde voorwaarden voor toepassing van de *RPR*. De voorwaarden kunnen tevens onderdeel zijn van de *APR* omdat is vereist dat de schuldeisers volledig worden voldaan voordat aandeelhouders (in de toekomst) iets ontvangen of behouden. Nogmaals, de *RPR* uit de Richtlijn is onbeperkt en stelt geen voorwaarden.

Madaus betoogt dat voor een tegenstemmende klasse van aandeelhouders de *best interest test* moet gelden én de voorwaarde dat de eigendomsstructuur van de vennootschap niet wijzigt wanneer aan schuldeisers de toekomstige winst van de vennootschap toekomt.²²⁷ Schuldeisers ontvangen in zijn voorbeeld onder het akkoord preferente aandelen zonder stemrecht.²²⁸ De oorspronkelijke aandeelhouders behouden hun aandelenbelang met de volledige zeggenschap, maar ontvangen geen dividend totdat de schuldeisers hun resterende vorderingen voldaan hebben gekregen. Aangezien de eigendomsstructuur van de vennootschap niet wijzigt, is het risico beperkt dat het bestuur van een vennootschap, wellicht onder druk van haar aandeelhouders, niet tijdig een akkoordprocedure zal aanvangen. Het is mijns inziens de vraag of schuldeisers met enkel economische rechten genoeg nemen en niet tevens bepaalde zeggenschap in de vennootschap willen verkrijgen zodat zij invloed kunnen uitoefenen op het bestuur en het beleid van de vennootschap.

223 Zie met name De Weijs, Jonkers & Malakotipour 2019 en Seymour & Schwarcz 2019. Zie ook de juridische blogs van Brinkmann 2019 (<https://www.tax-legal-excellence.com/die-relative-vorrangregel-aus-art-11-1-c-der-insolvenzrichtlinie-nicht-nur-untauglich-sondern-brandgefahrlich/>) en Mennens 2019 (<https://www.law.ox.ac.uk/research-subject-groups/commercial-law-centre/blog/2019/03/puzzling-priorities-harmonisation>).

224 De Weijs, Jonkers & Malakotipour 2019, p. 15-16. Ook kan het leiden tot *forum shopping* omdat aandeelhouders een *RPR* prefereren en preferente schuldeisers een *APR*.

225 De Weijs, Jonkers & Malakotipour 2019, p. 11 e.v.

226 O.a. Madaus 2012, ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 296 e.v., Baird 2017 en Wessels & Madaus 2017, p. 335-336.

227 Madaus 2012, p. 14.

228 Zie Madaus 2013, voetnoot 29.

Een andere invulling van de *RPR* komt van Baird. Schuldeisers verkrijgen alle aandelen in de vennootschap en de bestaande aandeelhouders verkrijgen een call-optie gelijk aan de waarde van de vorderingen van deze schuldeisers.²²⁹ Met de call-optie hebben de bestaande aandeelhouders na een aantal jaar, bijvoorbeeld drie jaar, de mogelijkheid de aandelen van de schuldeisers te verkrijgen.²³⁰ Wanneer de vennootschap financieel gezond is op het moment dat de call-optie mag worden uitgeoefend en de vorderingen van de schuldeisers zijn voldaan, hebben de oorspronkelijke aandeelhouders hun investering terug. Baird noemt als voordeel hierbij dat een waardering van de onderneming op het moment van de herstructurering achterwege kan blijven.²³¹

Hierop voortbouwend, een commissie van de *American Bankruptcy Institute* heeft in de Verenigde Staten een meer gedetailleerd voorstel ontwikkeld als een uitzondering op de *APR*, een zogenaamd *Equity Retention Plan*.²³² Het voorgestelde *Equity Retention Plan* geldt enkel voor kleine en middelgrote ondernemingen. De bestaande aandeelhouders behouden of verkrijgen (afhankelijk van de vraag of zij reeds gewone aandelen houden) hun aandelenbelang in de vorm van gewone aandelen. Deze aandelen geven recht op vijftien procent van enig dividend. De bestaande aandeelhouders behouden de volledige zeggenschap, behalve over een aantal bijzondere besluiten (zoals een dividendbesluit). De concurrente schuldeisers verkrijgen een preferent aandelenbelang dat een economisch belang van 85 procent vertegenwoordigt. Zij hebben geen zeggenschap in de vennootschap, behalve zeggenschap over de bijzondere besluiten. Als stimulans dat de bestaande aandeelhouders betrokken blijven bij de vennootschap, worden de preferente aandelen na vier jaar omgezet in 85 procent van de gewone aandelen, hetgeen een verwatering oplevert van de houders van de gewone aandelen. Dit kunnen laatstgenoemden voorkomen door het nominale bedrag van het preferente aandelenbelang (gelijk aan de hoogte van de vorderingen) dan te kopen.²³³ De bedragen van dividenduitkeringen die de concurrente schuldeisers als preferente aandeelhouders hebben ontvangen tijdens de vier jaar of hetgeen zij verder hebben ontvangen onder het akkoord, worden afgetrokken van de hoogte van hun vorderingen.²³⁴

229 Baird 2017, p. 795.

230 Baird 2017, p. 815.

231 Baird 2017, p. 812.

232 ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 296 e.v.

233 Zie verder Wessels & De Weijs 2015, par. 5.2, Tollenaar 2016, par. 6.14 en Wessels & Madaus 2017, p. 291.

234 ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 298.

b. Absolute priority rule

De *APR* is een ander mechanisme om de reorganisatiewaarde onder de bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders te verdelen. De *APR* geldt bij de WHOA en de Duitse akkoordprocedure. Bij toepassing van de *APR* raken aandeelhouders in beginsel hun aandelenbelang kwijt²³⁵ aangezien het niet waarschijnlijk is dat alle vorderingen van de schuldeisers van een vennootschap in financiële nood volledig met dezelfde of gelijkwaardige middelen zullen worden voldaan. De invulling van het concept dat vorderingen volledig worden voldaan, bijvoorbeeld het tijdstip van betaling, is ter beoordeling aan de lidstaten.²³⁶ Lidstaten mogen voorts zelf de keuze van gelijkwaardige middelen bepalen. Zo mag in Duitsland een schuldeiser nooit, ook niet wanneer hij zich bevindt in een klasse die voor het akkoord heeft gestemd, tegen zijn zin aandelen ontvangen onder het akkoord.²³⁷ Dit heeft te maken met de negatieve vrijheid van vereniging: een schuldeiser kan in beginsel niet worden gedwongen aandelen te nemen in de vennootschap.²³⁸ Onder de WHOA heeft een lid uit een tegenstemmende klasse de keuze tussen een uitkering anders dan in contanten of een uitkering in contanten ter hoogte van het bedrag dat hij bij een vereffening van het vermogen in faillissement zou ontvangen.²³⁹ Een tegenstemmende schuldeiser in een voorstemmende klasse kan wel tegen zijn wil aandelen verkrijgen onder de WHOA.

De *APR* respecteert de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap, de *RPR* daarentegen niet. Vooral Madaus uit kritiek op de *APR*. Hij duidt op het onderscheid tussen de liquidatie (*going concern*) en de herstructurering van de onderneming. Bij een herstructurering bestaat volgens Madaus geen reden de *APR* toe te passen.²⁴⁰ De *APR* is niet ontworpen voor herstructurering, maar bepaalt de rangorde bij liquidatie van de vennootschap, ofwel liquidatie in het insolventierecht ofwel liquidatie in het vennootschapsrecht wanneer de vennootschap wordt ontbonden en vereffend. Bij een herstructurering blijft de vennootschap echter juist bestaan.

235 Dit geschiedt door een kapitaalvermindering, zie par. 2.5.1.5.

236 Overweging 55 Richtlijn.

237 §225a lid 2 tweede volzin InsO.

238 Art. 11 EVRM. Zie par. 3.5 over de (negatieve) verenigingsvrijheid.

239 Art. 384 lid 4 sub b Fw. Zie verder par. 6.5.8.4.

240 Madaus 2011, Madaus 2013 en Madaus 2018. Een ander argument dat Madaus (Madaus 2012, p. 8) aanvoert, is dat de aandeelhouders en de schuldeisers beslissen over een herstructurering van de vennootschap en het realiseren van een surplus. De schuldeisers beslissen of zij de schuldenlast van de vennootschap willen verlichten (*creditors' choice*) en de aandeelhouders bepalen of de vennootschap wordt voortgezet (*shareholders' choice*). Het uitgangspunt in Duitsland is dat de vennootschap wordt ontbonden wanneer een insolventieprocedure (waaronder een dwangakkoordprocedure valt) wordt geopend, zie §60 lid 1 sub 4 GmbHG. De algemene vergadering besluit over de voortzetting van de vennootschap na opening van een insolventieprocedure. Dit is bijv. niet het geval in Nederland.

Het aandelenbelang van aandeelhouders verandert niet op het moment dat een insolventieprocedure is geopend. Dit vindt pas plaats bij de daadwerkelijke ontbinding van de vennootschap en niet bij een preventieve herstructureringsprocedure.²⁴¹ Het is volgens Madaus niet juist enkel naar de economisch waarde van een aandeel te kijken omdat zeggenschapsrechten niet afhankelijk zijn van de economische waarde ervan en deze onaangetast blijven totdat de vennootschap wordt ontbonden. In feite is echter bij een preventieve herstructurering waarbij de vermogensstructuur wijzigt, sprake van een vereffening van het vermogen van de vennootschap. Het betreft een alternatieve vorm van de uitoefening van verhaalsrechten: de onderneming wordt aan de schuldeisers (en niet aan derden) verkocht. Het is mijns inziens dan ook juist dat wijzigingen kunnen optreden in het aandelenbelang van aandeelhouders onder een akkoord en aandeelhouders zelfs hun aandelenbelang kunnen verliezen.

Het is evenwel niet altijd wenselijk dat aandeelhouders hun aandelenbelang kwijtra- ken. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer hun betrokkenheid nodig is voor de voort- zetting van de (onderneming van de) vennootschap.²⁴² Deze cruciale aandeelhouder is met name aanwezig bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.²⁴³ De Weijs noemt daarnaast het risico dat een *pre-pack sale* aantrekkelijker wordt voor aan- deelhouders, evenals het verstrekken van leningen met een zekerheidsrecht daarop gevestigd om zo te omzeilen dat zij als aandeelhouders niets mogen ontvangen totdat alle hoger gerangschikte stemklassen zijn voldaan.²⁴⁴

De Richtlijn staat lidstaten die hebben gekozen voor de *APR* toe bepalingen op te nemen die afwijken van de *APR*. Afwijkingen zijn toegestaan indien deze nodig zijn voor het realiseren van de doelstellingen van het akkoord en de rechten of belan- gen van de betrokken partijen niet op een onbillijke wijze in het gedrang komen.²⁴⁵ Onder doelstellingen van het akkoord wordt mijns inziens het realiseren van de reorganisatiewaarde verstaan.²⁴⁶ Een afwijking van de *APR* kan nodig zijn om de reorganisatiewaarde te realiseren. De belangen van schuldeisers of aandeelhouders worden niet onbillijk geschaad wanneer zij niet minder ontvangen dan waar zij recht op hadden indien niet was afgeweken van de *APR*.²⁴⁷ In de considerans worden twee

241 Madaus 2013, p. 111 en Confortini 2015, p. 349.

242 Eveneens Wessels & De Weijs 2015, par. 41 en Tollenaar 2016, p. 173.

243 Zie par. 3.3.2.

244 De Weijs 2018, p. 432.

245 Art. 11 lid 2 tweede volzin Richtlijn. Naar de tekst van lid 2 is enkel een afwijking van de *RPR* toe- gestaan. Dit moet mijns inziens breder worden gelezen: ook een afwijking van de *APR* (waaronder de in de volgende paragraaf te bespreken gelijke behandeling van schuldeisers of aandeelhouders met eenzelfde rang) is mogelijk, zie overweging 56 van de Richtlijn. Zo stond het ook in de versie van het richtlijnvoorstel van december 2018.

246 Zie in het algemeen (niet specifiek gericht op de Richtlijn) hierover Tollenaar 2016, p. 290.

247 Tollenaar 2016, p. 290.

voorbeelden, zonder nadere toelichting, genoemd: aandeelhouders mogen, ook wanneer schuldeisers nog niet volledig zijn voldaan, hun aandelenbelang behouden wanneer dit billijk is en essentiële leveranciers mogen eerder dan hoger gerangschikte schuldeisers worden betaald.²⁴⁸

De afwijkingsmogelijkheid uit de WHOA komt in enigszins andere bewoordingen overeen met het vereiste dat de Richtlijn hanteert, te weten dat een redelijke grond voor afwijking moet bestaan en de belangen van de schuldeisers of de aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse niet worden geschaad.²⁴⁹ In Duitsland is de *APR* daarentegen tamelijk rigide.²⁵⁰ De volgende drie afwijkingen zijn mijns inziens onder de Richtlijn en de WHOA mogelijk waardoor aandeelhouders hun aandelenbelang (gedeeltelijk) kunnen behouden:²⁵¹

- i. Cruciale aandeelhouders mogen hun aandelenbelang behouden. Dit komt uitgebreid aan bod in paragraaf 6.5.8.3. Ik volsta hier met een korte bespreking. Zonder de cruciale aandeelhouders kan de reorganisatiewaarde niet worden gerealiseerd.²⁵² De belangen van leden van een tegenstemmende klasse worden niet geschaad omdat zij alsnog datgene krijgen waar ze recht op zouden hebben indien niet van de rangorde was afgeweken. Bij de berekening van de reorganisatiewaarde (bij afwijking van de rangorde) wordt rekening gehouden met de cruciale aandeelhouders. De inbreng van de cruciale aandeelhouders is onderdeel van de waarde van de onderneming *going concern*.²⁵³ In de considerans van de Richtlijn wordt expliciet bepaald dat vanwege cruciale aandeelhouders een *cross class cramdown* optioneel moet blijven voor micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.²⁵⁴ Cruciale aandeelhouders komen juist vaak voor bij dergelijke ondernemingen. Slechts met instemming van de vennootschap is, zoals vermeld in paragraaf 3.3.8, een *cross class cramdown* mogelijk.
- ii. Aandeelhouders die nieuwe financiering inbrengen, mogen hun aandelenbelang behouden. In feite koopt de aandeelhouder opnieuw zijn aandelenbelang en behoudt hij op die manier (gedeeltelijk) zijn aandelenbelang.²⁵⁵ Van belang is dat het gaat om een marktconforme tegenprestatie omdat aandeelhouders anders

248 Overweging 56 Richtlijn.

249 Art. 384 lid 4 sub a Fw. Zie hierover par. 6.5.8.3.

250 Zie par. 5.4.6.2.

251 In par. 6.5.8.3 bespreek ik uitgebreid de toegestane afwijkingen van de *APR* in het kader van de WHOA.

252 Cruciale aandeelhouders hebben hierdoor een sterke positie in de onderhandelingen over een akkoord.

253 Harner 2015, p. 536.

254 Overweging 58 Richtlijn.

255 Markell 1991, p. 98 betoogt dan ook dat niet zozeer sprake is van een uitzondering op de *APR* omdat schuldeisers hetzelfde bedrag krijgen.

goedkoop aandelen in de vennootschap kunnen verkrijgen en profiteren van de (kans op de) opleving van de vennootschap. Dit staat in de Verenigde Staten bekend als de *new value exception*.²⁵⁶ Overigens moeten lidstaten ervoor zorgen dat nieuw ingebrachte financiering bij een eventueel latere insolventie van de vennootschap voldoende wordt beschermd.²⁵⁷ Zo moet ten minste de nieuwe financiering dan niet nietig, vernietigbaar of niet-tegenwerpbaar kunnen worden verklaard en kan de verstrekker van de financiering niet aansprakelijk worden gesteld;

- iii. Aandeelhouders mogen hun aandelenbelang behouden indien een hoger gerangschikte klasse waarde afstaat aan de aandeelhouders. Dit heet *gifting*. Wanneer immers een stemklasse vrijwillig waarde afstaat aan een klasse van aandeelhouders (of een schuldeisersklasse) – bijvoorbeeld omdat zij weet dat (een aantal van) de aandeelhouders belangrijk zijn voor de voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap (cruciale aandeelhouders) – mag een stemklasse die zich in rang bevindt tussen de klasse die waarde afstaat en de aandeelhoudersklasse die waarde ontvangt, niet het akkoord frustreren. De tegenstemmende klasse wordt immers niet benadeeld en krijgt datgene van de reorganisatiewaarde waar zij recht op heeft.²⁵⁸ Evenals de hiervoor genoemde *new value exception* komt *gifting* uit de Verenigde Staten. Echter is *gifting*, in tegenstelling tot de *new value exception*, geen gemeengoed in de Amerikaanse rechtspraak of literatuur.²⁵⁹ De kritiek op *gifting* is dat senior schuldeisers de onderhandelingen over het akkoord te veel kunnen beïnvloeden.²⁶⁰ De medewerking van de aandeelhoudersklasse wordt als het ware gekocht.²⁶¹ Een klasse van gesecureerde schuldeisers kan bijvoorbeeld samenspannen met een klasse van aandeelhouders om samen verder te gaan zonder de klasse van ongesecureerde schuldeisers. Zij hebben baat bij een lagere waardering van de onderneming zodat de concurrente schuldeisers

256 De standaarduitspraak is daarbij; *Bank of America National Trust & Savings Ass’n v. 203 N. LaSalle St. P’ship*, 526 U.S. 434 (1999).

257 Art. 17 Richtlijn. De bescherming van nieuwe financiering en andere transacties in het kader van een preventieve herstructurering worden niet behandeld in dit onderzoek. Zie hierover bijv. Verstijnen 2017, par. 3.6. De Weijs & Baltjes (2018) zetten uiteen dat de bescherming van financiering kan leiden tot opportunistisch handelen, bijv. wanneer zekerheid wordt bedongen voor de nieuwe financiering waardoor in een later faillissement de verstrekker van financiering een hogere rangorde heeft.

258 Zie Tollenaar 2016, par. 6.14.4.

259 Zie hierover uitgebreid: ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 238-240 (“the potential abuses of gifting outweigh any benefits in class-skipping, class-discriminating, and intra-class discriminating cases”) en Beni Driss 2019.

260 ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 239. Zie ook Tollenaar 2016, par. 6.14.4, Baird 2017, p. 826-827 en Jonkers & Van Moorsel 2019, p. 949.

261 Dit zorgt ervoor dat een *cross class cramdown* (inclusief waarderingsdiscussie) van de aandeelhoudersklasse niet nodig is.

out of the money zijn en een hogere waarde van de gesecureerde schuld zodat aandeelhouders eerder een deel hiervan kunnen ontvangen. Het is volgens de tegenstanders van *gifting* aan de wetgever de rangorde te bepalen, niet aan de klasse van gesecureerde schuldeisers.²⁶²

c. Gelijke behandeling

Onderdeel van zowel de *RPR* als de *APR* is dat een akkoord schuldeisers of aandeelhouders met eenzelfde rang in beginsel niet ongelijk mag behandelen. Schuld-eisers of aandeelhouders met eenzelfde rang mogen in verschillende stemklassen worden ingedeeld. Schuldeisers of aandeelhouders binnen een stemklasse mogen niet ongelijk worden behandeld,²⁶³ maar ook tussen stemklassen van schuldeisers of aandeelhouders met eenzelfde rang is in beginsel een gelijke behandeling vereist.²⁶⁴ Overigens lijkt de Richtlijn een gelijke behandeling enkel te vereisen bij de *RPR*, aangezien de gelijke behandeling niet wordt genoemd bij de *APR*. Dit lijkt mij onjuist. Ook bij toepassing van de *APR* moet worden gewaarborgd dat leden van stemklassen met eenzelfde rang in beginsel gelijk worden behandeld.

De Richtlijn staat evenwel een ongelijke behandeling toe indien dit nodig is voor het realiseren van de doelstellingen van het akkoord en de rechten of belangen van de betrokken partijen niet op een onbillijke wijze in het gedrang komen.²⁶⁵ Zo is het mogelijk essentiële handelsschuldeisers anders te behandelen dan andere concurrente schuldeisers omdat het essentieel is dat zij ook na de herstructurering hun goederen of diensten blijven leveren aan de vennootschap.

Het kan zijn dat bepaalde schuldeisers of aandeelhouders met eenzelfde rang niet betrokken zijn bij een akkoord. De aanbieder van het akkoord moet de reden aangeven waarom hij bepaalde schuldeisers of aandeelhouders niet bij het akkoord betreft.²⁶⁶ De rechter moet toetsen of de reden voldoende is om af te wijken van een gelijke behandeling. Dit is mijns inziens dezelfde hiervoor genoemde toets om af te wijken van de gelijke behandeling tussen stemklassen met eenzelfde rang.²⁶⁷ Deze toets zorgt ervoor dat de aanbieder van een akkoord niet de regels van de *RPR* of de *APR* kan omzeilen.²⁶⁸

²⁶² Zie Beni Driss 2019, par. 3.3.2.

²⁶³ Art. 10 lid 2 sub b Richtlijn.

²⁶⁴ Art. 11 lid 1 sub c Richtlijn.

²⁶⁵ Art. 11 lid 2 tweede volzin Richtlijn.

²⁶⁶ Art. 8 lid 1 sub e Richtlijn.

²⁶⁷ Overweging 46 Richtlijn.

²⁶⁸ Van Galen pleit daarom voor een *APR* die van toepassing is op alle lager gerangschikte schuldeisers en aandeelhouders en niet alleen op de stemklassen. Zie Van Galen 2017, p. 239.

3.3.8.3 Derde voorwaarde: niet meer dan 100%-regel

De laatste voorwaarde voor een *cross class cramdown* is dat geen enkele stemklasse van betrokken schuldeisers of aandeelhouders onder het akkoord meer mag verkrijgen of behouden dan het volledige bedrag van haar vorderingen of belangen.²⁶⁹ De Duitse akkoordprocedure en de Nederlandse WHOA hebben eenzelfde criterium.²⁷⁰ Deze niet meer dan 100%-regel dient ter waarborg dat schuldeisers en aandeelhouders datgene krijgen waar zij overeenkomstig hun rang recht op hebben. Schuldeisers mogen niet meer dan het bedrag van hun vordering ontvangen. Bij aandeelhouders ligt dit anders en hoeft de 100%-regel niet per se jegens hen te gelden. Bij preferente aandelen is het percentage winst waarop de aandeelhouder recht heeft doorgaans aan de nominale waarde van de aandelen gekoppeld, maar voor houders van gewone aandelen is in principe geen maximum te noemen. Deze delen ook boven het nominale bedrag in de winst of bij hetgeen bij een vereffening resteert. In het onwaarschijnlijke geval dat alle schuldeisersklassen volledig zijn voldaan, gelden de aanspraken die aandeelhouders hebben bij deling in de winst en bij vereffening in faillissement en verkrijgen aandeelhouders conform die aanspraken het gehele ‘overschot’ van de reorganisatiewaarde.

3.3.9 Gevolgen van een gehomologeerd akkoord

Een gehomologeerd akkoord is verbindend voor alle bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders.²⁷¹ De lidstaten mogen zelf bepalen hoe om te gaan met onbekende schuldeisers of aandeelhouders of schuldeisers met toekomstige vorderingen.²⁷² Aandeelhouders zullen bekend zijn doordat vennootschappen een aandeelhoudersregister moeten bijhouden.

3.3.10 Rechtsmiddelen

De Richtlijn schrijft geen dwingende beroepsmogelijkheid voor, enkel dat wanneer lidstaten beroepsmogelijkheden opnemen in hun nationale wetgeving hoger beroep tegen de beslissing tot homologatie van het akkoord of de afwijzing ervan, wordt ingesteld bij een hogere rechterlijke instantie.²⁷³ Een hoger beroep schorst in beginsel niet de implementatie van het akkoord. De lidstaten mogen de beroepsgronden

²⁶⁹ Art. 11 lid 1 sub d Richtlijn.

²⁷⁰ §245 lid 2 sub 1 en lid 3 sub 1 InsO. In de WHOA staat het vereiste niet expliciet, zie par. 6.5.8.1.

²⁷¹ Art. 15 Richtlijn.

²⁷² Overweging 64 Richtlijn.

²⁷³ Art. 16 Richtlijn. In de richtlijnversie uit 2016 was een verplicht rechtsmiddel nog wel opgenomen. Dit is wegens (waarschijnlijk) politieke redenen geschrapt.

bepalen of beperken.²⁷⁴ Hoger beroep is mogelijk in Engeland.²⁷⁵ Dit is eveneens het geval in Duitsland, zij het dat hoger beroep enkel is toegestaan wanneer de appellant aannemelijk kan maken dat hij door het akkoord in een wezenlijk slechtere positie komt te verkeren dan zonder het akkoord.²⁷⁶ De WHOA sluit daarentegen beroep geheel uit.²⁷⁷ Dit is mijns inziens niet wenselijk. Een akkoord kan immers tegen de wil van schuldeisers en aandeelhouders hun rechten en belangen wijzigen. Hier ga ik in paragraaf 6.5.10 uitgebreid op in.

3.3.11 Aandeelhoudersrechten

In het voorgaande is het preventief herstructureringsstelsel uit de Richtlijn op hoofdlijnen uiteengezet. In deze paragraaf ga ik dieper in op de positie van aandeelhouders en de uitoefening van hun rechten. Vooropstaat dat aandeelhouders niet op een onredelijke wijze de goedkeuring, de homologatie of de implementatie van een akkoord mogen dwarsbomen.²⁷⁸ Lidstaten kunnen dit doel op meerdere manieren bereiken.²⁷⁹ Zij mogen aandeelhouders bij een akkoord betrekken en hen laten stemmen over het akkoord of hen uitsluiten van de stemming.²⁸⁰ Voorts mogen lidstaten ervoor kiezen aandeelhouders überhaupt niet te betrekken bij de preventieve herstructureringsprocedure. Ik bespreek achtereenvolgens de verschillende keuzemogelijkheden. Daarna ga ik in op hoe de Richtlijn omgaat met besluiten van de algemene vergadering of de instemming van individuele aandeelhouders, die zijn vereist voor de totstandkoming of de implementatie van een akkoord.

Aandeelhouders zijn betrokken bij de procedure

Wanneer het akkoord de rechten van aandeelhouders wijzigt, zijn aandeelhouders betrokken bij de procedure. Lidstaten moeten in hun wetgeving opnemen of de bij het akkoord betrokken aandeelhouders wel of niet mogen stemmen over het akkoord.²⁸¹ Zowel in Engeland, Duitsland als Nederland stemmen aandeelhouders over een akkoord wanneer het akkoord veranderingen aanbrengt in hun rechten. De Richtlijn zwijgt over de consequenties van het uitsluiten van betrokken aandeelhouders voor de stemming over het akkoord. De Richtlijn bevat geen beperking dat de betrokken

274 Overweging 65 Richtlijn.

275 Zie par. 4.3.8 en par. 4.5.3.

276 §253 InsO.

277 Art. 369 lid 10 Fw en MvT WHOA, p. 17-18.

278 Art. 12 Richtlijn en overweging 57 Richtlijn.

279 Overweging 57 Richtlijn.

280 Een strikte implementatie van de Richtlijn in de Nederlandse wetgeving zou tot het ongewenste effect leiden dat aandeelhouders niet betrokken zijn bij een preventieve herstructureringsprocedure aangezien de Richtlijn hun betrokkenheid niet verplicht (zie art. 2 lid 1 sub 2 Richtlijn ("indien toepasselijk krachtens nationaal recht") jo. art. 12 lid 1 Richtlijn en overweging 57 Richtlijn).

281 Art. 9 lid 3 Richtlijn.

aandeelhouders die niet mogen stemmen geen bezwaar mogen maken tegen de homologatie van het akkoord en geen gebruik mogen maken van eventuele rechtsmiddelen. Het ontbreken van een beperking is mijns inziens ook gewenst omdat aandeelhouders – ook als ze van stemming zijn uitgesloten – aan het akkoord zijn gebonden. Met andere woorden, de betrokken aandeelhouder die niet mag stemmen over het akkoord, geniet dezelfde bescherming als de betrokken aandeelhouder die wel mag stemmen, zij het dat hij niet zijn stem mag uitbrengen over het akkoord.

Wanneer betrokken aandeelhouders mogen stemmen over het akkoord, brengen zij hun stem uit in een of meer stemklassen. Zij stemmen niet als algemene vergadering. De stemming kan elektronisch geschieden waardoor dit niet tot hoge kosten of vertraging van de procedure hoeft te leiden.²⁸² Indien niet alle stemklassen voor het akkoord hebben gestemd, bevat de Richtlijn *cross class cramdown* vereisten. Deze vereisten zorgen ervoor dat aan de tegenstem van een (*out of the money*) aandeelhoudersklasse voorbij kan worden gegaan. Lidstaten kunnen kiezen voor toepassing van de *absolute priority rule* of de *relative priority rule* (zie par. 3.3.8.2). Wanneer aandeelhouders echter zijn uitgesloten van stemming over het akkoord, zijn lidstaten niet verplicht de *absolute priority rule* in de verhouding tussen de schuldeisers en de aandeelhouders toe te passen.²⁸³ De *APR* werkt dan tussen schuldeisers onderling, maar niet tussen schuldeisers en aandeelhouders. Dit betekent dat een hoger gerangschikte schuldeisersklasse volledig moet worden voldaan voordat een lager gerangschikte schuldeisersklasse een uitkering mag ontvangen, maar niet voordat een aandeelhoudersklasse een uitkering mag ontvangen. Een wijziging van aandeelhoudersrechten kan kortom wel onder een akkoord, maar aandeelhouders kunnen niet tegen hun wil hun gehele aandelenbelang kwijtraken wanneer de *APR* niet van toepassing is in de verhouding tussen de schuldeisers en de aandeelhouders.

Aandeelhouders zijn niet betrokken bij de procedure

Lidstaten kunnen er ook voor kiezen aandeelhouders überhaupt niet te betrekken bij een preventieve herstructureringsprocedure.²⁸⁴ Aandeelhouders stemmen niet over een akkoord en een akkoord is niet verbindend voor hen. Lidstaten moeten dan op een andere manier ervoor zorgen dat aandeelhouders niet op onredelijke wijze de totstandkoming van een akkoord kunnen dwarsbomen. Lidstaten mogen zelf invulling geven aan het ‘dwarsbomen op onredelijke wijze’ en daarbij, volgens de Richtlijn, bijvoorbeeld rekening houden met de vraag of sprake is van een micro-, kleine of middelgrote onderneming, in hoeverre de voorgestelde herstructureringsmaatregelen raken aan de rechten van aandeelhouders en het soort aandeelhouder.²⁸⁵ In de considerans van de Richtlijn worden twee mogelijke invullingen gegeven:

282 Art. 28 Richtlijn.

283 Overweging 57 Richtlijn. Zie ook Tollenaar 2017, p. 68.

284 Art. 2 lid 1 sub 2 Richtlijn jo. art. 12 lid 1 Richtlijn en overweging 57 Richtlijn.

285 Art. 12 lid 3 Richtlijn.

dat geen onredelijke meerderheidsvereisten worden gehanteerd voor besluiten van de algemene vergadering die nodig zijn voor de totstandkoming van een akkoord (bijvoorbeeld een hoge stemmeerderheid) of dat aandeelhouders geen bevoegdheid hebben ten aanzien van herstructureringsmaatregelen die geen rechtstreekse gevolgen hebben voor hun rechten.²⁸⁶ Een alternatief kan zijn dat de rechter een *mandataire* benoemt die in plaats van de tegenstemmende aandeelhouders in de algemene vergadering mag stemmen over voor de herstructurering noodzakelijke besluiten.²⁸⁷

Ongeacht of aandeelhouders zijn betrokken bij de procedure, kunnen lidstaten ervoor kiezen dat bepaalde besluiten van de algemene vergadering niet zijn vereist voor de totstandkoming en de implementatie van een akkoord. Aandeelhouders kunnen anders door de uitoefening van hun rechten in de algemene vergadering de totstandkoming en de implementatie van een akkoord dwarsbomen. In de paragrafen 2.5-2.6 is uiteengezet welke aandeelhoudersrechten een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructureringsprocedure. In de volgende paragraaf komt aan bod welke besluiten overeenkomstig de Richtlijn niet zijn vereist. Onder de WHOA²⁸⁸ en de Duitse akkoordprocedure zijn tevens (bepaalde) besluiten van de algemene vergadering niet vereist, dit in tegenstelling tot de Engelse *scheme* en *cva*.²⁸⁹

3.3.11.1 Richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (voorheen: Tweede richtlijn vennootschapsrecht)

“The effectiveness of the process of adoption and implementation of the restructuring plan should not be jeopardised by company law.”²⁹⁰ De Richtlijn staat derhalve in artikel 32 afwijkingen toe van een aantal bepalingen uit de richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht, voorheen de Tweede richtlijn vennootschapsrecht (richtlijn 2012/30/EU).²⁹¹ De richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (hierna: richtlijn vennootschapsrecht) is van toepassing op naamloze vennootschappen en bevat regels over de oprichting van een vennootschap, het aandelenkapitaal, uitkeringen aan aandeelhouders en kapitaalverhogingen en -verminderingen. Hoewel de richtlijn vennootschapsrecht niet ziet op besloten vennootschappen, neemt dit niet weg dat lidstaten, zoals Nederland, veel regels uit

²⁸⁶ Overweging 57 Richtlijn.

²⁸⁷ Dit is mogelijk in Frankrijk, zie art. L631-9-1 Code de commerce. Zie verder Psaroudakis 2018, p. 186.

²⁸⁸ Art. 370 lid 5 Fw. Zie verder par. 6.5.11.4.

²⁸⁹ Zie par. 4.3.9 en par. 4.5.4.

²⁹⁰ Overweging 96 Richtlijn. Het woordje ‘niet’ komt niet voor in de Nederlandse vertaling van de Richtlijn. Dit is een omissie.

²⁹¹ Richtlijn 2017/1132 EU.

de richtlijn ook (vrijwillig) van toepassing hebben verklaard op besloten vennootschappen. Het zou vreemd zijn indien een akkoord aandeelhoudersrechten bij een BV eenvoudiger kan beperken dan bij een NV omdat bij het NV-recht het Unierecht van toepassing is.

Lidstaten mogen (niet: moeten²⁹²) afwijken van regels uit de richtlijn vennootschapsrecht ter zake van de volgende onderwerpen: de verplichting tot het bijeenroepen van een algemene vergadering wanneer sprake is van verlies van een belangrijk deel van het geplaatst kapitaal,²⁹³ een kapitaalverhoging, inclusief het voorkeursrecht,²⁹⁴ en een kapitaalvermindering, waaronder de intrekking van aandelen.²⁹⁵ Dit betekent dat bij een kapitaalverhoging of -vermindering, vaak onderdeel van een akkoord,²⁹⁶ een besluit van de algemene vergadering niet is vereist wanneer van die regels wordt afgeweken. Dit geldt ook voor de instemming van individuele aandeelhouders wanneer de verhoging of verlaging afbreuk doet aan de rechten van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding. De Richtlijn geeft expliciet aan dat een afwijking van de regels uit de richtlijn vennootschapsrecht het beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders onverlet laat.²⁹⁷ Aandeelhouders in eenzelfde stemklasse moeten in beginsel gelijk worden behandeld en een verschillende behandeling tussen stemklassen van aandeelhouders is in beginsel alleen toegestaan indien de stemklassen ermee instemmen.²⁹⁸

Lidstaten mogen afwijken van de bepalingen uit de richtlijn vennootschapsrecht voor zover en zolang dit nodig is om te voorkomen dat aandeelhouders de totstandkoming van het akkoord dwarsbomen door misbruik te maken van hun rechten uit de richtlijn vennootschapsrecht.²⁹⁹ Het is dus aan de lidstaten om in hun nationale regelgeving aan te geven of geheel of gedeeltelijk en voor welke periode, mag worden afgeweken van het vennootschapsrecht voor zover voortvloeiend uit de richtlijn vennootschapsrecht. Lidstaten hebben daarbij een *margin of appreciation*.³⁰⁰ Vanuit

292 Lidstaten mogen ook op een andere wijze ervoor zorgen dat hun vennootschapsrechtelijke regels een akkoord niet dwarsbomen, zie overweging 96 Richtlijn.

293 Deze verplichting bestaat in Nederland niet voor BV's.

294 Het voorkeursrecht is niet van toepassing wanneer aandelen worden uitgegeven tegen inbreng anders dan in geld. Zie Quist 2018, par. 14.2.1 die de discussie in de Nederlandse literatuur weergeeft of, in geval van een *debt for equity swap*, sprake is van inbreng in geld (verrekening van de schuld uit hoofde van de stortingsplicht met de vordering van de schuldeiser) of inbreng van de vordering als storting anders dan in geld. De meerderheid van Nederlandse auteurs meent het eerste.

295 Art. 58 lid 1, art. 68, art. 72, art. 73, art. 74, art. 79 lid 1 sub b, art. 80 lid 1 en art. 81 richtlijn 2017/1132. Art. 84 lid 4 richtlijn 2017/1132/EU duidt deze afwijkingsmogelijkheden.

296 Zie par. 2.5.1.2 en par. 2.5.1.5.

297 Art. 32 laatste volzin Richtlijn.

298 Zie par. 3.3.8.2 onder c.

299 Art. 32 Richtlijn en overweging 96 Richtlijn.

300 Overweging 96 Richtlijn.

het oogpunt van de bescherming van aandeelhouders, gelet op artikel 1 EP EVRM, zou het mijns inziens wenselijk zijn dat lidstaten de aanbieder van het akkoord verplichten aan te geven waarom van bepaalde aandeelhoudersrechten in het akkoord wordt afgeweken. Zie hierover verder paragraaf 3.4.

De mogelijkheid tot afwijking van bepalingen uit de richtlijn vennootschapsrecht is noodzakelijk omdat afwijking van de richtlijn (normaliter) slechts in bijzondere omstandigheden is toegestaan.³⁰¹ Zo kwam in de Europese rechtspraak herhaaldelijk de vraag aan de orde of een vennootschap in financiële moeilijkheden via een nationale maatregel bepaalde rechten uit de Tweede richtlijn vennootschapsrecht aan de kant mag zetten.³⁰² Het Hof van Justitie stelde allereerst voorop dat de bescherming die de Tweede richtlijn vennootschapsrecht biedt, ook geldt wanneer een vennootschap in financieel (zeer) zwaar weer is komen te verkeren. Afwijking van het Unierecht op basis van een nationale maatregel is in uitzonderlijke omstandigheden echter wel mogelijk indien sprake is van misbruik van recht, aldus het Hof. Een aandeelhouder mag zijn rechten uit de Tweede richtlijn vennootschapsrecht niet misbruiken. Dat wil zeggen dat een aandeelhouder niet ten koste van de vennootschap onrechtmatige voordelen mag verkrijgen die niet overeenkomen met het doel van de desbetreffende bepaling uit het Unierecht.³⁰³ De doelstelling van de mogelijk strijdige bepaling is derhalve van belang, te weten het waarborgen van een minimum aan bescherming voor aandeelhouders.³⁰⁴ Een aandeelhouder maakt echter geen misbruik van recht wanneer hij zich beroept op de richtlijnbeoordelingen, enkel vanwege het feit dat hij minderheidsaandeelhouder is van een vennootschap die onder een reorganisatieregeling valt, dat de reorganisatie hem ten goede is gekomen of dat hij geen gebruik heeft gemaakt van zijn voorkeursrecht.³⁰⁵ Het is dus lastig om af te wijken. Toch is in een nieuwe reeks arresten van het Europese Hof – waarvoor de

301 In Nederland komt de richtlijn niet ter sprake in de rechtspraak omtrent noodzaakfinanciering aangezien het daarbij meestal gaat om besloten vennootschappen. In 2015 was echter bij de naamloze vennootschap Cunico sprake van een dergelijke financiering. De OK bepaalde bij wijze van onmiddellijke voorzieningen dat het bestuur bevoegd was tot een aandelenuitgifte en dat het voorkeursrecht werd uitgesloten. Enkel bij het uitsluiten van het voorkeursrecht wijst de OK in één zin strijd met de richtlijn van de hand. Zie Hof Amsterdam (OK) 27 oktober 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:4379, *JOR* 2016/60 (*Cunico*), r.o. 3.13. Zie ook Eikelboom 2017, par. 7.6.2.2.

302 O.a. HvJEG 30 mei 1991, nr. 14726/89, *NJ* 1993/186 (*Karella*), HvJEU 12 maart 1996, ECLI:EU:C:1996:92, *NJ* 1997/173 (*Pafitis*), HvJEG 23 maart 2000, ECLI:EU:C:2000:150, *NJ* 2000/531 (*Diamantis*), HvJEG 12 mei 1998, ECLI:EU:C:1998:222, *NJ* 1999/239 (*Kefalas*), HvJEU 8 november 2016, ECLI:EU:C:2016:836, *NJ* 2017/302 (*Dowling e.a.*) en HvJEU 19 juli 2016, ECLI:EU:C:2016:570, *JOR* 2016/241. Het ging in deze zaken om het voorkeursrecht van aandeelhouders, een besluit tot aandelenemissie en de vermindering van de nominale waarde van aandelen.

303 HvJEG 12 mei 1998, ECLI:EU:C:1998:222, *NJ* 1999/239 (*Kefalas*), par. 28. Wanneer sprake is van een onrechtmatig voordeel is niet uiteengezet.

304 Zie verder uitgebreid Eikelboom 2017, par. 7.4 over strijdigheid met het EU-recht.

305 Bijv. HvJEU 12 maart 1996, ECLI:EU:C:1996:92, *NJ* 1997/173 (*Pafitis*), par. 70 en HvJEG 23 maart 2000, ECLI:EU:C:2000:150, *NJ* 2000/531 (*Diamantis*), par. 36.

financiële crisis vanaf 2008 de indirecte aanleiding vormde – een kentering waar te nemen. Wanneer toepassing van bepalingen uit de Tweede richtlijn vennootschapsrecht leidt tot financiële instabiliteit van de Europese Unie, is afwijking van de richtlijn soms toegestaan. Het Hof oordeelde als volgt:

“De voorschriften van de Tweede richtlijn verzetten zich dus niet ertegen dat de nationale autoriteiten in een situatie van ernstige bedreiging van de economie en het financiële stelsel van een lidstaat een uitzonderlijke maatregel (zoals de uitvaardiging van een rechterlijk bevel) nemen ten aanzien van het maatschappelijke kapitaal van een naamloze vennootschap, zonder dat de algemene vergadering van deze vennootschap daarmee heeft ingestemd, teneinde een systemisch risico te vermijden en de financiële stabiliteit van de Unie te verzekeren.”³⁰⁶

Hiermee lijkt het Hof aldus van de eerdere rechtspraak³⁰⁷ terug te komen. Ten tijde van de eerdere rechtspraak was nog geen sprake van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie, waarin de euro en het Eurostelsel werden geïntroduceerd en de daarmee verband houdende wijzigingen van Unieverdragen van kracht werden.³⁰⁸ Daar is nu wel sprake van, waardoor het in theorie mogelijk is dat eerder een financiële instabiliteit in de gehele Europese Unie kan optreden. Bij een besloten vennootschap in financiële nood is dit moeilijk denkbaar. Bij een naamloze vennootschap – geen bank- of kredietinstelling³⁰⁹ – is dit mijns inziens ook moeilijk voor te stellen. Wanneer hier geen sprake van is, geldt de ‘oude’ rechtspraak inzake misbruik van bevoegdheid onverkort.³¹⁰

Hoe dit ook zij, doordat de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie toestaat af te wijken van een aantal bepalingen uit de richtlijn vennootschapsrecht is op dit punt geen sprake meer van mogelijke strijd van het nationale recht met het Unierecht. Bovendien is het doel van de Richtlijn in zekere zin het bevorderen van de financiële stabiliteit van de Europese Unie, doordat het vrij verkeer van kapitaal en

306 HvJEU 8 november 2016, ECLI:EU:C:2016:836, *NJ* 2017/302 (*Dowling e.a.*), par. 51 en vergelijkbaar HvJEU 19 juli 2016, ECLI:EU:C:2016:570, *JOR* 2016/241, par. 88.

307 O.a. HvJEG 30 mei 1991, nr. 14726/89, *NJ* 1993/186 (*Karella*), HvJEU 12 maart 1996, ECLI:EU:C:1996:92, *NJ* 1997/173 (*Pafitis*), HvJEG 23 maart 2000, ECLI:EU:C:2000:150, *NJ* 2000/531 (*Diamantis*) en HvJEG 12 mei 1998, ECLI:EU:C:1998:222, *NJ* 1999/239 (*Kefalas*).

308 Eikelboom 2017, p. 226 wijst nog op een mogelijk andere oorzaak, namelijk de eigenwijze opstelling van Griekenland om regelgeving te handhaven die in strijd was met de Tweede richtlijn vennootschapsrecht.

309 Financiële (in)stabiliteit kan bijv. een rol spelen bij de *bail-in* van kapitaalverschaffers bij banken en andere financiële instellingen, zie richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen en de SRM-verordening.

310 Eveneens Eikelboom 2017, p. 225 en Wessels & Madaus 2017, p. 335.

daarmee samenhangend het investeringsklimaat wordt bevorderd wanneer onnodige faillissementen, ook van besloten vennootschappen, worden voorkomen.³¹¹

3.3.11.2 Andere aandeelhoudersrechten

Ook andere aandeelhoudersrechten dan die genoemd in de richtlijn vennootschapsrecht, kunnen de totstandkoming en de implementatie van een akkoord dwarsbomen. In de paragrafen 2.5 en 2.6 is beschreven welke aandeelhoudersrechten een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering. Aandeelhouders kunnen bijvoorbeeld om de bijeenroeping van een algemene vergadering verzoeken en het ontslag van een bestuurder agenderen die een akkoord wil aanbieden. Of de algemene vergadering kan tegen een ontslagbesluit stemmen terwijl het ontslag van een bestuurder nodig is om schuldeisers te bewegen in stemmen met het akkoord. Ook kan een statutenwijziging nodig zijn, bijvoorbeeld wanneer een nieuw soort aandelen wordt uitgegeven.

De Richtlijn besteedt geen aandacht aan deze andere aandeelhoudersrechten, waarschijnlijk omdat de focus ligt op de herstructurering van schulden, bijvoorbeeld door een *debt for equity swap*. Het nationale recht geldt op dit punt. In de volgende hoofdstukken bespreek ik hoe de nationale wetgeving in Engeland, Duitsland en Nederland omgaat met deze overige rechten in een preventieve herstructureringsprocedure.³¹²

3.4 Ongestoord genot van eigendom (art. 1 EP EVRM)

De vraag rijst hoe het wijzigen van aandeelhoudersrechten, waaronder de mogelijkheid dat aandeelhouders hun gehele aandelenbelang kwijtraken, zich verhoudt tot het recht op ongestoord genot van eigendom. Ik bekijk deze vraag tegen de achtergrond van artikel 1 EP EVRM en laat het gelijkkluidende artikel 17 Handvest van de grondrechten van de Europese Unie buiten beschouwing.³¹³ De toelichting bij het richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels uit november 2016 ziet geen problemen met dit grondrecht:

311 Overwegingen 1-3 Richtlijn.

312 Par. 4.3.9, par. 5.4.9 en par. 6.5.11.

313 Zie toelichtingen bij het Handvest, PbEU 2007, C 303/17, p. 23. Het belangrijkste verschil tussen beide rechtsbronnen is dat de Europese Unie (nog) geen partij is bij het EVRM. De meeste rechtspraak en literatuur op dit punt ziet echter (nog) op art. 1 EP EVRM. Zie uitgebreid over de verhouding tussen het EVRM en het Handvest; Barkhuysen & Bos 2011.

“hoewel bepaalde delen van de procedure een invloed kunnen hebben op deze rechten, zijn ze noodzakelijk en evenredig voor een snelle tenuitvoerlegging van herstructureringsplannen die de debiteuren weer levensvatbaar kunnen maken. Er zijn passende waarborgen opgenomen om de rechtmatige belangen van de partijen te beschermen tegen misbruik.”³¹⁴

De Impact Assessment bij het richtlijnvoorstel noemde als passende waarborgen onder meer de *APR* en de *best interest test*.³¹⁵ Ook in de memorie van toelichting bij het allereerste wetsvoorstel van de WHOA, het wetsvoorstel continuïteit ondernemingen II, werd summierlijk aangegeven dat de procedure geen schending van artikel 1 EP EVRM oplevert.³¹⁶

In deze paragraaf onderzoek ik of het herstructureringsstelsel uit de Richtlijn inderdaad een geoorloofde inbreuk maakt op het recht op ongestoord genot van eigendom van aandeelhouders.³¹⁷ Tevens bekijk ik of dit ook geldt voor de Nederlandse WHOA.³¹⁸ De Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures komen waar relevant aan bod. Allereerst geef ik aan waarom, ondanks het feit dat aandeelhouders bij een preventieve herstructureringsprocedure doorgaans *out of the money* zijn en zij eigenaar zijn van aandelen die niets meer waard zijn, sprake is van een inmenging in het recht op ongestoord genot van eigendom. Vervolgens bespreek ik of de drie cumulatieve vereisten waaronder een inbreuk op het eigendomsrecht van aandeelhouders is toegestaan, van toepassing zijn bij een preventieve herstructureringsprocedure.

314 Toelichting bij het richtlijnvoorstel betreffende preventieve herstructureringsstelsels (november 2016), p. 22 (in de overwegingen of bepalingen van de definitieve Richtlijn wordt hier niets over vermeld). Zie ook Commission Staff Working Document, Impact assessment, SWD (2016) 357 final, p. 165: “This impact on the right to property is considered to be proportionate to the objective of rescuing businesses and saving jobs, not the least since it has been shown that the median recovery rate for creditors may be significantly higher in case of restructuring as compared to liquidation.”

315 Commission Staff Working Document, Impact assessment, SWD (2016) 357 final, p. 70.

316 MvT wetsvoorstel continuïteit ondernemingen II (2014), p. 66-67.

317 Teneinde overlap te voorkomen, is gekozen dit grondrecht te behandelen na de Richtlijn.

318 In par. 6.2.3 bespreek ik noodzaakfinanciering i.c.m. art. 1 EP EVRM.

3.4.1 *Inmenging in eigendomsrechten van aandeelhouders*

Het EHRM hanteert een ruim eigendomsbegrip dat autonoom dient te worden uitgelegd.³¹⁹ Eigendom omvat, kort gezegd, alle rechten en claims die een economische waarde vertegenwoordigen.³²⁰ Ook een aandeel valt hieronder.³²¹ De gerechtigdheid tot een aandeel omvat niet enkel het vermogensrechtelijke aspect van een aandeel, het recht op dividend of het liquidatiesaldo, maar ook de bijbehorende (zeggenschaps) rechten: “a company share is a complex thing: certifying that the holder possesses a share in the company, together with the corresponding rights (especially voting rights), it also constitutes, as it were, an indirect claim on company assets.”³²² De bij een aandeel behorende rechten kunnen niet alleen uit de wet voortvloeien, maar ook steunen op de statuten van een vennootschap of zelfs op een aandeelhoudersovereenkomst.³²³ De statuten kunnen bijvoorbeeld rechten toekennen aan houders van prioriteitsaandelen.

Bij een preventieve herstructurering zullen betrokken aandeelhouders doorgaans *out of the money* zijn. De aandelen die zij houden, vertegenwoordigen (bijna) geen economische waarde meer. Ook dan is sprake van eigendom.³²⁴ Een aandeel omvat immers niet enkel een indirecte aanspraak op de activa van de vennootschap, maar ook de bij een aandeel behorende rechten. Een zaak uit 2017 illustreert dit.³²⁵ Een insolvente Sloveense vennootschap werd door de rechter ontbonden (met als gevolg verdwijning van de aandelen) omdat deze reeds jaren niet meer actief was.³²⁶ De vennootschap had enkel schulden en geen activa. De aandeelhouders ontvingen al vier jaar geen dividend. Een aandeelhouder klaagde dat hij zijn aandelenbelang kwijtraakte door de ontbinding. De Sloveense overheid voerde aan dat überhaupt geen sprake was van inmenging in een eigendomsrecht aangezien de aandelen niets waard meer waren. Het EHRM ging hier niet in mee en oordeelde dat wel sprake

319 Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 56. Het Nederlandse begrip eigendom is niet relevant. Een aandeel is bijv. naar Nederlands recht geen eigendom in de zin van art. 5:1 BW.

320 Zie o.a. Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 110 en Eikelboom 2017, p. 151.

321 Zie o.a. ECRM 12 oktober 1982, nr. 8588/79 en 8589/79 (*Bramelid*), EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak t. Poland*) en EHRM 6 november 2002, nr. 48553/99, *JOR* 2003/111 (*Sovtransavto Holding/Ukraine*).

322 ECRM 12 oktober 1982, nr. 8588/79 en 8589/79 (*Bramelid*), par. 1.b.

323 Schild 2012, p. 126. Eikelboom gaat een stap verder en betoogt dat wanneer een meerderheidsaandeelhouder tevens bestuurder is, de rechten die voortvloeien uit het bestuurderschap – wat een grotere mate van controle inhoudt voor de aandeelhouder – ook kunnen vallen onder het eigendomsrecht van houders van aandelen, zie Eikelboom 2017, p. 158 en par. 5.3.5.3. Dit gaat mijns inziens erg ver.

324 Een andere uitkomst zou leiden tot lastige kwesties wanneer een aandeelhouder tijdelijk *out of the money* is.

325 EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, *JOR* 2017/155 (*Lekić*). Zie ook EHRM 14 juni 2011, nr. 24096/05 (*Vefa Holding Sh.p.k. and Alimuçaj v. Albania*).

326 Op basis van de Sloveense Wet Financiële Verrichtingen van Vennootschappen kan de rechter een vennootschap ontbinden wanneer deze langdurig inactief of insolvent is.

was van een inmenging. Hoewel aandeelhouders geen (indirecte) aanspraak op het vermogen van de vennootschap meer hebben – de vennootschap had geen activa meer –, mochten de aandeelhouders de rechten verbonden aan het aandeel gewoon blijven uitoefenen. Deze rechten stonden de aandeelhouders toe deel te nemen aan het economische verkeer en waren dus van vermogensrechtelijke aard.³²⁷ Het is overigens discutabel op welke wijze aandeelhouders aan het economisch verkeer deelnemen wanneer een vennootschap al jaren inactief is. Het feit dat aandelen geen waarde vertegenwoordigen, speelt wel een belangrijke rol bij de beoordeling of de inmenging geoorloofd is.

Wanneer doet zich een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders voor? De Richtlijn en de Engelse, Duitse en Nederlandse preventieve herstructureringsprocedures faciliteren een akkoord dat aandeelhoudersrechten kan wijzigen. Dit kan gaan om een ‘tijdelijke’ wijziging, zoals het eenmalig buiten toepassing laten van bepaalde besluiten van de algemene vergadering of instemming van individuele aandeelhouders, of een meer permanente wijziging, zoals het wijzigen van het recht op dividend of bepaalde zeggenschapsrechten.³²⁸ Ook een indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten door verwatering van het aandelenbelang, met verlies van zeggenschap als gevolg, is een inmenging in het eigendomsrecht.³²⁹ Bovendien kunnen aandeelhouders hun aandelenbelang via een *cross class cramdown* kwijtraken. Dit alles leidt tot een inmenging in het recht op ongestoord genot van eigendom.

Inmenging betekent ofwel regulering (het beperken van de gebruiksmogelijkheden) van het eigendomsrecht ofwel ontneming van het eigendom.³³⁰ Het onderscheid tussen regulering en ontneming is van belang bij het hierna te bespreken proportionaliteitsvereiste. Wanneer aandeelhouders hun aandelenbelang onder een akkoord kwijtraken, is uiteraard sprake van ontneming van het eigendom.³³¹ Een duidelijke grens tussen ontneming en regulering is echter niet altijd goed te trekken.³³² Zo

327 EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, *JOR* 2017/155 (*Lekić*), par. 71. Ook het recht op het bijwonen van een algemene vergadering (een recht dat geen economische waarde vertegenwoordigt) betreft een inmenging aangezien daardoor andere rechten niet kunnen worden uitgeoefend. Zie eveneens Schild 2012, p. 126.

328 Zie par. 2.5-2.6 ten aanzien van rechten die een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering.

329 EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak t. Poland*) en EHRM 6 november 2002, nr. 48553/99, *JOR* 2003/111 (*Sovtransavto Holding/Ukraine*).

330 Art. 1 lid 1 en lid 2 EP EVRM.

331 Zie EHRM 12 december 2002, *JOR* 2003/224 (*Cesnieks*) waar het EHRM oordeelde dat geen sprake was van ontneming omdat de positie in de rechtspersoon hetzelfde bleef; een coöperatie werd omgezet in een naamloze vennootschap naar Lets recht en het coöperatieaandeel werd een NV-aandeel.

332 Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 61 en Schild 2012, p. 144.

oordeelde het EHRM in een zaak waar het aandelenbelang verwaterde van 45 procent naar minder dan één procent dat sprake was van ontneming,³³³ terwijl in een andere verwateringszaak de inmenging niet eens werd gedefinieerd als ontneming of regulering.³³⁴ In de rechtspraak van het EHRM is niet aangenomen dat de aan een aandeel verbonden rechten en belangen ook zelfstandig als een eigendomsrecht kwalificeren.³³⁵ Wanneer dit het geval zou zijn, is eerder sprake van ontneming van het eigendom. Het ontnemen van een bepaald zeggenschapsrecht is dan bijvoorbeeld een ontneming, terwijl wanneer het zeggenschapsrecht als onderdeel van een aandeel wordt gezien, sprake is van regulering. Bij een preventieve herstructurering zal regulering, een wijziging van aandeelhoudersrechten, in de regel³³⁶ van toepassing zijn wanneer alle stemklassen voor het akkoord stemmen. Bij toepassing van een *cross class cramdown* (met toepassing van een *absolute priority rule*) is sprake van ontneming omdat aandeelhouders in beginsel hun aandelenbelang kwijtraken.

3.4.2 Vereisten voor een gerechtvaardigde inmenging

Een akkoord dat rechten van aandeelhouders wijzigt, betreft een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders en is enkel geoorloofd indien hiervoor een rechtvaardiging bestaat. Het EHRM toetst volgens een vast toetsingskader of sprake is van een rechtvaardiging.³³⁷ Een arrest van het EHRM in het kader van een preventieve herstructureringsprocedure ontbreekt (nog). Uit de rechtspraak van het EHRM kan worden afgeleid dat de inmenging in eigendomsrechten gerechtvaardigd is wanneer is voldaan aan een drietal cumulatieve vereisten. De inmenging moet (i) een voldoende wettelijke basis kennen (bij wet voorzien zijn), (ii) in het algemeen belang zijn en (iii) proportioneel zijn. Deze vereisten gelden zowel voor regulering als ontneming van het eigendomsrecht, zij het dat in geval van ontneming in beginsel een schadevergoeding is vereist wil sprake zijn van een gerechtvaardigde inmenging.³³⁸ Hieronder onderzoek ik aan de hand van de drie rechtvaardigingsvereisten of de inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures geoorloofd is.

333 EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak t. Poland*).

334 EHRM 6 november 2002, nr. 48553/99, *JOR* 2003/111 (*Sovtransavto Holding/Ukraine*). Zie ook Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 62.

335 Zie ook Schild 2012, p. 169 en A-G Timmerman, in zijn conclusie voor HR 23 maart 2012, ECLI:NL:HR:2012:BV1056, *JOR* 2012/141 (*e-Traction*).

336 Behalve wanneer aandeelhouders hun aandelenbelang kwijtraken en een meerderheid binnen een aandeelhoudersklasse(n) hiermee instemt.

337 Zie o.a. Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 62, Schild 2012, p. 126 en Eikelboom 2017, p. 149. Het toetsingskader geldt ook deels bij inmengingen in andere rechten uit het EVRM.

338 Schild 2012, p. 143.

3.4.2.1 Voorzien-bij-wet

Allereerst moet de inmenging bij wet voorzien zijn.³³⁹ Er moet sprake zijn van een voldoende wettelijke basis. Onder wet wordt tevens vaste jurisprudentie (van lidstaten) verstaan.³⁴⁰ Zo is bijvoorbeeld de inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders in het kader van noodzaakfinanciering in de rechtspraak ontwikkeld.³⁴¹ Het voorzien-bij-wet vereiste is van belang gelet op het rechtszekerheidsbeginsel en het verbod van willekeur.³⁴² In hoeverre kon een aandeelhouder de inmenging in zijn eigendomsrecht verwachten? Een voldoende wettelijke basis voor een inmenging acht het EHRM van groot belang. De toets is streng, althans strenger dan bij de andere twee rechtvaardigingsvereisten.³⁴³ De wettelijke basis voor de inmenging moet voldoende *precise, foreseeable* en *accessible* voor aandeelhouders zijn.³⁴⁴

De *precision* en *foreseeability* hebben betrekking op het feit dat nationale overheden de inmenging in het eigendomsrecht met voldoende precisie moeten vastleggen zodat rechtssubjecten, zoals aandeelhouders, hun gedrag hierop kunnen aanpassen.³⁴⁵ Een zekere mate van discretionaire bevoegdheid en open normen zijn toegestaan, zolang de inmenging maar bij wet te voorzien is en de open norm geen willekeur met zich brengt.³⁴⁶ De Richtlijn bevat een aantal ruime bevoegdheden en vage normen – bijvoorbeeld dat ingrijpen in bepaalde zeggenschapsrechten alleen mag voor zover dit nodig is voor de totstandkoming van een preventieve herstructurering³⁴⁷ en dat aandeelhouders niet op onredelijke wijze een preventieve herstructurering mogen tegenhouden – maar het is duidelijk dat een preventief herstructureringsakkoord rechten van aandeelhouders kan wijzigen.³⁴⁸ Dit is eveneens het geval bij de Engelse, Duitse en Nederlandse preventieve herstructureringsprocedures. In de nationale wetgeving van deze landen is opgenomen dat een akkoord aandeelhoudersrechten kan wijzigen en in de Duitse akkoordprocedure en de WHOA ook wanneer (bepaalde) besluiten van de algemene vergadering niet zijn vereist. Dit is mijns inziens voldoende voorzienbaar en precies. Dat nog open is welke rechten in een concreet akkoord kunnen worden beperkt,³⁴⁹ staat hier mijns inziens niet aan in de weg.³⁵⁰ In het kader van het

339 Zie hierover o.a. Schild 2012, par. 4.2.4.1 en Eikelboom 2017, par. 5.4.1.

340 Niesink 2010, p. 100.

341 Zie par. 6.2.3.

342 Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 62.

343 EHRM 8 november 2005, nr. 4251/02 (*Saliba t. Malta*), par. 37. Zie verder Schild 2012, p. 127 e.v.

344 Bijv. EHRM 8 november 2005, nr. 4251/02 (*Saliba t. Malta*), par. 37.

345 Schild 2012, p. 128 en Eikelboom 2017, p. 165.

346 Bijv. EHRM 25 maart 1983, nr. 947/72 (*Silver e.a. t. Verenigd Koninkrijk*), par. 88.

347 Art. 32 Richtlijn.

348 Art. 12 Richtlijn.

349 Bij noodzaakfinanciering is dit duidelijker aangezien noodzaakfinanciering ziet op enkel de aandelenuitgifte en het voorkeursrecht, zie par. 6.2.

350 Zie voor eenzelfde lijn, Schild 2012, p. 130.

derde rechtvaardigingsvereiste (het proportionaliteitsvereiste) kunnen aandeelhouders aanvoeren dat de inmenging niet noodzakelijk of redelijk is.³⁵¹

De *accessibility* ziet op de vraag of een aandeelhouder de mogelijkheid heeft de inhoud van de norm te kennen.³⁵² De aandeelhouder moet, al dan niet via een specialist, op de hoogte van de mogelijkheid tot inmenging in zijn eigendomsrecht kunnen zijn. Hier is snel sprake van. Dit is het geval wanneer de preventieve herstructureringsprocedure in een wet is opgenomen en de wet is bekendgemaakt op een wijze die tot effectieve publiciteit leidt.³⁵³ Dit is het geval bij de Engelse, Duitse en Nederlandse procedures.

Tot slot speelt bij het voorzien-bij-wet criterium ook de aanwezigheid van procedurele waarborgen een rol.³⁵⁴ Dit aspect wordt soms ook in het kader van het derde rechtvaardigingsvereiste behandeld.³⁵⁵ Wanneer aandeelhouders betrokken zijn bij een preventieve herstructureringsprocedure en derhalve sprake is van een inmenging in hun eigendomsrecht, worden de aandeelhouders van het bestaan van de procedure op de hoogte gebracht en worden zij voor de stemvergadering uitgenodigd. Ook wanneer lidstaten betrokken aandeelhouders van stemming uitsluiten – dit is niet het geval in Engeland, Duitsland of Nederland –, hebben zij de mogelijkheid hun bezwaren tegen de homologatie van het akkoord kenbaar te maken en mogen zij (afhankelijk van het nationale recht³⁵⁶) in hoger beroep gaan tegen de beslissing tot homologatie. Enkel een rechter mag beslissen over de homologatie van een akkoord.³⁵⁷ Dit biedt mijns inziens voldoende procedurele waarborgen voor aandeelhouders.

3.4.2.2 Algemeen belang

Het tweede vereiste is gelegen in het algemeen belang.³⁵⁸ Bij de beoordeling of een inmenging in het algemeen belang is, hebben lidstaten een ruime *margin of appreciation*. De nationale overheden kunnen het beste beoordelen of een inmenging in het algemeen belang is.³⁵⁹ In de regel neemt het EHRM het algemeen belang dan ook

351 Zie Schild 2012, p. 133.

352 Schild 2012, p. 130.

353 Rechtspraak kan ook een wettelijke basis vormen, mits de rechtspraak openbaar is.

354 Bijv. EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, *JOR* 2017/155 (*Lekić*), par. 98 en HR 22 oktober 2010, ECLI:NL:HR:2010:BL1943, *NJB* 2010, 2018, r.o. 3.4.2.

355 Schild 2012, p. 132-133. Bovendien is de afbakening met de processuele waarborgen uit art. 6 EVRM niet altijd helder.

356 Zie par. 3.3.10.

357 Bij de Engelse *cva* is in beginsel geen rechter betrokken bij de procedure, zie par. 4.5. Aandeelhouders hebben de mogelijkheid de *cva* aan te vechten bij de rechter.

358 O.a. Schild 2012, par. 4.2.4.2 en Eikelboom 2017, par. 5.4.2.1.

359 Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 67.

aan, tenzij een redelijke grond evident ontbreekt.³⁶⁰ Het EHRM is terughoudend in zijn toetsing omdat de invulling van het begrip algemeen belang doorgaans afhankelijk is van economische en sociale doelstellingen, die uiteraard per land kunnen verschillen. Of de inmenging in het algemeen belang is, betreft dan ook niet zozeer een juridische maar eerder een politieke vraag.³⁶¹ Het ligt mijns inziens in de rede dat gelet op het voorgaande een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders in het algemeen belang is bij een preventieve herstructureringsprocedure. De doelstellingen die de Richtlijn noemt, zoals het bijdragen aan een goed functioneren van de interne markt, het voorkomen van onnodige insolventies van levensvatbare ondernemingen (en daarmee het verlies van banen) en het bevorderen van handel en investeringen,³⁶² zijn een invulling van het algemeen belang. Ook de Engelse, Duitse en Nederlandse preventieve herstructureringsprocedures passen binnen het algemeen belang vereiste. Vennootschappen met een levensvatbare onderneming kunnen met behulp van de procedures hun schulden herstructureren teneinde insolventie te voorkomen.

3.4.2.3 Proportionaliteit

Tot slot moet de inmenging in het eigendomsrecht proportioneel zijn.³⁶³ Dit betekent dat een *fair balance* moet bestaan tussen het algemeen belang dat aan de inmenging ten grondslag ligt en de bescherming van het eigendomsrecht van aandeelhouders. Op aandeelhouders mag geen *excessive burden* rusten, dat wil zeggen dat op aandeelhouders geen onevenredige last mag liggen bij de nastreving van het algemeen belang.³⁶⁴ Het nagestreefde doel en de gebruikte middelen moeten in een redelijke verhouding tot elkaar staan.³⁶⁵ In hoeverre aandeelhouders aanspraak kunnen maken op een vergoeding voor de inmenging in hun eigendomsrecht is daarbij van belang.³⁶⁶ Het EHRM toetst de *fair balance* doorgaans terughoudend.³⁶⁷ Lidstaten

360 Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 63 en Eikelboom 2017, p. 147. Zie ook EHRM 11 januari 2007, nr. 73049/01, NJ 2008/534 (*Anheuser-Busch Inc. t. Portugal*) m.nt. Gielen.

361 Schild 2012, p. 136. Een inmenging kan zelfs in het algemeen belang zijn wanneer een nationale wet (zoals een schuldsaneringsregeling) enkel in het belang van de schuldenaar zelf is en niet van direct nut voor de gemeenschap in het algemeen, maar de wet wel legitieme sociale en economische doelstellingen dient, zie EHRM 20 juli 2004, nr. 37598/97, NJ 2005/479 (*Bäck t. Finland*), par. 60.

362 Overwegingen 1-3 Richtlijn.

363 Zie o.a. Schild 2011, Schild 2012, par. 4.2.4.3 en Eikelboom 2017, par. 5.4.3.

364 EHRM 23 september 1982, nr. 7151/75, NJ 1988/290 (*Sporrong en Lönnroth t. Zweden*).

365 EHRM 5 januari 2000, nr. 33202/96, NJ 2000/571 (*Beyeler t. Italië*).

366 EHRM 15 november 2005, nr. 44302/02 (*J. A. Pye (Oxford) Ltd t. Verenigd Koninkrijk*).

367 Het EHRM toetst wel streng bij zogenoemde absolute rechten (rechten die zien op de menselijke waardigheid), zie Schild 2012, p. 137.

komt, evenals bij het tweede vereiste, een ruime *margin of appreciation* toe.³⁶⁸ De beoordelingsruimte voor lidstaten is echter beperkter wanneer sprake is van ontneming van eigendom. Dit komt later in deze paragraaf aan bod.

De financiële situatie van de vennootschap bepaalt mijns inziens in grote mate of sprake is van een *fair balance* bij een preventieve herstructureringsprocedure.³⁶⁹ Naarmate een vennootschap in financieel slechter weer verkeert, weegt het algemeen belang dat ten grondslag ligt aan de inmenging zwaarder dan bescherming van het eigendomsrecht van aandeelhouders (en schuldeisers). Zo oordeelde het EHRM bijvoorbeeld in een zaak waarbij als gevolg van een aandelenuitgifte het aandelenbelang van een bestaande aandeelhouder sterk verwaterde, dat geen sprake was van schending van de *fair balance* omdat daardoor onder meer het faillissement van de bank werd voorkomen.³⁷⁰

De Richtlijn heeft als insolventiecriteria dat sprake moet zijn van een dreigende insolventie (*likelihood of insolvency*).³⁷¹ 'Dreigende insolventie' is naar het nationale recht van de lidstaten uit te leggen. De WHOA vereist bijvoorbeeld dat het redelijkerwijs aannemelijk moet zijn dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan.³⁷² Een vergelijkbaar criterium hanteert de Duitse akkoordprocedure.³⁷³ Een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders is dan gerechtvaardigd omdat zonder de preventieve herstructurering naar alle waarschijnlijkheid insolventie volgt en de doelstellingen van een preventieve herstructureringsprocedure falen. Bij een dergelijk criterium van financiële nood zullen aandeelhouders doorgaans (grotendeels) *out of the money* zijn.³⁷⁴ De *best interest test* waarborgt dat aandeelhouders in ieder geval niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord. De Engelse *scheme* en *cva* hanteren overigens geen financieel criterium. Een *cross class cramdown* is in Engeland echter naar huidig recht niet mogelijk.³⁷⁵

368 Schild 2012, p. 137 en Eikelboom 2017, p. 169.

369 O.a. EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak t. Poland*), EHRM 20 juli 2004, nr. 37598/97, *NJ* 2005/479 (*Bäck t. Finland*), par. 69 en EHRM 10 juli 2012, nr. 34940/10 (*Graigner t. Verenigd Koninkrijk*). Zie ook Eikelboom in zijn annotatie bij EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, *JOR* 2017/155 (*Lekić*) en par. 124 van het arrest zelf.

370 EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak t. Poland*).

371 Art. 4 lid 1 Richtlijn.

372 Zie par. 6.5.2.1.

373 Zie par. 5.4.2.3.

374 EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, *JOR* 2017/155 (*Lekić*), par. 124.

375 De Engelse rechter oordeelde herhaaldelijk dat de rechtvaardigingsvereisten voor inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders aanwezig zijn bij een *scheme* "provided that the law does not create such inequality that one person could be arbitrarily and unjustly deprived of property in favour of another." Zie *re Equitable Life Assurance Society* (2002) EWHC 140 (Ch) en *re Waste Recycling Group plc* (2003) EWHC 2065 (Ch). Zie verder Pilkington 2017, p. 134-135.

Noodzakelijkheid van de inmenging

Het gegeven dat een aandeelhouder *out of the money* is, betekent echter niet dat daarvoor altijd iedere inmenging in zijn eigendomsrecht proportioneel is. De inmenging mag niet verder gaan dan noodzakelijk is om het doel te bereiken; de inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders moet met andere woorden noodzakelijk zijn voor de totstandkoming van een akkoord.³⁷⁶ Zo zal de aanbieder van een akkoord in het akkoordvoorstel de financiële situatie van de vennootschap uiteen moeten zetten en onderbouwen op welke manier een inmenging in de rechten van aandeelhouders en schuldeisers bijdraagt aan een herstructurering zodat insolventie naar alle waarschijnlijkheid wordt voorkomen.³⁷⁷ De *best interest test* biedt daarbij een minimumwaarborg aan de tegenstemmende minderheid binnen de stemklassen. In de WHOA en de Duitse akkoordprocedure is de *best interest test* opgenomen.³⁷⁸

Wanneer niet alle stemklassen voorstemmen, moet voldaan zijn aan de *cross class cramdown* vereisten. Het gaat dan voor de inmenging met name om de *absolute priority rule* (APR). In de WHOA en de Duitse akkoordprocedure is de APR opgenomen. Lidstaten mogen evenwel kiezen voor de *relative priority rule* (RPR). Deze laatste regeling laat ik hier buiten beschouwing: aandeelhouders kunnen eenvoudiger hun aandelenbelang behouden. De Richtlijn stelt immers geen nadere vereisten voor de RPR, enkel dat een hoger gerangschikte stemklasse in ieder geval een betere behandeling moet krijgen dan een aandeelhoudersklasse.³⁷⁹ Bij toepassing van de APR raken aandeelhouders in beginsel hun aandelenbelang kwijt wanneer hoger gerangschikte stemklassen niet volledig zijn voldaan. Er is dan sprake van ontneming van het eigendomsrecht van aandeelhouders, terwijl indien alle stemklassen instemmen (vaak) sprake is van regulering van het eigendomsrecht. Het is echter niet altijd noodzakelijk voor de totstandkoming van een akkoord dat aandeelhouders niet hun aandelenbelang mogen behouden. De Richtlijn staat afwijkingen van de APR toe indien dit nodig is voor het realiseren van de doelstellingen van het akkoord en de rechten of belangen van de betrokken partijen niet op een onbillijke wijze in het gedrang komen.³⁸⁰ Ook de WHOA bevat een vergelijkbare afwijkingsmogelijkheid.³⁸¹ Zo mogen aandeelhouders hun aandelenbelang (deels) behouden wanneer het, kort gezegd, gaat om cruciale aandeelhouders, sprake is van *gifting* of aandeelhouders nieuwe financiering inbrengen.³⁸² Gaat het om cruciale aandeelhouders dan is het zelfs noodzakelijk dat zij hun aandelenbelang behouden. De herstructurering

376 Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005, p. 23 en Schild 2011.

377 Art. 8 lid 1 Richtlijn. Zie ook Schmidt-Preuß 2016, p. 1271 die aangeeft dat een *debt for equity swap* in het kader van een herstructurering een geschikt middel is.

378 Art. 384 lid 3 Fw en §251 InsO.

379 Zie par. 3.3.8.2 onder a.

380 Art. 11 lid 2 tweede volzin Richtlijn. Zie par. 3.3.8.2 onder b.

381 Zie par. 6.5.8.3.

382 Zie par. 3.3.8.2 onder b.

kan anders geen doorgang vinden. Of aandeelhouders bij een aandelenuitgifte aandelen mogen kopen (en daarmee in feite hun eigen aandelenbelang terugkopen) en zo ja, hoeveel, hangt af van de vraag of schuldeisers dan nog wel bereid zijn mee te werken aan een *debt for equity swap*.³⁸³ Schuldeisers kunnen geen interesse hebben in het verkrijgen van aandelen wanneer zij met dit aandelenbelang geen (vergaande) invloed kunnen uitoefenen binnen de geherstructureerde vennootschap. Dit zal per akkoord moeten blijken.³⁸⁴

Vergoeding

Een eventuele vergoeding voor de inmenging in het eigendomsrecht is relevant bij de vraag of de inmenging proportioneel is.³⁸⁵ Bij een gehele ontneming van het eigendomsrecht is, in tegenstelling tot een regulering, een vergoeding in beginsel altijd vereist om te voldoen aan een *fair balance*.³⁸⁶ De marktwaarde, de daadwerkelijke economische waarde van het eigendom, bepaalt in beginsel de hoogte van de vergoeding. Een *out of the money* aandeelhouder zal geen vergoeding ontvangen; zijn aandelen vertegenwoordigen immers geen economische waarde.³⁸⁷ De *best interest test* waarborgt dat een aandeelhouder of een schuldeiser ten minste ontvangt wat hij in een (*piecemeal* of *going concern*) liquidatie (of bij het *next best alternative*) zou ontvangen.³⁸⁸ Wanneer *in the money* schuldeisers of aandeelhouders minder dan de liquidatiewaarde ontvangen zonder daarvoor een vergoeding te krijgen, is de inmenging niet rechtmatig.³⁸⁹

Tot slot een afsluitende opmerking in het kader van het proportionaliteitsvereiste: de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie staat lidstaten toe in hun wetgeving af te wijken van een aantal bepalingen uit de richtlijn vennootschapsrecht.³⁹⁰ Hierdoor zijn bepaalde besluiten van de algemene vergadering of toestemmingen van individuele aandeelhouders niet vereist. Afwijkingen zijn toegestaan voor zover

383 Simon & Merkelbach 2012, voetnoot 53 en Gleußner 2015, p. 184 in het kader van het in art. 14 Grundgesetz neergelegde recht op ongestoord genot van eigendom.

384 Zie hierover uitgebreider par. 6.5.8.3.

385 Schild 2012, p. 145 en Eikelboom 2017, par. 5.4.3.3.

386 Zie bijv. EHRM 9 december 1996, nr. 13092/87 en 13984/88, *NJ* 1996/374, par. 71. Zie voorts Schild 2012, p. 143. Het eigen (negatieve) gedrag van een aandeelhouder kan ook invloed hebben op de omvang van de compensatie, zie EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak/Poland*).

387 Zie bijv. EHRM 10 juli 2012, nr. 34940/10 (*Graigner t. Verenigd Koninkrijk*), par. 40 en EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, *JOR* 2017/155 (*Lekić*), par. 124. Zie Schmidt-Preuß (2016) die betoogt dat een positieve prognose over de voortzetting van de onderneming ook moet worden meegewogen en dit aldus betekent dat een aandeelhouder wel compensatie dient te ontvangen. Toekomstige inkomsten vallen echter niet onder de bescherming van art. 1 EP EVRM.

388 Zie eveneens Veder & Mennens 2018, p. 578-579.

389 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 43 en Van Galen 2015, p. 155. Zie ook Tollenaar 2016, p. 280-281.

390 Art. 32 Richtlijn. Zie hierover par. 3.3.11.1.

en zolang dit nodig is voor de totstandkoming van een akkoord. In feite is dit een proportionaliteitstoets. Het verdient mijns inziens aanbeveling dat lidstaten de aanbieder van een akkoord verplichten in het akkoordvoorstel aan te geven waarom het nodig is dat bepaalde besluiten van de algemene vergadering of instemming van individuele aandeelhouders niet nodig zijn. Dit beperkt de kans op misbruik. In de WHOA zijn bepaalde besluiten van de algemene vergadering niet vereist voor zover en voor zolang dit nodig is.³⁹¹

3.4.3 Tussenconclusie

Een preventieve herstructureringsprocedure kan inbreuk maken op het eigendomsrecht van aandeelhouders wanneer een akkoord rechten van aandeelhouders wijzigt of hen het gehele aandelenbelang ontnemt. Een inbreuk is geoorloofd indien deze een voldoende wettelijke basis kent, in het algemeen belang is en proportioneel is. Het herstructureringsstelsel uit de Richtlijn voldoet aan deze cumulatieve vereisten. Dit geldt eveneens voor de Nederlandse WHOA.

3.5 (Negatieve) verenigingsvrijheid

Naast het recht op ongestoord genot van eigendom ex artikel 1 EP EVRM kan wellicht de vrijheid van vereniging ex artikel 11 EVRM een rol spelen bij een preventieve herstructureringsprocedure.³⁹² De vrijheid tot een vereniging toe te treden en er onderdeel van te zijn, kan in het geding zijn. Aandeelhouders kunnen immers hun aandelenbelang (gedeeltelijk) kwijtraken onder een akkoord. Het is evenwel de vraag of artikel 11 EVRM hiervoor bescherming biedt. Een vereniging in de zin van artikel 11 EVRM betreft een verband van personen.³⁹³ Het is in de rechtspraak van het EHRM niet bepaald of een besloten vennootschap een vereniging in de zin van artikel 11 EVRM is.³⁹⁴ Aan de andere kant is een kapitaalvennootschap niet uitdrukkelijk uitgesloten van het toepassingsbereik van artikel 11 EVRM.³⁹⁵

Dat aandeelhouders hun aandelenbelang kwijtraken, heeft een economische achtergrond; namelijk de waarde van de aandelen die de aandeelhouders houden. De aandeelhouders zijn juist *out of the money* – de aandelen vertegenwoordigen geen economische waarde meer – wanneer zij onder een akkoord hun aandelenbelang

³⁹¹ Art. 370 lid 5 Fw. Zie uitgebreid par. 6.5.11.4.

³⁹² Art. 11 EVRM is het equivalent van art. 12 lid 1 Handvest.

³⁹³ EHRM 12 december 2002, nr. 56400/00, *JOR* 2003/224 (*Cesnieks*).

³⁹⁴ Zie verder Eikelboom 2017, par. 6.3.1 over het toepassingsbereik van art. 11 EVRM.

³⁹⁵ EHRM 12 december 2002, nr. 56400/00, *JOR* 2003/224 (*Cesnieks*).

kwijtraken. Artikel 1 EP EVRM, en niet artikel 11 EVRM, ziet juist daarop. Een verband van goederen (en niet een verband van personen) wordt door artikel 1 EP EVRM beschermd.³⁹⁶

Wel kan de negatieve verenigingsvrijheid een rol spelen wanneer een schuldeiser tegen zijn wil aandeelhouder wordt in de geherstructureerde vennootschap als gevolg van een *debt for equity swap*. De negatieve verenigingsvrijheid is onderdeel van artikel 11 EVRM.³⁹⁷ Dit houdt in dat niemand in beginsel kan worden gedwongen toe te treden tot een vereniging. De rechtvaardigingsgrond voor een eventuele inbreuk op dit recht is beperkter dan bij artikel 1 EP EVRM. Vereist is dat de inbreuk noodzakelijk is in een democratische samenleving.³⁹⁸ Het gaat dan met name om de vraag of een *pressing social need* bestaat voor de inbreuk.³⁹⁹ Of hier sprake van is, hangt erg af van de omstandigheden van het geval. Er is weinig jurisprudentie gewezen door het EHRM over de negatieve verenigingsvrijheid. Rechtspraak over een gedwongen *debt for equity swap* bestaat niet.⁴⁰⁰ Het is mijns inziens de vraag of bij een herstructurering van een besloten vennootschap sprake is van een *pressing social need*.

De Richtlijn geeft lidstaten de vrijheid te bepalen wat onder gelijkwaardige middelen wordt volstaan om vorderingen van schuldeisers te voldoen, zoals een uitkering in de vorm van aandelen.⁴⁰¹ In Duitsland vereist de Insolvenzordnung vanwege deze negatieve verenigingsvrijheid (die ook is neergelegd in de Duitse Grondwet) dat een schuldeiser altijd moet instemmen met een *debt for equity swap* wanneer dit onderdeel van een akkoord is.⁴⁰² Onder de WHOA hoeft een schuldeiser geen *debt for equity swap* te dulden indien de meerderheid van de stemklasse hier niet mee heeft ingestemd.⁴⁰³ De negatieve vrijheid van vereniging wordt hierbij niet genoemd. Een schuldeiser kan dus wel worden gedwongen tot het nemen van aandelen wanneer hij zich in een klasse bevindt die voor het akkoord heeft gestemd. Dit zou gelet op het

396 Eveneens Schild 2012, par. 7.1 en Eikelboom 2017, p. 197.

397 O.a. EHRM 13 augustus 1981, nr. 7601/76 en 7806/77 (*Young, James & Webster v. United Kingdom*), EHRM 29 april 1999, nr. 25088/94, 28331/95 en 28443/95, NJ 1999/649 (*Chassagnou*) en EHRM 12 december 2002, nr. 56400/00, JOR 2003/224 (*Cesnieks*).

398 Art. 11 lid 2 EVRM. Voorts is vereist dat de inbreuk voorzien is bij wet en een gerechtvaardigd doel dient.

399 Eikelboom 2017, p. 192.

400 De jurisprudentie over de negatieve verenigingsvrijheid ziet met name op het verplicht lid worden van een vakbond (zie o.a. EHRM 13 augustus 1981, nr. 7601/76 en 7806/77 (*Young, James & Webster v. United Kingdom*)). Zie EHRM 29 april 1999, nr. 25088/94, 28331/95 en 28443/95, NJ 1999/649 (*Chassagnou*) voor het verplicht lid zijn van een jachtvereniging.

401 Overweging 55 Richtlijn.

402 §225a lid 2 tweede volzin InsO jo. §230 lid 2 InsO. Zie hierover verder par. 5.4.6.1.

403 Art. 384 lid 4 sub b Fw. Zie par. 6.5.8.4.

voorgaande in strijd kunnen zijn met de negatieve verenigingsvrijheid. Overigens zullen over het algemeen schuldeisers instemmen met een *debt for equity swap* omdat zij daarmee een hogere waarde ontvangen dan het geval zou zijn bij (*piecemeal of going concern*) liquidatie. Van belang kan zijn onder welke voorwaarden zij hun aandelen weer kunnen verkopen (en geld ontvangen). Dit is afhankelijk van eventuele (statutaire) blokkeringsregelingen en kwaliteitseisen voor aandeelhouders.

3.6 Conclusie

De richtlijn betreffende herstructurering en insolventie faciliteert een akkoordregeling waarmee de rechten van aandeelhouders ingrijpend kunnen worden gewijzigd en aandeelhouders zelfs hun gehele aandelenbelang kunnen kwijtraken. Vanwege de ingrijpende gevolgen voor aandeelhouders (en schuldeisers) zijn voldoende waarborgen van belang. De Richtlijn vereist een dreigende insolventie (*likelihood of insolvency*) voor het ingrijpen in aandeelhoudersrechten. Het is aan de lidstaten zelf om invulling te geven aan dit begrip. Onder *likelihood of insolvency* moet mijns inziens worden verstaan dat het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap haar schulden niet meer zal kunnen voldoen. Dit vereiste hanteert de Nederlandse WHOA. De *best interest test* dient voorts als minimumwaarborg dat een aandeelhouder of een schuldeiser in ieder geval niet slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord. Een aandeelhouder zal doorgaans *out of the money* zijn zonder een akkoord, dat wil zeggen dat hij geen uitkering zal ontvangen bij liquidatie van de vennootschap of, afhankelijk van de keuze van een lidstaat, in geval van het *next best alternative*. Dit betekent echter niet dat een akkoord aandeelhoudersrechten onbegrensd mag wijzigen, de wijziging moet wel nodig zijn voor de totstandkoming van een akkoord.

Wanneer niet alle stemklassen voor het akkoord hebben gestemd, kan het akkoord alsnog worden gehomologeerd wanneer geen (succesvol) beroep is gedaan op de voorwaarden voor *cross class cramdown*. De Richtlijn geeft lidstaten de keuze de *absolute priority rule* of de *relative priority rule* toe te passen als een van de *cross class cramdown* vereisten. Onder de *relative priority rule* – zoals voorgeschreven door de Richtlijn – kunnen *out of the money* aandeelhouders altijd hun aandelenbelang (gedeeltelijk) behouden zolang een hoger gerangschikte stemklasse maar iets gunstiger wordt behandeld onder het akkoord. Het biedt *out of the money* aandeelhouders de mogelijkheid invloed uit te oefenen op een voor hen gunstig akkoord, terwijl de Richtlijn juist beoogt te bewerkstelligen dat aandeelhouders niet op een onredelijke wijze de totstandkoming van een akkoord kunnen blokkeren. Nederland heeft, mijns inziens terecht, gekozen voor de *absolute priority rule*: aandeelhouders raken in beginsel hun aandelenbelang kwijt wanneer niet alle hoger gerangschikte klassen volledig zijn voldaan.

De Richtlijn besteedt in het bijzonder aandacht aan aandeelhouders bij micro-, kleine of middelgrote ondernemingen. Zo is bij dergelijke ondernemingen de instemming van de vennootschap vereist voor de opening van de procedure en voor de homologatie van het akkoord wanneer niet alle stemklassen met het akkoord hebben ingestemd. Aandeelhouders kunnen druk uitoefenen op het bestuur, bijvoorbeeld door te dreigen met ontslag, zodat het bestuur de instemming van de vennootschap weigert. *Out of the money* aandeelhouders hebben door dit instemmingsvereiste mijns inziens een ongewenste machtspositie.

Tot slot, de Richtlijn staat lidstaten toe af te wijken van een aantal bepalingen uit de richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht, voor zover en voor zolang dit nodig is voor de totstandkoming van een akkoord. Bepaalde besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, zoals een besluit tot kapitaalvermindering of -verhoging, en de instemming van individuele aandeelhouders zijn hierdoor niet vereist.

Hoofdstuk 4

AANDEELHOUDERS EN PREVENTIEVE HERSTRUCTURERINGEN: ENGELAND

4.1 Inleiding

Engeland kent twee procedures waarbinnen een preventieve herstructurering mogelijk is: de *scheme of arrangement* (*scheme*) en de *company voluntary arrangement* (*cva*). In dit hoofdstuk worden beide procedures onderzocht. De focus ligt daarbij op de positie van aandeelhouders binnen deze procedures en de mogelijke wijziging van hun aandeelhoudersrechten. Het is nadrukkelijk niet de bedoeling de *scheme* en de *cva* uitvoerig en volledig te beschrijven. Het onderzoek richt zich op die aspecten die noodzakelijk zijn om de positie van aandeelhouders te kunnen duiden. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, betoog ik welke onderdelen uit de Engelse procedures inspiratie bieden voor het Nederlandse recht.

Vanwege de Brexit bestaat geen verplichting voor Engeland de Richtlijn te implementeren. Engeland is na de Brexit immers geen lidstaat van de Europese Unie meer. Ik ga in dit hoofdstuk dan ook niet in op de vraag of de huidige Engelse procedures voldoen aan de minimumvereisten uit de Richtlijn. Het grootste verschil met de Richtlijn is het ontbreken van een *cross class cramdown* en een moratorium. Op veel andere punten heeft de *scheme* als inspiratiebron voor de Richtlijn gediend.¹ De decennia oude procedure is om die reden ook interessant voor het Nederlandse recht. Overigens heeft de Engelse regering nieuwe regelgeving over preventieve herstructureringen aangekondigd.² De voor dit onderzoek relevante hervormingen bespreek ik in paragraaf 4.4.

In uitzonderlijke situaties mogen rechters ook buiten beide preventieve herstructureringsprocedures om ingrijpen in de rechten van aandeelhouders. Deze mogelijkheid komt als eerste aan bod in paragraaf 4.2.

¹ O.a. Payne 2018, p. 463.

² Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, mei 2016 en *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018.

4.2 Preventieve herstructurering buiten een *scheme* of een *cva*

Wanneer een preventieve herstructurering plaatsvindt buiten een *scheme* of een *cva* om is de instemming nodig van alle schuldeisers voor een wijziging van hun vorderingen. Aandeelhouders kunnen dan net zomin worden gedwongen aan een preventieve herstructurering mee te werken, althans de vereiste vennootschapsrechtelijke stemmeerderheden gelden daarbij. Zo volstaat bij *ordinary resolutions* van de algemene vergadering een gewone meerderheid van stemmen en is een driekwart stemmeerderheid vereist voor *special resolutions*. *Special resolutions* zijn besluiten van de algemene vergadering waaraan de wet of de statuten een bijzondere stemmeerderheid geven omdat deze besluiten leiden tot een belangrijke wijziging binnen de vennootschap.³ Vrijwel alle besluiten in het kader van een preventieve herstructurering zijn *special resolutions*.⁴ Een wijziging van rechten verbonden aan een bepaalde soort aandelen behoeft tevens de goedkeuring van de houders van die soort aandelen, met eenzelfde stemmeerderheid.⁵ Worden deze stemmeerderheden niet behaald, dan kunnen aandeelhouders een preventieve herstructurering tegenhouden en kan een wijziging van hun aandeelhoudersrechten niet plaatsvinden.⁶ In uitzonderlijke situaties kan niettemin een preventieve herstructurering alsnog doorgang vinden. Wanneer dit kan, komt hierna aan bod.

In Engeland staan de aandeelhouders centraal binnen een vennootschap. Zo is de taak van het bestuur “to promote the success of the company for the benefit of the shareholders as a whole.”⁷ Het bestuur moet daarbij weliswaar ook belangen van andere *stakeholders*, waaronder werknemers, in acht nemen maar dit is slechts ter ondersteuning van het genereren van succes op de lange termijn/winst voor de aandeelhouders.⁸ Deze *enlightened shareholder value* kwam in paragraaf 2.2.3.1 aan bod. Het richtsnoer van het bestuur wijzigt van de belangen van de aandeelhouders naar de belangen van de schuldeisers wanneer de vennootschap haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen. De belangen van de schuldeisers prevaleren dan:

“In a solvent company the proprietary interests of the shareholders entitle them as a general body to be regarded as the company when questions of duty of directors arise. (...) But where a company is insolvent the interests of the creditors intrude. They

3 S.282-283 CA 2006.

4 In par. 2.5 en par. 2.6 zijn besluiten van de algemene vergadering uiteengezet die een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering, alsmede de daarbij vereiste stemmeerderheden.

5 S.630 lid 2 en lid 4 CA 2006. In de statuten mag een afwijkende regeling worden opgenomen.

6 In Nederland kunnen statutaire rechten worden gewijzigd zonder de instemming van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding wanneer bij de toekenning van het recht de bevoegdheid tot wijziging vooraf is voorbehouden, zie art. 2:231 lid 4 BW.

7 S.172 CA 2006.

8 S.172 CA 2006.

become prospectively entitled, through the mechanism of liquidation, to displace the power of the shareholders and directors to deal with the company's assets.”⁹

De schuldeisers zijn op dat moment de enige *residual claimants*.¹⁰ De fase voor insolventie, een dreigende insolventie, is een grijs gebied. Precieze en consistente rechtspraak ontbreekt over wanneer en op welke wijze de verschuiving van het richtsnoer van het bestuur van de belangen van aandeelhouders naar de belangen van schuldeisers geschiedt.¹¹ De verschuiving vindt gradueel plaats wanneer de vennootschap in financiële problemen geraakt.¹² Of de vennootschap de vorderingen van schuldeisers kan blijven voldoen, is een belangrijke factor voor de vraag in welk gebied de vennootschap zich bevindt.

Dat het richtsnoer van het bestuur verandert bij dreigende insolventie, neemt niet weg dat aandeelhouders hun rechten ongestoord mogen uitoefenen, ook in het kader van een preventieve herstructurering. Een aandeelhouder mag bij de uitoefening van zijn rechten in beginsel zijn eigen belang nastreven. Een aandeelhouder hoeft geen rekening te houden met de belangen van andere *stakeholders* of de vennootschap. Een meerderheidsaandeelhouder moet onder omstandigheden wel rekening houden met de belangen van zijn medeaandeelhouders; hij mag zijn macht niet misbruiken ten nadele van minderheidsaandeelhouders. Dit is uitgebreid uiteengezet in paragraaf 2.7.2.

Re Standard Chartered Bank v Walker

In uitzonderlijke gevallen mag de rechter ingrijpen in de rechten van aandeelhouders.¹³ Het standaardarrest, *re Standard Chartered Bank v Walker*, stamt uit 1991.¹⁴ Dit is meteen ook het enige bekende voorbeeld uit de jurisprudentie. Een schets van de feiten in deze zaak is van belang. De vennootschap in kwestie verkeerde in acute financiële moeilijkheden. Een extra kapitaalinjectie was noodzakelijk teneinde de liquidatie van de vennootschap te voorkomen. Een grote groep van banken was

9 *Re Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd* (1996) 4 ACLC 215. Zie verder o.a. Keay 2015a, p. 219 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 341.

10 Zie par. 2.3.4.

11 O.a. Keay 2015a, p. 217-218, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 9-10 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 94.

12 O.a. *re Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd* (1996) 4 ACLC 215, *re West Mercia Safetywear Ltd v Dodd* (1988) BCLC 250 en *re Colin Gwyer and Associates Ltd v London Wharf (Limehouse) Ltd* (2003) 2 BCLC 15. Zie hierover o.a. Wong 2011, p. 523, Mayson, French & Ryan 2016, par. 16.6.9 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 94 (met verwijzingen naar meer jurisprudentie) en p. 341. Zie Keay 2015a voor een overzicht met verschillende fasen van financiële problemen en bijbehorende jurisprudentie. Vgl. ook s.214 IA 1986 over *wrongful trading*.

13 O.a. Tuffnell 1993, Hannigan 2000, voetnoot 14, Pettet 2005, p. 214 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 343.

14 *Re Standard Chartered Bank v Walker* (1992) BCLC 603 (Chancery Division).

bereid de kredietfaciliteiten te herzien. Zij stelde als voorwaarde dat de *chief executive* en tevens niet-uitvoerende bestuurder van de vennootschap plaats zou maken. Door zijn medebestuurders was hij reeds ontslagen als *chief executive*, maar een besluit van de algemene vergadering was nodig voor zijn ontslag als niet-uitvoerende bestuurder. De aandeelhouders werden derhalve opgeroepen voor een buitengewone vergadering om te stemmen over het ontslag van de bestuurder en over de voorstellen om de kredietfaciliteiten te herstructureren. De bestuurder in kwestie was tevens (minderheids)aandeelhouder. De benodigde stemmeerderheid werd niet behaald in de algemene vergadering vanwege de tegenstem van deze bestuurder. Een nieuwe buitengewone vergadering werd vervolgens uitgeschreven. Twee banken verzochten de rechter het stemrecht van deze minderheidsaandeelhouder te beperken, in die zin dat hij niet tegen de herstructurering, inclusief zijn eigen ontslag, mocht stemmen. Zonder de verdere financiering van de banken zou de vennootschap naar alle waarschijnlijkheid failleren en zouden de aandeelhouders *out of the money* zijn.¹⁵ Dit alles leidde ertoe dat judge Vinelott bereid was in te grijpen in het stemrecht van de aandeelhouder. Hij oordeelde dat de minderheidsaandeelhouder inderdaad niet tegen mocht stemmen en ofwel voor moest stemmen ofwel zich moest onthouden van stemming. De rechter motiveerde zijn beoordeling als volgt:

“To my mind, opposing or in any way obstructing the reconstruction proposals would be so pointlessly harmful that, whatever motive inspired it, it would amount to the wilful dissipation of assets which the court has jurisdiction, consistently with the Mareva principles, to prevent.”

De Mareva principes, vernoemd naar het Mareva-arrest,¹⁶ houden in dat eenieder met een claim de rechter kan verzoeken om bevrozing van tegoeden of activa van de schuldenaar wanneer het risico aanwezig is dat de tegoeden of activa zullen ‘verdwijnen’.¹⁷ In onderhavige zaak zouden de aandelen zonder de financiering van de banken niets meer waard zijn. De banken hadden pandrechten op een aantal aandelen in de betreffende vennootschap. Wanneer de aandelen niets meer waard zouden zijn, zouden ook de zekerheden verloren gaan. Vandaar dat volgens judge Vinelott een parallel kon worden getrokken tussen de bevrozing van activa en de beperking in de uitoefening van het stemrecht.

Judge Vinelott benadrukte in de zaak het uitzonderlijke karakter van het ingrijpen in aandeelhoudersrechten. Voorop staat immers dat de aandeelhouder zijn stemrecht geheel naar eigen inzicht mag uitoefenen.¹⁸ Vanwege een gebrek aan goede

15 Dit is uitgebreid aangevoerd in een andere rechtszaak die de bestuurder tegen de banken had aangespannen, zie *re Standard Chartered Bank v Walker* (1992) BCLC 535, CA.

16 *Re Mareva Compania Naviera S.A. v. International Bulkcarriers S.A.* (1975) 2 Lloyd’s Rep. 509 (C.A.).

17 Practice Direction 25 (Interim remedies and security for costs) - 25A (Interim injunctions).

18 Zie hierover par. 2.7.2.

alternatieven en het feit dat de vennootschap bij het mislukken van de herstructureringsprocedures naar alle waarschijnlijkheid zou failleren, zag de rechter toch een rechtvaardiging voor het ingrijpen. Het oordeel van de rechter lijkt enigszins op de figuur van noodzaakfinanciering in Nederland, waarbij aandeelhouders moeten meewerken aan de uitgifte van aandelen wanneer de vennootschap failliet dreigt te gaan en alternatieven niet aanwezig zijn.¹⁹ In Nederland zijn meerdere uitspraken bekend over noodzaakfinanciering. In Engeland zijn geen vergelijkbare uitspraken meer verschenen.²⁰ De opvatting in de Engelse literatuur is dat de hiervoor beschreven zaak op zichzelf staat en een uitzondering is.²¹ De combinatie van een pandrecht op de aandelen en het niet hoeven dulden van een opzettelijke vernietiging van activa door een minderheidsaandeelhouder, heeft naar alle waarschijnlijkheid tot de uitspraak geleid.²² Recht overeind staat het principe dat een aandeelhouder in Engeland zijn eigen belang mag nastreven bij de uitoefening van zijn rechten.

Kortom, een aantasting van aandeelhoudersrechten buiten preventieve herstructureringsprocedures om is mogelijk in Engeland, zij het dat dit niet of nauwelijks voorkomt wanneer aandeelhouders hiermee niet instemmen. Aantasting van aandeelhoudersrechten in preventieve herstructureringsprocedures is daarentegen al decennialang gemeengoed. Het wijzigen van aandeelhoudersrechten bij een *scheme* en een *cva* komen hierna achtereenvolgens aan bod.

4.3 Scheme of arrangement

De *scheme of arrangement* is een gerechtelijke akkoordprocedure, geregeld in afdeling 26 van de Companies Act 2006. De *scheme* stamt uit 1862. Sindsdien is het bereik aanzienlijk uitgebreid. Zo kon een *scheme* aanvankelijk alleen schuldeisers binden, vanaf 1900 ook aandeelhouders.²³ Voorts stond een *scheme* alleen ter beschikking

¹⁹ Zie par. 6.2.

²⁰ *Re Sunlink International Holdings Ltd v Wong* (2010) 5 HKLRD 653 is een enigszins vergelijkbare zaak van de Hongkongse Court of First Instance. Een kapitaalinjectie en de benoeming van een aantal bestuurders en auditors waren noodzakelijk om te voorkomen dat de vennootschap haar beursnotering zou verliezen. De rechter greep in het stemrecht van aandeelhouders in omdat hun tegenstem zou leiden tot het tenietgaan van de economische waarde van andermans aandelen *for no rational reason*. De rechter wijst expliciet een verwijzing naar *re Standard Chartered Bank v Walker* (1992) BCLC 535, CA af met het argument dat de feitelijke situatie anders is. Zie Wong 2011 die hier zijn vraagtekens bij plaatst.

²¹ Tuffnell 1993, Hannigan 2000, voetnoot 14, Pettet 2005, p. 214 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 343.

²² Tuffnell 1993 en Pettet 2005, p. 214.

²³ Zie over de geschiedenis van de *scheme* uitgebreid: Payne 2014, par. 1.2 en Pilkington 2017, hfst. 1.

voor vennootschappen die op het punt stonden vrijwillig of gedwongen ontbonden te worden. Dit is in 1907 naar solvante vennootschappen uitgebreid. Andere uitbreidingen van het toepassingsbereik zijn nadien in de rechtspraak aanvaard.²⁴

De wettelijke procedure van de *scheme* kan relatief snel, in zeven tot acht weken,²⁵ plaatsvinden. De fase voorafgaand aan de aanbidding van een akkoord is het belangrijkste. Een akkoord zal in de praktijk niet worden aangeboden wanneer niet (enigszins) zeker is dat het de steun van schuldeisers en aandeelhouders heeft.²⁶ In de voorbereidingsfase, die afhankelijk van de complexiteit van de schulden van de vennootschap gemiddeld zes tot 24 maanden duurt, wordt met de schuldeisers en de aandeelhouders over een akkoord onderhandeld.

Het ruime toepassingsbereik en de snelheid van de procedure hebben ongetwijfeld bijgedragen aan de populariteit van de *scheme*. Met name vanaf het eind van de jaren '90/begin jaren 2000 is het gebruik van *schemes* aanzienlijk toegenomen.²⁷ Ook niet-Engelse vennootschappen maken veelvuldig gebruik van de Engelse *scheme*.²⁸ Engelse rechters zijn bereid vennootschappen met een zekere connectie met Engeland te helpen.²⁹ Het is de vraag of Engeland deze internationale positie zal behouden, mede gelet op de Brexit en de inwerkingtreding van de Richtlijn die lidstaten verplicht tot implementatie ervan.³⁰ De Engelse regering is daarom bezig het preventief herstructureringsregime te hervormen om de koppositie in Europa te behouden.³¹

De *scheme* is een akkoordprocedure, waarbij de vennootschap de rechter verzoekt om toestemming voor het bijeenroepen van een of meer stemvergaderingen. De rechter beslist hierover tijdens een eerste zitting. Vervolgens vindt de stemming over het akkoord plaats. De bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders stemmen in stemklassen. Een *scheme* hoeft overigens niet op alle schuldeisers of aandeelhouders betrekking te hebben, maar kan tevens gericht zijn op een of meer klassen van schuldeisers en/of aandeelhouders. Wanneer de vereiste stemmeerderheden in de klassen zijn behaald, volgt een tweede zitting waarin de rechter oordeelt over de homologatie van het akkoord. Een gehomologeerd akkoord is bindend

24 Payne 2014, p. 12.

25 Payne 2014, p. 96.

26 Een *cross class cramdown* is niet mogelijk onder de *scheme*.

27 Payne 2014, p. 2 en Pilkington 2017, p. 4. De populariteit van de *scheme* is mede gegroeid doordat ze ook kan worden gebruikt voor het bewerkstelligen van een overname, zogenoemde *takeover schemes*. Deze blijven buiten beschouwing omdat het geen preventieve herstructurering betreft. Zie hierover uitgebreid O'Dea, Long & Smyth 2012, hfst. 10 en Payne 2014, hfst. 3.

28 O.a. Payne 2014, hfst. 7 en Pilkington 2017, p. 5.

29 Bijv. de Duitse Rodenstock GmbH en de Nederlandse Van Gansewinkel Groep BV.

30 Zie Payne 2018b, p. 448 over de erkenning van *schemes* in andere jurisdicties na de Brexit.

31 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018. Zie par. 4.4 over de hervormingen.

voor de betrokken schuldeisers en aandeelhouders. Hierna vindt op hoofdlijnen een uiteenzetting van de *scheme* plaats, met de nadruk op de positie van aandeelhouders. Daarna ga ik afzonderlijk dieper in op de aandeelhouder en zijn rechten bij een *scheme*.

4.3.1 Doel en inhoud

De *scheme* is beschikbaar voor zowel solvende als insolvente vennootschappen. De regeling is niet alleen toegankelijk wanneer insolventie dreigt, in tegenstelling tot de Richtlijn of de WHOA. De Engelse wet geeft geen definitie van het onderwerp van een *scheme*, maar omschrijft haar als een *compromise* of een *arrangement* tussen de vennootschap en haar schuldeisers en/of aandeelhouders.³² Door het ontbreken van een wettelijke definitie ten aanzien van de inhoud van een akkoord kan een *scheme* vrijwel alles omvatten waarmee de vennootschap en haar schuldeisers en/of aandeelhouders instemmen (“about anything that they can properly agree amongst themselves”).³³ De enige beperking die in de rechtspraak is gesteld, bestaat eruit dat sprake moet zijn van een zekere vorm van ‘*give and take*’, zowel aan de kant van de vennootschap als aan de kant van de schuldeisers en/of de aandeelhouders.³⁴ Het ontnemen van rechten aan een aandeelhouder zonder dat de aandeelhouder daarvoor een zekere compensatie ontvangt, kan geen onderdeel zijn van een akkoord, althans de rechter mag een dergelijk akkoord niet homologeren.³⁵ De WHOA bevat mijns inziens terecht niet een dergelijke beperking, aangezien dit een preventieve herstructurering bemoeilijkt.

Het doel van een *scheme* is, kort gezegd, het tot stand brengen van een akkoord dat bindend is jegens de niet instemmende minderheid van schuldeisers en aandeelhouders (“to circumvent the absence of unanimous consent”).³⁶ Wanneer een vennootschap in financiële nood gebruikmaakt van een *scheme* zal het akkoord vooral zien op de herstructurering van schulden met als doel de liquidatie van de vennootschap te voorkomen. Zo is een *debt for equity swap* regelmatig onderdeel van een *scheme*, evenals uitstel en reductie van schulden.³⁷ Vooral grote vennootschappen maken gebruik van de *scheme*. De (voorbereiding van een) *scheme* is namelijk complex

32 S.895 CA 2006. Ik spreek hierna van een akkoord. Een akkoord dat vooral (niet per definitie alleen) schuldeisers betreft, heet ook wel een *creditor scheme*. Een akkoord dat vooral ziet op aandeelhouders heet ook wel een *member scheme*. Zie Payne 2014, p. 82.

33 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 4 en Payne 2014, p. 1.

34 O.a. O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 35, Payne 2014, p. 21 en Pilkington 2017, p. 36 e.v.

35 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 35 en Payne 2014, p. 21. Zie ook Tollenaar 2016, par. 7.4 en par. 7.15.3.

36 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 3 en Pilkington 2017, p. 7.

37 O.a. Payne 2014, p. 191, Tollenaar 2016, p. 197 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 572.

en brengt hoge kosten met zich, met name door de intensieve rechterlijke betrokkenheid.³⁸

4.3.2 Aanvang van de procedure

De *scheme* kent geen openingscriterium van financiële nood. Op elk moment mag de vennootschap, iedere schuldeiser of iedere aandeelhouder, op grond van de Companies Act 2006, de rechter verzoeken om toestemming voor de bijeenroeping van een of meer stemvergaderingen.³⁹ Daarnaast kan de *liquidator* of de *administrator* hierom verzoeken wanneer reeds een formele insolventieprocedure is geopend, respectievelijk een *liquidation-procedure*⁴⁰ of een *administration-procedure*.⁴¹ *Administration* is, in tegenstelling tot *liquidation*, een procedure die (primair) gericht is op het voortbestaan van de vennootschap. De procedure kent echter geen speciale instrumenten voor herstructurering van schulden.⁴² Wanneer een herstructurering plaatsvindt in *administration* geschiedt dit door middel van een *scheme* of een *cva*. Een verdere bespreking van de *administration-procedure* blijft derhalve achterwege. Het belangrijkste voordeel van een *scheme* of een *cva* in een *administration-procedure* is, zoals hierna ook aan de orde komt, de aanwezigheid van een moratorium. De *scheme* wordt ook wel in combinatie met *administration* gebruikt, een zogenoemde *pre-packaged administration*, om voorbij te kunnen gaan aan een tegenstemmende klasse. Dit komt aan bod in paragraaf 4.3.5.

In de praktijk zal doorgaans de vennootschap zelf om een *scheme* verzoeken. De *scheme* is een akkoord *tussen* de vennootschap en haar schuldeisers en/of aandeelhouders.⁴³ Wanneer reeds een formele insolventieprocedure is geopend, vertegenwoordigt niet het bestuur de vennootschap maar de *administrator* of de *liquidator*. In de rechtspraak is uitgemaakt dat een verzoek van een schuldeiser of een aandeelhouder enkel zal worden ingewilligd wanneer duidelijk is dat de vennootschap, ofwel het bestuur (of de *administrator/liquidator*) ofwel door middel van een besluit van de algemene vergadering, ook achter het voorstel staat.⁴⁴ Hierna

38 Zie Payne 2014, p. 5 en uitgebreid Tollenaar 2016, par. 7.15.

39 S.896 lid 2 CA 2006.

40 S.122 lid 1 onder f IA 1986. Vereist is dat de vennootschap in de situatie verkeert te zijn opgehouden te betalen.

41 Par. 11(a) Schedule B1 IA 1986. Vereist is dat de vennootschap ofwel in de situatie verkeert dat sprake is van dreiging van insolventie, dan wel dat zij reeds niet meer in staat is haar schulden te voldoen.

42 O.a. Bork 2012, p. 57 en Van Zwieten (red.) 2018, par. 11-18.

43 Payne 2014, p. 30, Pilkington 2017, p. 29 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 578. Het risico bestaat echter dat aandeelhouders druk uitoefenen op het bestuur om geen *scheme* aan te bieden, bijv. door te dreigen met ontslag van het bestuur.

44 *Re Savoy Hotel Ltd* (1981) Ch 351. Zie o.a. O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 46, Payne 2014, p. 29 en Tollenaar 2016, par. 7.6.

spreek ik derhalve enkel over de vennootschap als aanbieder van een *scheme*. Onder de WHOA mag onder meer een schuldeiser of een aandeelhouder de rechter verzoe-ken een herstructureringsdeskundige aan te wijzen die vervolgens een akkoord mag aanbieden.⁴⁵ Hierdoor wordt voorkomen dat het bestuur, wellicht onder druk van de aandeelhouders, weigert een akkoord (of een voor de aandeelhouders ongunstig akkoord) aan te bieden wanneer de vennootschap in financiële problemen verkeert.⁴⁶

De vennootschap hoeft niet alle schuldeisers of aandeelhouders te betrekken bij het akkoord. Het is mogelijk bepaalde schuldeisers of aandeelhouders buiten het akkoord te laten indien hiervoor een deugdelijke commerciële reden aanwezig is en hun vorderingen respectievelijk rechten niet worden gewijzigd.⁴⁷ Zo is het bijvoorbeeld geoorloofd handelscrediteuren buiten het akkoord te laten wanneer hun steun nodig is voor de continuïteit van de vennootschap, ook na de herstructure-ring.⁴⁸ Wanneer de rechten van aandeelhouders of de vorderingen van schuldeisers worden geraakt door het akkoord, zijn zij betrokken bij het akkoord en moeten zij in de gelegenheid worden gesteld te stemmen over het akkoord. Wat aandeelhouders betreft, is hier sprake van zodra een akkoord (tevens) ziet op een wijziging van het aandelenkapitaal, zoals een *debt for equity swap* met aandelenverwatering voor de bestaande aandeelhouders als gevolg.⁴⁹ In paragraaf 4.3.5 komt de vraag aan de orde of ook *out of the money* aandeelhouders mogen stemmen over een akkoord.

De rechter oordeelt over het verzoek van de vennootschap tot de bijeenroeping van stemvergaderingen in een eerste rechtszitting aan de hand van de door de vennoot-schap verstrekte informatie.⁵⁰ Voorafgaand aan de zitting – in de praktijk twee tot drie weken voor de zitting – verspreidt de vennootschap aan de schuldeisers en de aandeelhouders een *Practice Statement Letter*.⁵¹ Hierin wordt de voorgenomen *scheme* en de eerste zitting aangekondigd. De rechter toetst tijdens de eerste zitting vooral of de klassenindeling correct is.⁵² De vennootschap moet zo spoedig mogelijk de rechter op de hoogte brengen van mogelijke kwesties die spelen bij de klassen-indeling.⁵³ Ook een schuldeiser of een aandeelhouder die meent niet juist te zijn

45 Art. 371 lid 1 Fw.

46 Zie par. 6.5.2.3.

47 *Re Perusahaan Perseroan (Perseo) PT Perusahaan Penerbangan* (2001) All ER (D) 53 (Oct). Zie verder O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 41 en Payne 2014, p. 44.

48 Paterson merkt op dat *schemes* de laatste tijd vooral zijn gericht op financiële schuldeisers en niet op handelscrediteuren. Zie Paterson 2018, p. 478.

49 Bork 2012, par. 15.27.

50 Par. 15 Practice Direction 49A - Applications under the Companies Acts and related legislation.

51 Practice Statement (Ch D: Schemes of Arrangements with Creditors) (2002) 1 W.L.R. 1345; (2002) B.C.C. 355.

52 Zie uitgebreid Payne 2014, par. 2.2.3. Wanneer reeds duidelijk is dat een klasse van schuldeisers of aandeelhouders tegen gaat stemmen, kan de rechter het verzoek afwijzen.

53 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 47 en Payne 2014, p. 37.

ingedeeld, kan dit tijdens de zitting aangeven.⁵⁴ Op deze manier kunnen problemen rondom de klassenindeling in een vroeg stadium worden opgelost. Dit voorkomt dat de rechter in de tweede rechtszitting de homologatie van het akkoord moet weigeren.⁵⁵ De Richtlijn heeft dit niet als uitgangspunt, maar biedt lidstaten wel de mogelijkheid dat een rechter reeds in een eerder stadium dan de homologatiebeslissing de klassenindeling beoordeelt.⁵⁶ De Nederlandse WHOA kent tevens in beginsel slechts één rechtszitting, de homologatiezitting.⁵⁷ Hier is vanwege de kosten en tijd veel voor te zeggen. De *scheme* is een dure en complexe procedure.⁵⁸

Wanneer de rechter de vennootschap toestemming verleent voor het gelasten van een of meer stemvergaderingen, kan de rechter voorwaarden verbinden aan de oproeping ervan, zoals de plaatsing van een advertentie in een landelijk dagblad. Bij de oproeping van de vergaderingen moet de vennootschap uitgebreide informatie (*explanatory statement*) verschaffen zodat schuldeisers en aandeelhouders een weloverwogen beslissing over het akkoord kunnen nemen.⁵⁹ De vennootschap moet bij de oproeping van de vergaderingen in duidelijke taal aangeven wat de gevolgen van het akkoord zijn. Dit betreft zowel informatie over wat een stemklasse zal ontvangen onder het akkoord als informatie over wat de klasse zou ontvangen indien de *scheme* geen doorgang vindt.⁶⁰ Minimaal 21 dagen na de oproeping vinden de stemvergaderingen plaats.⁶¹

4.3.3 Stemklassen

De rechter onderzoekt in een vroegtijdig stadium van de *scheme* de indeling van de stemklassen zoals die is gemaakt door de vennootschap. De wet zwijgt over hoe een klassenindeling dient te geschieden, maar in de jurisprudentie is op dit een punt een vaste lijn te vinden. Reeds in 1892 werd als maatstaf aangelegd dat een stemklasse bestaat uit: “persons whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest.”⁶² Kortom, personen die dusdanig verschillende rechten hebben waardoor het onmogelijk wordt om met elkaar te overleggen met betrekking tot hun gezamenlijke belangen, stemmen in meerdere klassen. Sinds 2001 is de nadruk enigszins verschoven. Centraal staat

54 Payne 2014, p. 37. Wanneer een schuldeiser of een aandeelhouder het pas bij de homologatiezitting aangeeft, moet hij hiervoor een goede reden hebben.

55 Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 254-255.

56 Art. 9 lid 5 Richtlijn.

57 Zie art. 378 Fw: de rechter mag in een eerder stadium dan de homologatie beslissen over geschillen, zoals een geschil over de klassenindeling.

58 Zie Payne 2014, p. 5 en uitgebreid Tollenaar 2016, par. 7.15.

59 S.897 CA 2006.

60 Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 183.

61 Zie verder Pilkington 2017, p. 32 voor een tijdlijn van een *scheme*.

62 *Re Sovereign Life Assurance Co v Dodd* (1892) 2 Q.B. 573.

sindsdien of aandeelhouders en schuldeisers rechten hebben die voldoende overeenkomen zodat gezamenlijk overleg met betrekking tot hun gezamenlijke belangen mogelijk is en geen aparte stemklasse is vereist.⁶³ De norm voor de klassenindeling uit de WHOA lijkt in grote mate op de Engelse: wanneer rechten van schuldeisers of aandeelhouders dusdanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake kan zijn, zijn meerdere stemklassen vereist.⁶⁴ In Engeland zijn al decennia lang goede ervaringen opgedaan met een niet vooraf bepaalde klassenindeling.

Bij de beoordeling of de rechten van aandeelhouders en schuldeisers dusdanig verschillend zijn dat een aparte stemklasse is vereist (of dusdanig overeenkomen dat dit niet is vereist), gaat het zowel om de rechten van aandeelhouders of schuldeisers die het akkoord wijzigt als om de nieuwe rechten die aandeelhouders of schuldeisers verkrijgen onder de *scheme*.⁶⁵ De rechten van aandeelhouders en schuldeisers zijn bepalend voor de klassenindeling, niet hun belangen. Schuldeisers en met name aandeelhouders kunnen zeer uiteenlopende belangen hebben die bovendien lastig te achterhalen zijn. Een indeling aan de hand van deze belangen zou kunnen leiden tot een oneindig aantal stemklassen.⁶⁶

Voorts is de zogenoemde *correct comparator* van belang.⁶⁷ Oftewel: wat is waarschijnlijk het alternatief van de *scheme*? Wanneer een vennootschap insolvent is, is het alternatief van de *scheme* een *winding up (liquidation)*.⁶⁸ De rechten die aandeelhouders en schuldeisers hebben bij de liquidatie zijn dan relevant voor de beoordeling of zij in eenzelfde stemklasse mogen worden geplaatst. Het uitgangspunt voor de klassenindeling is dan ook de rangorde van de vorderingen die geldt in liquidatie. Gaat het daarentegen om een solvete vennootschap die gebruikmaakt van de *scheme*, dan dient te worden gekeken naar de rechten die aandeelhouders en schuldeisers hebben in een solvete toestand.⁶⁹

63 *Re Hawk Insurance Co Ltd* (2001) EWCA Civ 241. Zie verder Payne 2014, p. 55, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 255 en Orbán 2018, p. 226-227.

64 Art. 374 Fw. Zie verder par. 6.5.3. In de WHOA ontbreekt een expliciete verwijzing naar dat gezamenlijk overleg wel of niet mogelijk is binnen een stemklasse, zie Orbán 2018, p. 229.

65 *Re Hawk Insurance Co Ltd* (2001) EWCA Civ 241. Zie ook Pilkington 2017, p. 83.

66 O.a. *re BTR plc* (2001) 1 BCLC 740 en *re Telewest Communications plc* (2004) EWHC 924 (Ch). Zie verder Payne 2014, p. 49 en Pilkington 2017, p. 85-87.

67 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 134-135, Payne 2014, p. 52-54, Pilkington 2017, p. 87-89 en Orbán 2018, p. 228.

68 *Re Hawk Insurance Co Ltd* (2001) EWCA Civ 241 is een voorbeeld van een insolvente vennootschap.

69 *Re British Aviation Insurance Co Ltd* (2005) EWHC 1621 (Ch) is een voorbeeld van een solvete vennootschap.

Het behoeft weinig uitleg dat een zo min mogelijk aantal stemklassen het aantal goed-gekeurde *schemes* bevordert.⁷⁰ Er is immers minder kans op een veto van een minderheid van aandeelhouders of schuldeisers. Anderzijds mag de minderheid binnen een stemklasse niet onredelijk worden overstemd door de meerderheid binnen de stemklasse.⁷¹ De rechter dient dan ook bij de homologatiezitting te kijken of de minderheden binnen een stemklasse voldoende zijn beschermd.⁷²

Aandeelhoudersklassen

Wat betekent het voorgaande voor de indeling van aandeelhouders in stemklassen?⁷³ Het uitgangspunt is dus dat aandeelhouders met vergelijkbare rechten binnen eenzelfde stemklasse vallen. Bij een vennootschap is het gangbaar dat verschillende soorten aandelen bestaan waaraan, statutair, verschillende rechten zijn verbonden. De meest gangbare soorten aandelen in Engeland zijn gewone aandelen (*ordinary shares*) en preferente aandelen (*preference shares*), aandelen waaraan bijzondere financiële rechten zijn verbonden. Daarnaast kunnen in Engeland bijzondere zeggenschapsrechten zijn verbonden aan aandelen. Deze zijn vergelijkbaar met wat in Nederland prioriteitsaandelen heten. In paragraaf 2.5.1.2 zijn de verschillende soorten aandelen uiteengezet. Het bestaan van verschillende soorten aandelen in een vennootschap leidt niet per definitie tot verschillende stemklassen van aandeelhouders.⁷⁴ Het criterium voor de klassenindeling is namelijk, zoals hiervoor geciteerd, dat het moet gaan om dusdanig verschillende rechten dat de aandeelhouders niet met elkaar kunnen overleggen met betrekking tot hun gezamenlijke belangen (“to consult together with a view to their common interest”⁷⁵). Of een dergelijk overleg tussen aandeelhouders met verschillende rechten niet mogelijk is, hangt af van de omstandigheden van het geval.⁷⁶ Judge Snowden vat de klassenindeling treffend samen: “any consideration of classes is highly fact-specific.”⁷⁷

De vraag of aandeelhouders met elkaar kunnen overleggen met betrekking tot hun gezamenlijke belangen wanneer zij verschillende aandeelhoudersrechten hebben, is minder relevant wanneer een insolvente vennootschap gebruikmaakt van de *scheme*: de *comparator* is dan liquidatie. Alle aandeelhouders hebben in liquidatie dezelfde

70 Vooral omdat bij de *scheme* geen *cramdown* van een gehele stemklasse mogelijk is. Zie Tollenaar 2016, par. 7.8.

71 *Re Sovereign Life Assurance Co v Dodd* (1892) 2 Q.B. 573. Zie Van Zwieten (red.) 2018, p. 581.

72 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 38 en Payne 2014, p. 46-47. Zie hierover par. 4.3.6.

73 Zie uitgebreid O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 134-141, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 256 e.v. en Pilkington 2017, p. 89 e.v. over mogelijke problemen bij de indeling van schuldeisers in klassen.

74 Payne 2014, p. 50 en p. 122.

75 *Re Sovereign Life Assurance Co v Dodd* (1892) 2 Q.B. 573.

76 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 38.

77 *Re SABMiller plc* (2016) EWHC 2153 (Ch). Zie uitgebreid Payne 2014, par. 3.5.2 over de klassenindeling van aandeelhouders.

rechten (afgezien van eventuele preferente aandelen met een preferentie op het liquidatiesaldo boven gewone aandelen): zij hebben enkel recht op hetgeen eventueel resteert bij een vereffening nadat de vorderingen van schuldeisers zijn voldaan.⁷⁸ In de meeste gevallen zullen aandeelhouders geen uitkering ontvangen. In dat geval volstaat één stemklasse van aandeelhouders.

De vennootschap kan ervoor kiezen aandeelhouders met vergelijkbare rechten, of dit nu is bij een solvete of insolvente *scheme*, verschillend te behandelen.⁷⁹ De vraag is dan, wederom, of de rechten die aandeelhouders verkrijgen onder het akkoord dusdanig verschillend zijn dat de aandeelhouders daardoor niet meer met elkaar kunnen overleggen met betrekking tot hun gezamenlijke belangen.⁸⁰ Een goede grond moet wel aanwezig zijn voor de ongelijke behandeling.

De Engelse rechter heeft zich herhaaldelijk uitgelaten over het onderscheid tussen rechten van aandeelhouders en hun belangen. Met belangen wordt niet het aandelenbelang van aandeelhouders bedoeld, maar de verschillende belangen die aandeelhouders kunnen hebben voor het houden van aandelen. Het betreft met name gevallen waarin de *scheme* wordt gebruikt in het kader van overnames.⁸¹ De uitkomst is steeds dezelfde, namelijk dat de verschillende belangen die aandeelhouders hebben niet relevant zijn voor de klassenindeling. Zo is een aparte stemklasse niet vereist wanneer een aandeelhouder van de over te nemen vennootschap reeds aandelen in de biedende vennootschap heeft of een dochtervennootschap van de biedende vennootschap is.⁸² Ook het onderscheid tussen een aandeelhouder die een langetermijninvesteerder is en een aandeelhouder met een korte termijn investering, leidt niet tot een aparte stemklasse.⁸³

Dubbele hoedanigheden

Hetzelfde geldt wanneer een aandeelhouder een dubbele hoedanigheid heeft. Het kan zijn dat een aandeelhouder verschillende soorten aandelen houdt of tevens schuldeiser is, bijvoorbeeld omdat hij een lening heeft verstrekt aan de vennootschap. Aangezien een onderscheid in rechten, en niet een onderscheid in belangen, het uitgangspunt is voor de klassenindeling, wordt de aandeelhouder met een

78 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 135 en Payne 2014, p. 50.

79 Zie Payne 2014, par. 3.5.2.1.

80 *Re Anglo American Insurance Company Ltd* (2000) ADR.L.R. 04/12. Zie verder O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 200 en Payne 2014, p. 51 en p. 173.

81 Zie uitgebreid Payne 2014, par. 3.5.2.

82 *Re BTR plc* (2001) 1 BCLC 740. In *re Hellenic and General Trust Ltd* (1976) 1 WLR 123 werd nog geoordeeld dat twee stemklassen waren vereist.

83 Payne 2014, par. 3.5.2.4. Zie verder *re Waste Recycling Group plc* (2003) EWHC 2065 (Ch) waarin een aandeelhouder vanwege milieu gerelateerde redenen aandelen hield in de vennootschap en daarom een indeling in een aparte stemklasse eiste.

dubbele hoedanigheid niet in een aparte stemklasse ingedeeld.⁸⁴ Hij mag in de verschillende stemklassen – de verschillende aandeelhoudersklassen, respectievelijk de aandeelhoudersklasse en de schuldeisersklasse – zijn stem uitbrengen.

De dubbele hoedanigheid van een aandeelhouder hoeft geen problemen op te leveren, maar kan tot de situatie leiden dat de aandeelhouder in de ene stemklasse voorstemt om zo zijn belangen in zijn andere hoedanigheid te bevorderen, waardoor de aandeelhouder een ander belang heeft dan de andere leden van de stemklasse.⁸⁵ De verschillende belangen van aandeelhouders kunnen wel een rol spelen bij de homologatie van het akkoord. De rechter toetst dan of het stemgedrag van de leden van de stemklasse representatief is voor de gehele stemklasse.⁸⁶ Het gaat daarbij om de vraag of een dubbele hoedanigheid van een aandeelhouder het stemgedrag binnen een klasse dusdanig heeft beïnvloed dat de meerderheid die voor heeft gestemd niet een eerlijke vertegenwoordiging van de leden van gehele klasse betreft.⁸⁷ De rechter kan de stemmen van deze aandeelhouder buiten beschouwing laten voor de stemming. In paragraaf 4.3.6 komen de homologatiegronden verder aan bod.

Overigens geven aandeelhouders soms zelf aan dat ze niet in eenzelfde stemklasse willen worden geplaatst of zien aandeelhouders vrijwillig af van hun stemrecht.⁸⁸ De voornaamste reden hiervoor is te voorkomen dat de *scheme* kan worden aangevochten omdat de klassenindeling niet juist is.

4.3.4 Stemming over het akkoord

Nadat de rechter de bijeenroeping van de vergaderingen van de verschillende stemklassen heeft gelast, vindt het daadwerkelijke stemmen over het akkoord plaats. De stemming geschiedt per stemklasse in een fysieke vergadering of elektronisch. Wanneer sprake is van een scheiding tussen de juridische gerechtigdheid en de economische gerechtigdheid tot een aandeel of een vordering, stemt de juridisch

84 Zie bijv. *re Alabama, New Orleans, Texas & Pacific Junction Railway Co* (1891) 1 Ch 213 voor een voorbeeld waarin een aandeelhouder meerdere soorten aandelen hield. Zie *re Jax Marine Pty Ltd* (1967) EWHC 3746 (Ch) voor een voorbeeld van een aandeelhouder die tevens schuldeiser was. In deze zaak hield een schuldeiser alle aandelen in de vennootschap. Zie ook *re Metrovacesa* (2011) EWHC 1014 (Ch). In deze zaak werd de *scheme* door een overgrote meerderheid van de schuldeisers (die geen aandeelhouders waren) gesteund. Zie verder O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 137, Payne 2014, p. 50 en par. 3.5.2.2 en Pilkington 2017, p. 101-102.

85 Zie ook Tollenaar 2016, par. 7.11.3.

86 O.a. *re BTR plc* (2001) 1 BCLC 740. Zie voorts Payne 2014, p. 56 en Pilkington 2017, p. 86.

87 O.a. *re British Aviation Insurance Co Ltd* (2005) EWHC 1621. Zie verder Payne 2014, p. 124.

88 *Re Stemcor Trade Finance Limited* (2016) BCC 194 en *re SABMiller plc* (2016) EWHC 2153 (Ch). In de laatstgenoemde zaak gaven grootaandeelhouders aan niet ingedeeld te willen worden in een stemklasse, maar zich wel te conformeren naar de uitkomst van de *scheme*. De rechter ging hierin mee. Met een enkele stemklasse kon daardoor worden volstaan.

gerechtigde.⁸⁹ Wat aandeelhouders betreft, zijn dit degenen die in het aandeelhoudersregister staan. Onder de WHOA kan onder omstandigheden ook de economisch gerechtigde tot een aandeel stemmen, omdat de economisch gerechtigde het financiële risico draagt dat is verbonden aan de aandelen.⁹⁰ Engelse rechters zijn wel bereid rekening te houden met afspraken die zijn gemaakt tussen de juridisch gerechtigde en de economisch gerechtigde over hoe de juridisch gerechtigde zijn stem moet uitbrengen.⁹¹

Het akkoord is aangenomen door een stemklasse indien de meerderheid van het aantal aanwezige en stemmende aandeelhouders of schuldeisers voorstemt (*headcount*) én deze meerderheid 75 procent van de waarde van de aandelen (*par value*) of de vorderingen van de aanwezige en stemmende aandeelhouders of schuldeisers binnen de klasse vertegenwoordigt.⁹² Engelse auteurs uiten kritiek op het *headcount* vereiste omdat daardoor aandeelhouders of schuldeisers met een in waarde relatief klein aantal aandelen of vorderingen een akkoord kunnen tegenhouden.⁹³ Bovendien is dit vereiste voor aandeelhouders opmerkelijk aangezien het niet overeenkomt met het vennootschapsrecht.⁹⁴ De stemmeerderheden in het vennootschapsrecht – 50% bij *ordinary resolutions* en 75% bij *special resolutions* – zien niet op een meerderheid in aantal aandeelhouders.⁹⁵ Een grotere stemmeerderheid komt weliswaar de bescherming van aandeelhouders met een klein aandelenbelang ten goede, maar de keerzijde is dat diezelfde aandeelhouders een herstructurering kunnen blokkeren zelfs wanneer een driekwartmeerderheid in waarde wel is behaald. De Richtlijn staat een *headcount* vereiste toe.⁹⁶ In de WHOA is een *headcount* vereiste niet opgenomen, een tweederde stemmeerderheid in waarde geldt.⁹⁷ De hogere stemmeerderheid van de *scheme* (75%) is te verklaren doordat ook solvante vennootschappen (zonder financiële problemen) gebruik mogen maken van een *scheme*.

Omzeiling van het *headcount* vereiste kan onder meer door het zogenoemde *share-splitting*.⁹⁸ Een aandeelhouder die tegen de voorgenomen *scheme* is, kan bijvoorbeeld een deel van zijn aandelen overdragen aan een groot aantal derden, die

89 Payne 2014, par. 2.3.1.1 en par. 3.2.

90 Art. 381 lid 5 Fw. Zie hierover par. 6.5.4.

91 Payne 2014, p. 41: “The court will be alert to situations where the special voting arrangements suggested have the effect of distorting the expression of opinion by members or creditors of the relevant class, rather than facilitating the communication of views by those with an economic interest.”

92 S.899 lid 1 CA 2006.

93 O.a. Bork 2012, p. 251, O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 109, Payne 2014, par. 2.3.3.2 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 584-585.

94 O.a. Bork 2012, p. 251, Payne 2014, p. 68 en Davies & Worthington 2016, p. 1010.

95 S.282-283 CA 2006.

96 Art. 9 lid 6 Richtlijn.

97 Art. 381 lid 7 en lid 8 Fw.

98 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 50, Payne 2014, p. 65 en Pilkington 2017, p. 112.

vervolgens tegen de *scheme* zullen stemmen, waardoor het *headcount* vereiste niet wordt behaald. Hetzelfde kan geschieden wanneer de aandeelhouder voor de *scheme* is en hij het *headcount* vereiste juist wel wil behalen. In 2017 heeft de Engelse rechter zich voor het eerst uitgelaten over *share-splitting* bij een *shareholder scheme*.⁹⁹ Judge Vos oordeelde dat de voorzitter van de stemvergadering de stemmen van de houders van de nieuw verworven aandelen inderdaad mocht negeren in de stemmentelling waardoor het *headcount* vereiste alsnog werd behaald. Wanneer de enig mogelijke verklaring voor *share-splitting* het manipuleren van het *headcount* vereiste is, mogen de uitgebrachte stemmen buiten de stemming worden gelaten. Het zal echter lastig te bepalen zijn of sprake is van manipulatie.¹⁰⁰ Dit is erg afhankelijk van de omstandigheden van het geval.

4.3.5 *Out of the money schuldeisers en aandeelhouders stemmen ook mee*

Alleen *affected parties* mogen stemmen over de *scheme*. Wanneer het akkoord de rechten van schuldeisers of aandeelhouders wijzigt, zijn deze schuldeisers of aandeelhouders *affected*. Ook wanneer de *affected* schuldeisers of aandeelhouders geen economisch belang meer in de vennootschap houden, met andere woorden *out of the money* zijn, moeten zij in de gelegenheid worden gesteld hun stem uit te brengen over de *scheme*. Het ligt niet voor de hand dat zij vóór een *scheme* zullen stemmen die hun rechten in vergaande mate wijzigt. Aangezien een *cross class cramdown* onder de huidige *scheme* niet mogelijk is, kunnen klassen van *out of the money* schuldeisers en aandeelhouders de homologatie van de *scheme* tegenhouden. Dit is het grootste kritiekpunt op de *scheme*.¹⁰¹ De Engelse regering is echter voornemens een *cross class cramdown* in te voeren, weliswaar niet in de regeling van de *scheme*, maar in een nieuwe zelfstandige akkoordprocedure. In paragraaf 4.4 komen de hervormingen van het Engelse recht verder aan bod.

De vennootschap kan, om het probleem van een tegenstemmende klasse van *out of the money* aandeelhouders (of schuldeisers) te omzeilen, een zogenoemde *transfer scheme* aanbieden.¹⁰² Een *transfer scheme* is een *scheme* gecombineerd met een overdracht van de (relevante) activa van de vennootschap. Het doel van een dergelijke *scheme* verwoordt Pilkington treffend als volgt: “the aim of the transfer

99 *Re Dee Valley Group Plc* (2017) WLR(D) 85. Zie hierover uitgebreid Pilkington 2017, p. 112-114. Reeds eerder liet de Hongkongse rechter zich hierover uit, zie *re PCCW Ltd* (2009) 3 HKC 292.

100 Pilkington 2017, p. 114.

101 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 143 en Payne 2014, p. 264. Zie ook Tollenaar 2016, par. 7.12.

102 Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 265, Pilkington 2017, p. 17 e.v., Paterson 2018, p. 485-486, Payne 2018, p. 459 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 586-587. Zie ook Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, mei 2016, p. 23: een *cramdown* van *out of the money* klassen is enkel mogelijk in combinatie met een *administration*.

scheme is that NewCo, unburdened by debts to junior creditors, is able to operate profitably and satisfy its obligations to the senior creditors.”¹⁰³ De (relevante) activa van de vennootschap worden overgeheveld naar een nieuwe vennootschap, een *Newco*. De *out of the money* schuldeisers en aandeelhouders blijven achter in de oude vennootschap.¹⁰⁴ Aandeelhouders houden dan aandelen in een lege vennootschap. De overdracht vindt vaak plaats door middel van een *pre-packaged administration* of een executie van zekerheidsrechten.¹⁰⁵ De *scheme* wijzigt alleen de rechten van de *in the money* schuldeisers. De *in the money* schuldeisers ontvangen een belang in de *Newco*, in de vorm van een nieuw schuldinstrument of aandelen. De *scheme* is nodig om de tegenstemmende *in the money* schuldeisers te dwingen door te financieren. Zij moeten genoeg nemen met een belang in de *Newco* in plaats van een vergoeding in contanten.¹⁰⁶ De klassen van *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers, die zijn achtergebleven in de oude vennootschap, hoeven niet te worden opgeroepen voor een stemming over een dergelijke *scheme* omdat hun rechten niet wijzigen onder de *scheme*.¹⁰⁷ Hun juridische rechten blijven weliswaar onaangetast – aandeelhouders behouden dezelfde rechten in en jegens de vennootschap – maar deze zijn in essentie niets waard omdat de activa zich in de *Newco* bevinden.

Een *transfer scheme* betreft geen herstructurering binnen dezelfde juridische entiteit.¹⁰⁸ Bovendien is een *transfer scheme* duur en complex.¹⁰⁹ Het is wel de manier om onder het huidige recht om te gaan met *out of the money* aandeelhouders (en schuldeisers), zonder het risico te lopen dat zij een veto uitspreken en zonder hen te hoeven compenseren voor het wijzigen of geheel ontnemen van hun rechten.¹¹⁰

103 Pilkington 2017, p. 16.

104 O.a. Payne 2014, p. 247 en Pilkington 2017, p. 19.

105 Tollenaar 2016, p. 210.

106 Zie Tollenaar 2016, par. 7.12. Tollenaar verwoordt de gevolgen van het ontbreken van een *scheme* als volgt: “indien de dissidente crediteuren voor hun in the money belang in de vennootschap bij een overdracht van de onderneming aan Newco een vergoeding in geld zouden kunnen blijven verlangen, zou de onderneming moeten worden verkocht aan een derde tegen betaling in contanten of zouden de in the money crediteuren die wel bereid zijn door te financieren geld beschikbaar moeten stellen om de dissidente crediteuren tegen betaling in contanten uit te nemen (“cash leakage”).”

107 Payne 2014, p. 42-43. Voorbeelden zijn *re Mytravel Group Plc* (2004) EWCA Civ 1734, *re McCarthy and Stone plc* (2009) EWHC 1116 (Ch), *re Bluebrook Ltd* (2009) EWHC 2114 (Ch) en *re Wind Hellas Telecommunications (Luxembourg) V* (2010) EWHC 2857 (Ch). Zie voor een uitgebreide bespreking van de laatstgenoemde uitspraak: Pilkington 2017, annex 2. Enkel in *re Tea Corporation Ltd* (1904) 1 Ch 12 werden de rechten van aandeelhouders wel gewijzigd omdat zij, in tegenstelling tot de hiervoor opgesomde uitspraken, aandelen verkregen in de *Newco*. De rechter in de zaak sprak destijds van ‘a gift’ voor de aandeelhouders. Zie Payne 2014, p. 44-45 en p. 241 en Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 265.

108 Herstructurering met behoud van de juridische entiteit kan daarentegen gewenst zijn wanneer de vennootschap bepaalde juridische aanspraken heeft die nodig zijn voor de onderneming, bijv. licenties, certificaten en gunstige langetermijncontracten die niet kunnen worden overgedragen. Zie bijv. Madaus 2011a, p. 753 en Bork 2012, p. 14.

109 Payne 2018a, p. 114.

110 Zie par. 4.3.1 over dat bij de *scheme* een zekere vorm van ‘give and take’ is vereist.

Zodra een *scheme* hun rechten wijzigt, moeten aandeelhouders in de gelegenheid worden gesteld om te stemmen over het akkoord.¹¹¹ In de praktijk stemmen aandeelhouders doorgaans in met een *scheme* wanneer het duidelijk is dat zij *out of the money* zijn.¹¹² Zij weten immers dat wanneer zij niet voor de *scheme* stemmen, een *transfer scheme* het alternatief is.

Wanneer is een aandeelhouder out of the money?

Er zijn naar Engels recht twee waarderingsstandaarden om te bepalen of een aandeelhouder of een schuldeiser nog een economisch belang in de vennootschap heeft: de waarde die hoort bij de situatie dat de *scheme* niet intreedt en de waarde die hoort bij de situatie dat de *scheme* wel doorgang vindt, de reorganisatiewaarde. Deze waarderingsstandaarden zijn in de rechtspraak ontwikkeld. De rechtspraak is echter niet eenduidig en bovendien bestaan weinig uitspraken.¹¹³ De reden hiervoor is dat de waardering van de onderneming vooral een rol speelt bij een *cramdown* van een gehele stemklasse, iets wat onder het huidige recht alleen te bereiken is via een *transfer scheme* met een *pre-packaged administration* en niet vaak voorkomt.¹¹⁴ Bij een *pre-packaged administration* is het met name aan de *administrator* de waardering te bepalen. De rol van de rechter is daarbij minder bepalend.¹¹⁵ Daarnaast hebben Engelse rechters, vanwege de financiële crisis, vooral te maken gehad met *schemes* waarbij het overduidelijk was dat klassen *out of the money* waren.¹¹⁶

De eerste waarderingsmethode is traditioneel gezien het uitgangspunt in Engeland.¹¹⁷ Het gaat daarbij om de *counterfactual*: wat is het alternatief indien de *scheme* niet wordt gehomologeerd. De zaken waarnaar het meest wordt verwezen in dit kader zijn zaken waarin liquidatie het enige reële alternatief was.¹¹⁸ In de literatuur wordt derhalve dikwijls de liquidatiewaarde als waarderingsstandaard genoemd.¹¹⁹ Het kan

111 Het is niet juist te stellen dat *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers per definitie niet stemmen over een akkoord. Dit wordt wel zonder nadere onderbouwing betoogd door o.a. Bork 2012, p. 247, Pilkington 2017, p. 127 en p. 136-137 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 585-586.

112 Dit blijkt ook uit gesprekken gehouden met Engelse herstructureringsexperts, J. Marshall (Allen & Overy London) en S. Paterson (London School of Economics), op 18 juni 2019.

113 Payne 2014, p. 249, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 267, Pilkington 2017, p. 136 en Paterson 2018, p. 487.

114 Tollenaar 2016, p. 211 en Payne 2018, p. 141.

115 Payne 2018, p. 139-141.

116 Payne 2014, p. 253.

117 O.a. Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 266 en Paterson 2018, p. 488.

118 De bekendste zaken zijn *re Tea Corporation Ltd* (1904) 1 Ch 12 en *re Mytravel Group Plc* (2004) EWCA Civ 1734. Zie uitgebreid over waardering: Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 266-272 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, par. 6.3.2.2.2.

119 Paterson 2018, p. 488 en Payne 2018a, p. 139.

daarbij gaan om een *going concern* liquidatie of een *piecemeal* liquidatie. Het is echter doorgaans niet eenduidig te bepalen of het alternatief liquidatie is.¹²⁰ De betreffende zaken waarin liquidatie als enig reëel alternatief werd aangenomen, betroffen ongewone omstandigheden.¹²¹ In *re Mytravel Group Plc* zouden de autoriteiten de vlieglicentie van de vennootschap intrekken indien de herstructurering geen doorgang zou vinden. Liquidatie zou dan het enige alternatief zijn. De vennootschap in *re Tea Corporation Ltd* verkeerde al in liquidatie. Meer voor de hand ligt echter dat *administration* het alternatief is wanneer een *scheme* geen doorgang vindt.¹²²

Kritiek op de *counterfactual* als waarderingsmaatstaf, en met name de jurisprudentie waarin de liquidatiewaarde is gekozen, is dat niet wordt uitgegaan van de waarde die met de *scheme* wordt gecreëerd, de reorganisatiewaarde.¹²³ Een *scheme* wordt meestal gebruikt om liquidatie van een levensvatbare onderneming juist te voorkomen en een hogere waarde dan de liquidatiewaarde te genereren.¹²⁴ Wanneer de liquidatiewaarde het uitgangspunt is, creëert dit de mogelijkheid voor hoger in de uitdeling gerangschikte schuldeisers om aan te voeren dat zij de gehele reorganisatiewaarde moeten verkrijgen en de lager gerangschikte schuldeisers en aandeelhouders niets.¹²⁵ De *in the money* schuldeisers zullen logischerwijs wel de reorganisatiewaarde hebben geschat, zij continueren immers de vennootschap en willen weten wat voor rendement zij kunnen verwachten.¹²⁶

De andere waarderingsstandaard gaat uit van de reorganisatiewaarde, de waarde die wordt gerealiseerd wanneer de rechter de *scheme* homologeert.¹²⁷ Het betreft een waardering van de onderneming *going concern*, niet te verwarren met een *going concern* liquidatie. De reorganisatiewaarde kan op verschillende manieren, vaak in

120 O.a. Payne 2014, p. 249 en Pilkington 2017, p. 144.

121 O.a. Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 267, Pilkington 2017, p. 144 en Paterson 2018, p. 488.

122 Zie *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 74 en Paterson 2018, p. 488.

123 Crystal & Mokal 2006, p. 14, Tollenaar 2016, p. 212 en Pilkington 2017, p. 144. Zie Payne 2014, par. 5.6.3.2 die terughoudend hierover is, mede gezien de huidige stand van zaken in de jurisprudentie.

124 De WHOA hanteert om deze reden de reorganisatiewaarde bij een *cross class cramdown*, zie art. 384 lid 4 sub a Fw.

125 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 145.

126 Zie ook Van den Berg 2019, p. 104. Zie verder par. 3.2.2.

127 Voorstanders van deze benadering zijn o.a. Crystal & Mokal 2006, par. V, O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 145, Tollenaar 2016, par. 7.13 en Pilkington 2017, p. 144.

aanvulling op elkaar, worden berekend.¹²⁸ Eén uitspraak in Engeland ondersteunt deze *going concern* benadering.¹²⁹ Deze zaak wordt veel aangehaald en vaak als *leading case* gezien. In de uitspraak lijkt echter geen algemene regel te zijn gegeven omdat de rechter het moest doen met de waarderingsmaatstaf zoals die (door alle partijen) werd gepresenteerd aan hem, te weten een *going concern* waardering en geen liquidatiewaardering.¹³⁰

Enige duidelijkheid over waardering lijkt in de toekomst te komen. De Engelse regering is voornemens een nieuwe akkoordprocedure, losstaand van de *scheme*, in te voeren met de mogelijkheid van een *cross class cramdown* van stemklassen.¹³¹ Daarbij gaat zij uit van de waardering van de onderneming in het geval van de *next best alternative*: leden van een tegenstemmende klasse moeten ten minste datgene ontvangen onder het akkoord dat zij bij het meest voor de hand liggende alternatief van het akkoord zouden ontvangen.¹³² Dit komt in feite overeen met de *counterfactual*. Ruim een kwart van de (69) *stakeholders* die hebben gereageerd op de consultatieversie uit 2016, waarin overigens nog een liquidatiewaarde als minimumwaarde werd gehanteerd, sprak zijn voorkeur uit voor deze waarderingsmaatstaf.¹³³

Het is afwachten of na de implementatie van de nieuwe akkoordprocedure in de Engelse wet, ook bij een *scheme* eenzelfde waarderingsmaatstaf zal worden gehanteerd. Tevens is de vraag of een *transfer scheme* nog is toegestaan wanneer daarmee bewust de voorwaarden voor een *cross class cramdown* van de nieuwe akkoordprocedure worden omzeild.¹³⁴

128 In *re Bluebrook Ltd* (2009) EWHC 2114 (Ch) ging de rechter uit van drie verschillende benaderingen die tot doel hadden de uitkomst van de andere benaderingen te ondersteunen. Het combineren van waarderingsmethoden (meestal een marktbenadering, een activabenadering en een inkomstenbenadering) is gebruikelijk in de praktijk, zie Payne 2014, p. 252 en Tollenaar 2016, par. 5.6. Zie verder Crystal & Mokal 2006, par. IV. In de genoemde zaak wees de rechter af dat bij het bepalen van de huidige waarde rekening moet worden gehouden met toekomstige waarderingselementen. Dit gebeurt wel bij de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure, zie O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 145 en Payne 2014, p. 253.

129 *Re Bluebrook Ltd* (2009) EWHC 2114 (Ch).

130 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 143 en Payne 2014, p. 251-252.

131 Zie par. 4.4.

132 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 74.

133 Zie *Summary of Responses: A Review of the Corporate Insolvency Framework*, september 2016.

134 Paterson 2018, p. 487.

4.3.6 Homologatie van het akkoord

Enkel wanneer alle stemklassen voor het akkoord hebben gestemd, kan de rechter het akkoord homologeren. De vennootschap dient hiervoor een verzoek in bij de rechter.¹³⁵ Onder de WHOA kan ook de herstructureringsdeskundige als aanbieder van het akkoord hierom verzoeken.¹³⁶ Hierdoor wordt voorkomen dat het bestuur, wellicht onder druk van de aandeelhouders, weigert een verzoek hiertoe in te dienen.

De rechter besluit tijdens de tweede rechtszitting over de homologatie van het akkoord (*sanction hearing*). De bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers mogen bezwaar maken tegen het verzoek om het akkoord te homologeren.¹³⁷ De rechter kan hen horen tijdens de tweede rechtszitting. Ook aandeelhouders en schuldeisers die niet mochten stemmen over het akkoord, omdat de *scheme* geen wijzigingen aanbrengt in hun rechten, mogen bezwaar aantekenen wanneer zij menen dat de *scheme* hen *unfair* behandelt.¹³⁸ *Out of the money* aandeelhouders en schuldeisers die bij een *transfer scheme* worden achtergelaten in de oude lege vennootschap mogen bezwaar maken tegen de *scheme* wanneer zij kunnen aantonen dat zij wel degelijk nog een economisch belang hebben in de vennootschap.¹³⁹ De *scheme* is dan *unfair* jegens hen. Wanneer zij geen economisch belang meer in de vennootschap hebben, is hun bezwaar ongegrond. Payne wijst erop dat dit de juiste benadering is aangezien de wet alleen diegenen moet beschermen die *residual claimants* zijn.¹⁴⁰ Dat zijn niet de *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers.

De rechter is niet verplicht de *scheme* te homologeren.¹⁴¹ De gronden voor homologatie staan niet in de Engelse wet, dit in tegenstelling tot zowel de Richtlijn, de Duitse akkoordprocedure als de WHOA waarin een aantal homologatiegronden is opgenomen.¹⁴² De homologatiegronden uit deze procedures lijken op het in

¹³⁵ S.899 lid 2 CA 2006.

¹³⁶ Art. 383 lid 1 Fw. Zie verder par. 6.5.5.

¹³⁷ Payne 2014, p. 44.

¹³⁸ Payne 2014, p. 77, Tollenaar 2016, p. 210 en Pilkington 2017, p. 133.

¹³⁹ Zie *re Mytravel Group Plc* (2004) EWCA Civ 1734: de *bondholders* voerden aan dat liquidatie niet het enige alternatief was en zij aldus niet *out of the money* waren. De rechter ging hier niet in mee omdat autoriteiten de vlieglicentie van *Mytravel* zouden intrekken indien de herstructurering geen doorgang zou vinden en dit de liquidatie van de *tour operator* zou betekenen. Zie ook *re Bluebrook Ltd* (2009) EWHC 2114 (Ch): de *mezzanine lenders* voerden een andere waarderingsmethode aan waarbij zij niet *out of the money* zouden zijn. De rechter achtte de andere waarderingsmethoden geschikt (zie hierover Van den Berg 2019, par. 5.4.1). Zie verder Payne 2014, p. 44 en p. 77, Oliva-res-Caminal e.a. 2016, p. 254 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 585-586.

¹⁴⁰ Payne 2014, p. 44 en Payne 2018a, p. 138.

¹⁴¹ Payne 2014, p. 68-69.

¹⁴² Zie par. 3.3.7-3.3.8, par. 5.4.5-5.4.6 en par. 6.5.7-6.5.8.

Engeland in de jurisprudentie ontwikkelde toetsingskader.¹⁴³ De rechter dient te toetsen of (i) voldaan is aan de wettelijke en procedurele vereisten, of (ii) de aanwezigen tijdens de vergadering de stemklasse eerlijk hebben vertegenwoordigd en de meerderheid binnen de stemklasse *bona fide* heeft gehandeld en niet de minderheid heeft onderdrukt om eigen belangen te bevorderen die botsen met de belangen van de stemklasse, of (iii) *an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest* redelijkerwijs met het akkoord zou instemmen en of (iv) geen sprake is van ‘*a blot*’. Deze gronden komen achtereenvolgens kort aan bod. De rechter mag overigens de beslissing over de homologatie uitstellen en bevelen dat opnieuw over de aangepaste *scheme* wordt gestemd.¹⁴⁴

Ad (i)

De rechter beoordeelt allereerst of de wettelijke en procedurele voorschriften zijn nageleefd. De rechter weigert de homologatie indien de voorschriften voor de informatieverschaffing door de vennootschap aan de schuldeisers en de aandeelhouders (*explanatory statement*) zijn geschonden, de indeling van de stemklassen niet juist is geschied, de oproeping van de stemklassen niet correct was of de vereiste stemmeerderheden per stemklasse niet zijn behaald.¹⁴⁵ Zoals besproken in paragraaf 4.3.2, toetst de rechter tijdens de eerste rechtszitting reeds de klassenindeling. Het is daardoor niet waarschijnlijk dat de rechter tijdens de tweede rechtszitting een ander standpunt hierover inneemt, tenzij in de tussentijd omstandigheden zijn gewijzigd of nieuwe argumenten naar voren zijn gebracht.¹⁴⁶

Ad (ii)

Vervolgens vergewist de rechter zich ervan of de stemuitslag van iedere stemklasse een eerlijke weergave (*fair representation*) is van de opvattingen van de gehele stemklasse.¹⁴⁷ Bij de klassenindeling spelen de verschillende belangen die aandeelhouders of schuldeisers hebben geen rol, het gaat om hun juridische rechten.¹⁴⁸ Aandeelhouders en schuldeisers kunnen echter uiteenlopende belangen hebben waardoor een belangenvermenging binnen een stemklasse kan optreden. Het gaat bijvoorbeeld om de vraag of

143 *Re National Bank Ltd* (1966) 1 W.L.R. 819, *re Telewest Communications plc* (No. 2) (2004) EWHC 1466 (Ch) en *re TDG plc* (2009) 1 BCLC 445 zijn de meest geciteerde uitspraken in dit kader. Zie voor een uitgebreide bespreking van de voorwaarden uit de jurisprudentie: O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 53-55, Payne 2014, par. 2.4 en Pilkington 2017, p. 125 e.v.

144 *Re Canning Jarrah Timber Co (Western Australia) Ltd* (1900) 1 Ch 708 en *re Expro International Group plc* (2008) EWHC 1543 (Ch).

145 O.a. O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 54, Payne 2014, par. 2.4.2 en Pilkington 2017, p. 127.

146 *Re Hawk Insurance Co Ltd* (2001) EWCA Civ 241. Zie ook O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 55-56 en Payne 2014, p. 70.

147 O.a. *re BTR plc* (2001) 1 BCLC 740. Zie hierover o.a. O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 54, Payne 2014, p. 56 en Pilkington 2017, p. 129 e.v. Een lage opkomst in de stemvergadering kan, maar hoeft niet, een reden zijn om aan een *fair representation* te twijfelen, zie Payne 2014, p. 74.

148 Zie par. 4.3.3.

een dubbele hoedanigheid van een aandeelhouder het stemgedrag binnen een klasse dusdanig heeft beïnvloed dat de meerderheid die voor heeft gestemd niet een eerlijke vertegenwoordiging van de leden van de gehele klasse betreft.¹⁴⁹ De meerderheid binnen een stemklasse moet *bona fide* handelen en mag de minderheid niet onderdrukken om eigen belangen te bevorderen die botsen met de belangen van de gehele stemklasse.¹⁵⁰ Dit is in feite een invulling van de in paragraaf 2.7.2 besproken algemene norm dat een meerderheidsaandeelhouder zijn macht niet mag misbruiken ten koste van de minderheidsaandeelhouder(s).

Ad (iii)

Voorts toetst de rechter of de commerciële inhoud van het akkoord dusdanig *fair* is dat een ‘maatman’ aandeelhouder of schuldeiser – “an intelligent and honest man, a member of the class concerned and acting in respect of his interest” – het redelijkerwijs zou aanvaarden.¹⁵¹ Het zijn immers de leden van de stemklassen die het beste in staat zijn te beoordelen of de *scheme* hen commercieel voordeel brengt.¹⁵² De rechter oordeelt dus niet of het akkoord zelf *fair* is, maar of een aandeelhouder of een schuldeiser het redelijkerwijs zou goedkeuren. Er moet wel sprake zijn van een zekere vorm van ‘*give and take*’, anders is het geen akkoord.¹⁵³ Een rechter zal in het algemeen aannemen dat een ‘maatman’ aandeelhouder of schuldeiser het akkoord redelijkerwijs zou aanvaarden indien deze voldoende tijd en informatie heeft gehad om zijn opties te overwegen.¹⁵⁴

Ad (iv)

Tot slot mag de rechter wegens andere gronden de homologatie van de *scheme* weigeren.¹⁵⁵ Er wordt ook wel gesproken dat geen sprake mag zijn van *a blot* (een smet) op het akkoord. Het geeft de rechter in feite onbeperkte vrijheid een akkoord niet te homologeren indien hiervoor een reden aanwezig is, bijvoorbeeld wanneer de *scheme* doeloverschrijding bij de vennootschap teweegbrengt.¹⁵⁶ De Engelse rechter heeft aldus een ruime mate van discretionaire bevoegdheid om de homologatie te weigeren. Homologatie van een akkoord betreft geen *rubber stamp*, de rechter komt daadwerkelijk ruimte toe om homologatie te weigeren.¹⁵⁷ De Nederlandse WHOA bevat een enigszins vergelijkbare homologatiegrond: de rechter weigert om “andere redenen” de homologatie.¹⁵⁸

149 Zie par. 4.3.3.

150 *Re National Bank Ltd* (1966) 1 W.L.R. 819 en *re Equitable Life Assurance Society* (2002) EWHC 140 (Ch).

151 *Re National Bank Ltd* (1966) 1 W.L.R. 819. Een substantiële stemmeerderheid beïnvloedt de rechter wel sterk bij zijn oordeel over de vraag of een akkoord *fair* is, zie Pilkington 2017, p. 131.

152 *Re Telewest Communications plc* (2004) EWHC 924 (Ch).

153 Zie par. 4.3.1. Zie ook Pilkington 2017, p. 132.

154 *Re English, Scottish, and Australian Chartered Bank* (1893) 3 Ch. 385. Zie ook Pilkington 2017, p. 132.

155 Zie o.a. O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 54-55 en Tollenaar 2016, par. 7.11.5.

156 *Re Oceanic Steam Navigation Company Ltd* (1939) 1 Ch 41.

157 Payne 2014, p. 73, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 259, Pilkington 2017, p. 128 en Payne 2018a, p. 138.

158 Art. 384 lid 2 sub i Fw.

4.3.7 Gevolgen van een gehomologeerde scheme

Vanaf het moment dat de homologatiebeslissing is gedeponneerd bij de *Registrar of Companies* is de *scheme* algemeen verbindend voor alle aandeelhouders en schuldeisers uit de geraakte stemklassen en voor de vennootschap zelf.¹⁵⁹ Het betreft de juridisch gerechtigden tot een aandeel of een vordering, niet de economisch gerechtigden.¹⁶⁰ Het akkoord is ook bindend voor aandeelhouders en schuldeisers die ten onrechte niet zijn opgeroepen voor de stemvergaderingen, bijvoorbeeld omdat zij onbekend waren voor de vennootschap.¹⁶¹ Dit zal echter niet snel aan de orde zijn bij aandeelhouders aangezien de vennootschap het aandeelhoudersregister raadpleegt voor de oproeping.

In de *scheme* zelf is bepaald hoe de *scheme* zal worden uitgevoerd. Doorgaans zal de uitvoering van de *scheme* in de handen liggen van het bestuur van de vennootschap. De uitvoering van een *scheme* kan echter ook geschieden door een onafhankelijke derde (*scheme supervisor*).¹⁶²

4.3.8 Rechtsmiddelen

Tegen de homologatie van de *scheme* staat hoger beroep open, in beginsel binnen 21 dagen na de homologatie.¹⁶³ Onder de WHOA is, mijns inziens onterecht, hoger beroep niet mogelijk.¹⁶⁴ Hoger beroep schorst de werking van het akkoord niet. Een aandeelhouder of een schuldeiser die beroep instelt, moet eerst verlof van de rechter verkrijgen.¹⁶⁵ Er is geen beperking in de gronden waarop een aandeelhouder of een schuldeiser in hoger beroep mag komen. In beginsel mag een aandeelhouder of een schuldeiser geen beroep aantekenen wanneer hij niet aanwezig was bij de homologatiezitting.¹⁶⁶

De rechter in hoger beroep oordeelt in de regel enkel over rechtsvragen, niet over de discretionaire bevoegdheid van de rechter.¹⁶⁷ De *fairness* van een akkoord staat niet (meer) ter discussie. Een rechter in hoger beroep zal niet snel een gehomologeerd

¹⁵⁹ S.899 lid 3 en lid 4 CA 2006.

¹⁶⁰ Zie par. 4.3.4.

¹⁶¹ O.a. Bork 2012, p. 259, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 261 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 586. Dit mag niet leiden tot een *unfair treatment* van de niet opgeroepen schuldeiser.

¹⁶² Pilkington 2017, p. 50.

¹⁶³ Zie Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), Part 52 en Practice Direction 52 - Appeals. Zie verder O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 56-58 en Tollenaar 2016, par. 7.14.

¹⁶⁴ Art. 369 lid 10 Fw. Zie hierover par. 6.5.10.

¹⁶⁵ Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), Rule 52.3.

¹⁶⁶ O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 57.

¹⁶⁷ O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 57 en Tollenaar 2016, p. 215.

akkoord ongedaan maken.¹⁶⁸ Zo liet de rechter in hoger beroep zelfs een akkoord in stand dat door fraude tot stand is gekomen wanneer de rechter de *scheme* nog steeds zou hebben gehomologeerd wanneer de fraude zou ontbreken.¹⁶⁹

Cassatie is mogelijk, zij het dat de cassatierechter enkel rechtsvragen van algemeen belang toetst.¹⁷⁰

4.3.9 Aandeelhoudersrechten

Een *scheme* kan rechten van aandeelhouders wijzigen of het aandelenbelang aan bestaande aandeelhouders ontnemen. Aandeelhouders moeten, zoals vermeld, wel instemmen met deze wijzigingen. Bovendien moet sprake zijn van een zekere vorm van ‘*give and take*’. Met andere woorden, aandeelhouders moeten wel enige compensatie ontvangen voor de wijziging of ontneming van hun rechten. Het ontnemen van het aandelenbelang van bestaande aandeelhouders, bijvoorbeeld door intrekking van aandelen, is bij een *scheme* lastig.¹⁷¹ De aandeelhouders zullen er immers zelf mee moeten instemmen. Een *cross class cramdown* van een aandeelhoudersklasse is in tegenstelling tot de Nederlandse WHOA niet mogelijk. Slechts de in paragraaf 4.3.5 besproken constructie van een *transfer scheme* kan een veto van een tegenstemmende *out of the money* aandeelhoudersklasse omzeilen.

Een *scheme* omvat in de praktijk vooral een indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten – door een verwatering van het aandelenbelang als gevolg van de uitgifte van nieuwe aandelen met uitsluiting van het voorkeursrecht van de bestaande aandeelhouders – en niet een directe wijziging van aandeelhoudersrechten.¹⁷²

Wanneer een wijziging van de statutaire rechten verbonden aan een aandeel nodig is voor een herstructurering is dit eenvoudiger te bereiken met een statutenwijziging dan met een *scheme*.¹⁷³ In de paragrafen 2.5 en 2.6 kwam aan bod welke soorten aandelen (*classes of shares*) van belang kunnen zijn bij een preventieve herstructurering. In het kader van een preventieve herstructurering kan het bijvoorbeeld wenselijk zijn bepaalde financiële rechten verbonden aan een aandeel te wijzigen, zoals een beperking van het winstrecht. Een wijziging van de rechten behoeft een wijziging

168 Zo ook Paterson 2018, p. 476.

169 *Re Fletcher v. Royal Automobile Club Ltd* (2001) 1 BCLC 331. Zie O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 53 en Payne 2014, p. 79.

170 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 57.

171 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 200-202 en Payne 2014, p. 173-174.

172 Zie bijv. *re Gulf Keystone Petroleum Ltd* (2016) EWHC 3040 (Ch) en *re Ladbroke’s Coral Group Plc* (2018) EWHC 1382 (Ch).

173 O.a. O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 202 en Payne 2014, p. 173. Slechts in uitzonderlijke situaties staat in de statuten van een vennootschap dat wijziging van de statuten enkel kan door middel van een *scheme*.

van de statuten. De algemene vergadering besluit, met een driekwart stemmeerderheid, over een statutenwijziging.¹⁷⁴ Een wijziging van rechten verbonden aan een bepaalde soort aandelen, behoeft tevens de goedkeuring van de houders van die soort aandelen, met eenzelfde stemmeerderheid.¹⁷⁵ De *scheme* vereist daarentegen per stemklasse een meerderheid in aantal aandeelhouders (*headcount*) én een driekwartmeerderheid in waarde. Het is dus eenvoudiger de aandeelhouders te laten besluiten over een statutenwijziging in de algemene vergadering dan hen te betrekken bij een (*creditor*) *scheme*. In de *scheme* wordt dan opgenomen dat implementatie van de *scheme* plaatsvindt onder de opschortende voorwaarde dat de algemene vergadering tot de statutenwijziging besluit. Wanneer een preventieve herstructurering echter meer omvat dan een wijziging van de statutair neergelegde aandeelhoudersrechten en bijvoorbeeld nieuw kapitaal is vereist om ook de vorderingen van schuldeisers te herstructureren, kan de vennootschap ervoor kiezen ook aandeelhouders te betrekken bij de *scheme*.

De aandeelhouders die worden geraakt door de *scheme* stemmen over het akkoord in een of meerdere stemklasse(n). Het stemmen over het akkoord vervangt niet de benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten voor de implementatie van de *scheme*, zoals een aandelenuitgifte of een statutenwijziging.¹⁷⁶ De enige uitzondering betreft de wijziging van aandeelhoudersrechten van een klasse. Toestemming van de desbetreffende klasse is niet vereist naast de stemming over de *scheme*.¹⁷⁷

Het voorgaande brengt met zich dat naast de oproeping van de geraakte aandeelhouders voor de stemming over het akkoord (*court meeting*), de algemene vergadering moet worden opgeroepen voor een buitengewone vergadering (*extraordinary general meeting*).¹⁷⁸ De stemming over de *scheme* (de stemklassen) en de vennootschapsrechtelijke besluiten (algemene vergadering) vindt normaliter, achtereenvolgens, op dezelfde dag plaats.¹⁷⁹

174 S.21 CA 2006 jo. s.283 CA 2006. In de statuten kan een afwijkende regeling zijn opgenomen.

175 S.630 lid 2 en lid 4 CA 2006. In de statuten mag een afwijkende regeling worden opgenomen.

176 Zie ook Bork 2012, p. 223. Zie par. 2.5-2.6 voor mogelijk benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten. Een statutenwijziging moet worden gedeponereerd bij de *Companies House* (de Engelse variant van de Kamer van Koophandel), zie s.901 lid 2 CA 2006.

177 S.632 CA 2006. Zie Payne 2014, p. 173, voetnoot 123. Onder de WHOA zijn bepaalde besluiten van de algemene vergadering niet vereist, zie art. 370 lid 5 Fw. Zie hierover verder par. 6.5.11.4.

178 Zie voor een voorbeeld waarin het verschil tussen het stemmen over de *scheme* en het stemmen in de algemene vergadering duidelijk naar voren komt: *re Allied Domecq plc* (2000) 1 BCLC 134.

179 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 52.

Zowel in de literatuur als in de jurisprudentie bestaat weinig tot geen aandacht voor de positie van aandeelhouders onder een *scheme* of voor eventueel benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten.¹⁸⁰ Dit heeft te maken met het feit dat in de praktijk aandeelhouders die *out of the money* zijn doorgaans instemmen met een *scheme* en ook met de vennootschapsrechtelijke besluiten omdat zij weten dat een *transfer scheme* – een *scheme* gecombineerd met de overdracht van de activa van de vennootschap – het alternatief is.¹⁸¹ De uitspraken waarin een *debt for equity swap* onderdeel is van een *scheme* betroffen een *transfer scheme*.¹⁸² Zoals vermeld in paragraaf 4.3.5, wijzigt een dergelijke *scheme* de rechten van bestaande *out of the money* aandeelhouders niet. Zij mogen niet stemmen over de *scheme*. De goedkeuring van de ‘bestaande’ aandeelhouders die achterblijven in de oude lege vennootschap is ook niet vereist voor de (implementatie van de) *debt for equity swap* in de *Newco*. De *debt for equity swap* vindt namelijk plaats in een andere vennootschap, te weten de *Newco*. Een *scheme* met een *Newco* betreft geen de iure ontneming van het aandeelhouderschap, maar de facto wel omdat de bestaande aandeelhouders aandelen houden in een lege vennootschap.

In Nederland ontbreekt een met de *scheme* vergelijkbare jarenlange ervaring met onderhandelingen ‘in the shadow of the law’. Aandeelhouders stemmen in Engeland, zoals vermeld, doorgaans in met zowel een *scheme* als met de daarvoor benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten. Het is mijns inziens juist dat onder de WHOA bepaalde besluitvorming door de algemene vergadering niet is vereist. Aandeelhouders kunnen anders, hoewel een *cross class cramdown* van een aandeelhoudersklasse mogelijk is onder de WHOA, de totstandkoming van een akkoord alsnog frustreren. Dit komt aan bod in paragraaf 6.5.11.4.

4.3.10 Tussenconclusie scheme

De *scheme* heeft zichzelf bewezen als een flexibel instrument dat een vennootschap in de gelegenheid stelt uiteenlopende afspraken aan te bieden aan verschillende partijen. Het wijzigen van aandeelhoudersrechten kan onderdeel zijn van een *scheme*. De aandeelhouders van wie de rechten worden gewijzigd, stemmen in stemklassen over het akkoord.¹⁸³ De algemene vergadering dient vervolgens nog de voor de uitvoering van het akkoord eventueel vereiste vennootschapsrechtelijke

¹⁸⁰ Bork 2012, p. 231 en Wolf 2015, p. 190.

¹⁸¹ Richard Snowden (rechter bij de High Court of the Chancery Division UK) tijdens het ‘Eyes on Insolvency’-congres op 27 januari 2017. Dit was het geval voor obligatiehouders in *re Mytravel Group Plc* (2004) EWCA Civ 173. Zie Payne 2014, p. 248. Zie in vergelijkbare zin: *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 69.

¹⁸² Zie Bork 2012, p. 231, voetnoot 74.

¹⁸³ Zie ook Questionnaire on Insolvency Law and Company Law UK van de Community of Practice on Insolvency and Creditor/Debtor Regimes (project Wereldbank t.a.v. Treatment of Shareholders’ Rights in the Insolvency of Companies).

besluiten te nemen. In de literatuur en de jurisprudentie is er weinig tot geen aandacht voor dwarsliggende aandeelhouders. Dit heeft te maken met het feit dat vennootschappen een constructie van een *transfer scheme* kunnen gebruiken om *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers te omzeilen. *Out of the money* aandeelhouders stemmen doorgaans onder dreiging van deze constructie in met een ‘normale’ *scheme* en de benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten. In de toekomst zal een dergelijke constructie wellicht niet meer nodig zijn. De Engelse regering is voornemens een *cross class cramdown* van stemklassen in te voeren in een nieuwe akkoordprocedure.¹⁸⁴ Dit en andere hervormingen komen in de volgende paragraaf aan bod.

4.4 Hervormingen: A Review of the Corporate Insolvency Framework

De Engelse regering heeft hervormingen aangekondigd op het gebied van het insolventierecht. De hervormingen zijn vooral ingegeven vanuit de gedachte dat Engeland een belangrijke Europese (en wereld) speler moet blijven op het gebied van preventieve herstructurerings.¹⁸⁵ In 2016 publiceerde de Engelse regering een consultatiedocument met daarin haar voorgenomen herzieningen van het insolventierecht.¹⁸⁶ Ruim zeventig *stakeholders*, waaronder belangenorganisaties en advocatenkantoren, hebben op de consultatie gereageerd.¹⁸⁷ De regering kwam vervolgens in augustus 2018 met een reactie op de consultatiereacties en presenteerde haar (niet gedetailleerde) aangepaste plannen.¹⁸⁸

De voorgestelde hervormingen zien op vier terreinen: de introductie van een nieuw moratorium voor vennootschappen in financieel zwaar weer, regels over de voortzetting van lopende overeenkomsten, de introductie van een nieuwe akkoordprocedure met een *cross class cramdown* en regels over nieuwe financiering. Met de introductie van een moratorium komt de regering tegemoet aan een belangrijk kritiekpunt op de *scheme*.¹⁸⁹ Een moratorium moet beschikbaar worden voor iedere vennootschap die reeds insolvent is of dit voorziet en een levensvatbare onderneming heeft.¹⁹⁰ Hierdoor kunnen schuldeisers zich gedurende een bepaalde periode niet verhalen op het vermogen van de vennootschap.

¹⁸⁴ Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, mei 2016.

¹⁸⁵ *Summary of Responses: A Review of the Corporate Insolvency Framework*, september 2016, p. 2 en *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 5. Zie ook Payne 2018, p. 464.

¹⁸⁶ Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, 25 mei 2016.

¹⁸⁷ *Summary of Responses: A Review of the Corporate Insolvency Framework*, september 2016.

¹⁸⁸ *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018.

¹⁸⁹ Zie Payne 2018a, p. 143-147 over het voorgestelde moratorium.

¹⁹⁰ Zie uitgebreid Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, 25 mei 2016, p. 10-18.

De Engelse regering heeft ervoor gekozen een nieuwe akkoordprocedure te introduceren en niet de *scheme* of de hierna te bespreken *cva* aan te passen op de belangrijkste knelpunten.¹⁹¹ De voorgestelde nieuwe procedure lijkt echter in zeer grote mate op de *scheme*. Het betreft eveneens een akkoordprocedure, toegankelijk voor zowel solvente als insolvente vennootschappen, met de indeling van betrokken schuldeisers in verschillende stemklassen, een eerste rechtszitting waarin de rechter de klassenindeling toetst, een stemming over het akkoord en een tweede rechtszitting voor de homologatie van het akkoord.¹⁹² Bewust is gekozen voor vergelijkbare bepalingen als de bepalingen van de *scheme*, zodat ook de lang gevestigde uitgebreide jurisprudentie met betrekking tot de *scheme* geldt.¹⁹³

Cross class cramdown

Het grootste verschil met de *scheme* betreft dat de voorgestelde procedure de mogelijkheid bevat om niet alleen de minderheid binnen een stemklasse te binden aan een akkoord, maar ook de tegenstemmende klassen van schuldeisers (*cross class cramdown*). Het voorstel voorziet opmerkelijk genoeg niet in een *cross class cramdown* van klassen van aandeelhouders. Diverse *stakeholders* gaven dit aan in hun reactie op het consultatiedocument van 2016.¹⁹⁴ Het lijkt erop dat de bedoeling van de Engelse regering is dat de voorwaarden voor een *cross class cramdown* ook gelden voor aandeelhoudersklassen.¹⁹⁵

Het voorstel bevat een aantal voorwaarden voor een *cross class cramdown*. Allereerst dient ten minste één klasse van schuldeisers van wie de vorderingen niet volledig worden voldaan (*impaired creditors*) voor het akkoord te stemmen.¹⁹⁶ Voorts moet voldaan zijn aan de *absolute priority rule* (*APR*): de vorderingen van een tegenstemmende klasse van schuldeisers moeten volledig zijn voldaan voordat een junior klasse een uitkering ontvangt of een belang mag behouden onder het akkoord. Een afwijking van de *APR* is toegestaan indien dit noodzakelijk is voor het bereiken van het doel van de herstructurering én de afwijking *just and equitable* is gelet op de omstandigheden van het geval.¹⁹⁷ Dit lijkt op de regels uit de

191 “It was clear that there were concerns around the possibility of modifying the existing framework for schemes of arrangement which respondents said works well. The Government is aware of the importance of schemes of arrangements to facilitate the restructuring of large international companies and as a result does not propose to make any changes to the existing law of schemes.” Zie *Summary of Responses: A Review of the Corporate Insolvency Framework*, september 2016, p. 65.

192 Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, 25 mei 2016, p. 22-27.

193 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 66.

194 *Summary of Responses: A Review of the Corporate Insolvency Framework*, september 2016.

195 Dit blijkt uit een gesprek met herstructureringsdeskundige J. Marshall (Allen & Overy London), gehouden op 18 juni 2019.

196 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 73.

197 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 72.

Richtlijn en de WHOA waaronder een afwijking van de *APR* is toegestaan.¹⁹⁸ Tot slot mogen de schuldeisers uit de tegenstemmende klasse niet slechter af zijn dan in de situatie dat de *scheme* geen doorgang zou vinden.¹⁹⁹ Dit betreft een waardering van de onderneming in het geval van het *next best alternative* scenario.²⁰⁰ Vaak zal *administration*, en niet zozeer *liquidation*, het beste alternatief zijn voor een levensvatbare onderneming.²⁰¹ In paragraaf 4.3.5 kwam deze waarderingsmaatstaf aan bod en merkte ik op dat dit een merkwaardige maatstaf is in het kader van de *APR* omdat hij geen rekening houdt met de waarde van de onderneming die wordt gecreëerd door de herstructurering, de reorganisatiewaarde. De invoering van een *cross class cramdown* zal tot een grotere rol voor de Engelse rechter leiden dan onder de huidige wetgeving.²⁰² De waardering is thans onder de *scheme* alleen een mogelijk discussiepunt bij een *transfer scheme* en dan speelt doorgaans de *administrator* een grote rol bij de waardering en niet zozeer de rechter. Bij de voorgestelde regeling is een *administrator* niet nodig. De rechter zal bij zijn beoordeling over de homologatie van het akkoord moeten toetsen of de door de aanbieder van het akkoord gekozen *next best alternative* passend is, ook als er geen bezwaar tegen de waardering wordt gemaakt.²⁰³

Aanbieder van een akkoord

De bevoegdheid tot het aanbieden van een akkoord is een ander verschil tussen de *scheme* en de voorgestelde akkoordprocedure. Onder de *scheme* mag de vennootschap (of de *administrator* of de *liquidator*) een akkoord aanbieden en mogen schuldeisers en aandeelhouders dit slechts met instemming van de vennootschap. Onder de voorgestelde akkoordprocedure mag alleen de vennootschap (of de *administrator* of de *liquidator*) een akkoord aanbieden. Schuldeisers en aandeelhouders mogen echter wel een tegenakkoord aanbieden, indien zij hiervoor de goedkeuring van de rechter verkrijgen.²⁰⁴ Schuldeisers zijn dus niet meer afhankelijk van de instemming van het bestuur van de vennootschap en de aandeelhouders.

198 Art. 11 lid 2 tweede volzin Richtlijn en art. 384 lid 4 sub a Fw. Zie verder par. 3.3.8.2 onder b en par. 6.5.8.3.

199 Dit vereiste lijkt, als onderdeel van de vraag of een akkoord *fair and equitable* is, te gelden voor iedere schuldeiser die wordt geraakt door het akkoord, zie Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, 25 mei 2016, p. 26. Het vereiste wordt echter alleen uitgewerkt bij een *cross class cramdown*.

200 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 74.

201 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 74.

202 Payne 2018a, p. 141.

203 Payne 2018a, p. 141.

204 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 67.

Stemmeerderheden

Daarnaast is de stemmeerderheid enigszins anders. Zoals vermeld in paragraaf 4.3.4, bestond kritiek op het *headcount* vereiste van de *scheme*. De Engelse regering uitte haar zorgen dat met een afschaffing van het *headcount* vereiste de belangen van de minderheidsaandeelhouders niet voldoende zouden zijn beschermd. De voorgestelde akkoordprocedure bevat daarom een aangepaste *headcount*: naast een stemmeerderheid van 75% van de waarde van de vorderingen is een stemmeerderheid vereist van meer dan de helft van de totale waarde van de vorderingen van zogenaamde *unconnected creditors*.²⁰⁵ *Connected creditors* zijn schuldeisers die bijvoorbeeld tevens bestuurder of aandeelhouder zijn.²⁰⁶ Deze schuldeisers kunnen dus niet zomaar de *unconnected creditors* binden aan een akkoord.

4.5 Company voluntary arrangement

De *company voluntary arrangement (cva)* is in 1986 geïntroduceerd in reactie op de hoge kosten en complexiteit van de *scheme*. Een *cva* is, evenals de *scheme*, een procedure die de totstandbrenging van een dwangakkoord faciliteert.²⁰⁷ Een groot verschil tussen beide procedures betreft de rol van de rechter. Bij een *cva* is in beginsel de rechter in zijn geheel niet betrokken. Een vergelijkbare procedure ontbreekt in Nederland. De *cva* is geregeld in de Insolvency Act 1986. Een openingscriterium van financiële nood ontbreekt, evenals bij de *scheme*. Wanneer een solvante vennootschap die in financieel zwaar weer verkeert, gebruikmaakt van de *cva* is de procedure te zien als een preventieve herstructureringsprocedure.²⁰⁸

Een *cva* wordt vooral gebruikt voor het herstructureren van schulden van retailondernemingen.²⁰⁹ Een *cva* kan de vorderingen van concurrente schuldeisers van deze ondernemingen herstructureren. Dit is, naast het ontbreken van rechterlijke betrokkenheid, een ander groot verschil met de in paragraaf 4.3 besproken *scheme*, en tevens nadeel van de *cva*.²¹⁰ Een *cva* kan geen wijzigingen aanbrengen in vorderingen en bijbehorende rechten van schuldeisers met zekerheidsrechten of van preferente schuldeisers, tenzij zij zelf hiermee instemmen.²¹¹ Concurrente schuldeisers zijn in

205 *Insolvency and Corporate Governance, Government Response*, 26 augustus 2018, p. 70-71.

206 S.249 IA 1986.

207 De procedure is geregeld in deel 1 IA 1986 en deel 2 IR 2016.

208 In de praktijk maken vooral vennootschappen die insolvent zijn, gebruik van de procedure. Zie o.a. Mayson, French & Ryan 2016, p. 679 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 599.

209 <https://www.ft.com/content/59969002-61db-11e9-b285-3acd5d43599e>. Zie ook O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 105 die aangeven dat een *cva* niet wordt gebruikt bij complexe herstructurerings, maar vooral bij herstructurerings met *landlords*. In 2014 was het percentage mislukte *cva*'s zestig procent, zie Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, mei 2016, p. 22.

210 O.a. Parry 2008, p. 132, Payne 2014, p. 222-223 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 598.

211 S.4 lid 3 en lid 4 IA 1986.

de praktijk niet zozeer geïnteresseerd in het verkrijgen van een aandelenbelang in de vennootschap. Het is niet gebruikelijk dat de rechten van aandeelhouders wijzigen onder een *cva*.²¹² Het kan evenwel voorkomen dat aandeelhoudersrechten wijzigen, bijvoorbeeld wanneer een *debt for equity swap* onderdeel is van een *cva* of een investeerder aandelen in de vennootschap zal verkrijgen.²¹³ Het doel en de inhoud van een *cva* komen immers grotendeels overeen met die van de *scheme*.²¹⁴ De *cva* betreft een akkoord ten aanzien van “a composition in satisfaction of its debts” of “a scheme of arrangement of its affairs.”²¹⁵ Het eerste ziet op een herstructurering van schulden van de vennootschap. Een “scheme of arrangement of its affairs”, niet te verwarren met de procedure de *scheme of arrangement*, is ruimer dan een herstructurering van schulden en kan in feite alles omvatten waar partijen overeenstemming over kunnen bereiken. Hoewel, zoals bij de *scheme*, een zekere vorm van ‘give and take’ aanwezig moet zijn, kan hier snel sprake van zijn. Een *cva* kan bijvoorbeeld alleen zien op het instellen van een moratorium.²¹⁶

De *cva* komt hieronder op hoofdlijnen aan bod. De procedure is vrij eenvoudig: een akkoord wordt aangeboden waarover moet worden gestemd door schuldeisers en aandeelhouders. Tot slot wordt dieper ingegaan op de aandeelhouder en zijn rechten onder een *cva*.

4.5.1 Aanvang van de procedure

Het bestuur van de vennootschap is bevoegd, namens de vennootschap, een voorstel tot een akkoord aan te bieden aan de concurrente schuldeisers én de aandeelhouders.²¹⁷ De *administrator* respectievelijk de *liquidator* is bevoegd een akkoord aan te bieden wanneer de vennootschap zich reeds in een *administration* of *liquidation*-procedure bevindt. De *cva* vangt in feite aan op het moment dat het bestuur een voorstel initieert. Het voorstel moet voorzien in de benoeming van een *insolvency practitioner* als *nominee*. Bij *administration* of *liquidation* is de *nominee* de *administrator* of de *liquidator* zelf. De *nominee* is te vergelijken met een stille bewindvoerder. De *nominee* houdt toezicht op de totstandkoming van het akkoord. Het bestuur verschaft de *nominee* de voorwaarden van het akkoord en informatie aangaande de activa en passiva van de vennootschap (*statement of affairs*). De

212 Dit blijkt ook uit gesprekken gehouden met Engelse herstructureringsexperts, J. Marshall (Allen & Overy London) en S. Paterson (London School of Economics), op 18 juni 2019.

213 Wolf 2015, p. 155 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 599. Aandeelhouders stemmen over de *cva*, ongeacht of het akkoord hun rechten wijzigt. Dit komt hierna aan bod.

214 O’Dea, Long & Smyth 2012, p. 107. Zie par. 4.3.1.

215 S.1 lid 1 IA 1986.

216 *Re March Estates plc v Gunmark Ltd* (1996) 2 BCLC 1 en *re Inland Revenue Commissioners v Adam & Partners Ltd* (2000) BCC 247. Zie verder Bork 2012, p. 55.

217 S.1 lid 1 IA 1986.

nominee dient vervolgens binnen 28 dagen nadat hij op de hoogte is gesteld van het voorstel, een rapport voor de rechtbank op te maken. Uit het rapport moet blijken of de *nominee* van mening is dat het akkoord een redelijk vooruitzicht heeft op aanneming en implementatie, of een vergadering van schuldeisers en een vergadering van aandeelhouders (algemene vergadering) moet worden opgeroepen en zo ja, de datum, tijd en plaats van de vergaderingen.²¹⁸

Rechterlijke betrokkenheid ontbreekt in deze fase. De rechtbank is slechts de ontvanger van het rapport van de *nominee*.²¹⁹ Dit drukt de kosten van de *cva*. De afwezigheid van rechterlijke betrokkenheid contrasteert sterk met de hiervoor besproken *scheme*.

Moratorium

Het bestuur van een vennootschap kan eventueel een moratorium wensen zodat schuldeisers zich gedurende een bepaalde periode niet kunnen verhalen op het vermogen van de vennootschap.²²⁰ Een moratorium is alleen beschikbaar voor kleine vennootschappen. Een vennootschap kwalificeert als klein wanneer de jaarlijkse omzet minder is dan 6,5 miljoen pond, de activa op de balans niet groter zijn dan 3,26 miljoen pond en niet meer dan vijftig werknemers werkzaam zijn bij de vennootschap.²²¹ De *nominee* moet in zijn rapport aangeven of, naar zijn mening, de vennootschap genoeg middelen heeft om de onderneming voort te zetten tijdens het voorgestelde moratorium.²²² Geeft de *nominee* aan dat de vennootschap in aanmerking komt voor een moratorium, dan mag het bestuur een verzoek voor een moratorium bij de rechtbank indienen, vergezeld van de benodigde stukken. Het moratorium vangt dan meteen aan.²²³ Een rechterlijk oordeel hierover is niet nodig.²²⁴ Tijdens het moratorium is onder meer opening van insolventieprocedures niet mogelijk en mogen schuldeisers geen zekerheden uitwinnen zonder toestemming van de rechter.²²⁵ Relevant voor dit onderzoek is dat geen algemene vergadering mag plaatsvinden tijdens het moratorium zonder toestemming van de *nominee* of de rechter. Aandeelhouders

218 S.2 lid 2 IA 1986. Dit rapport is niet vereist wanneer de *cva* plaatsvindt binnen *administration of liquidation*. De vergaderingen moeten plaatsvinden tussen de veertien en achtentwintig dagen nadat het rapport bij de rechtbank is ingediend, zie s.2.27 IR 2016.

219 Eventueel kan de *nominee* verzoeken om een inhoudelijke behandeling.

220 S.1A IA 1986 jo. schedule A1 IA 1986. Zie hierover uitgebreid Finch & Milman 2017, p. 420-424. Zie ook Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 226-228.

221 S.382 lid 3 CA 2006.

222 Schedule A1, par. 6 IA 1986.

223 Schedule A1, par. 8 IA 1986.

224 Het bestuur van de vennootschap, schuldeisers of aandeelhouders mogen wel de rechter verzoeken het moratorium te beëindigen, zie schedule A1, par. 26 IA 1986.

225 Schedule A1, par. 12 IA 1986.

kunnen bijvoorbeeld het bestuur niet ontslaan en zo de preventieve herstructurering frustreren. Het moratorium eindigt in beginsel wanneer over de *cva* is gestemd.²²⁶

Een moratorium voor vennootschappen die niet als klein kwalificeren, ontbreekt op dit moment voor de *cva*. Dergelijke vennootschappen moeten, evenals vennootschappen die gebruikmaken van een *scheme*, een *cva* binnen een *administration*-procedure gebruiken om een moratorium te verkrijgen.²²⁷ De Engelse regering heeft, zoals vermeld in paragraaf 4.4, een nieuw moratorium aangekondigd dat beschikbaar is voor alle vennootschappen.²²⁸

4.5.2 Stemming over het akkoord

Wanneer de *nominee* een rapport heeft ingediend bij de rechtbank waaruit blijkt dat een *cva* zinvol is, roept hij de concurrente schuldeisers en aandeelhouders op voor de vergadering van schuldeisers en de vergadering van aandeelhouders.²²⁹ De aandeelhouders stemmen in een algemene vergadering, waarbij de vennootschapsrechtelijke oproepingsvereisten gelden. De *nominee* stuurt bij oproeping voor de vergadering het akkoordvoorstel, de *statement of affairs* en zijn commentaar op het voorstel mee.²³⁰ Een *cva* kent geen stemklassen. De invoering van de *cva* was met name een reactie op de vele stemklassen, en de daarbij horende problemen, die bij een *scheme* kunnen bestaan.²³¹ De concurrente schuldeisers stemmen in één vergadering.²³² Iedere (bij de vennootschap bekende) concurrente schuldeiser krijgt een uitnodiging voor de vergadering, ongeacht of de *cva* zijn vorderingen wijzigt.²³³ Tevens worden alle aandeelhouders opgeroepen om te stemmen. Dit verschilt met de *scheme*, waar alleen de schuldeisers en de aandeelhouders worden opgeroepen wier rechten worden gewijzigd.

226 Verlenging van het moratorium is mogelijk, zie schedule A1, par. 32 IA 1986.

227 Schedule B1, par. 43 IA 1986.

228 Insolvency Service, *A review of the Corporate Insolvency Framework*, mei 2016, hfst. 7.

229 S.3 IA 1986. Bij een rapport dat negatief is, mag het bestuur om de mening van een andere *nominee* verzoeken.

230 S.2.25 IA 1986.

231 Zie O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 105.

232 Zie echter de vennootschap Schefenacker die vrijwillig twee klassen van schuldeisers maakte teneinde een mogelijke *unfair prejudice* (zie hierna) te voorkomen.

233 Zie hierover O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 108.

Stemmeerderheden

De *cva* is door de vergadering van schuldeisers aangenomen indien schuldeisers hebben voorgestemd die ten minste driekwart van de ter vergadering aanwezige waarde van de vorderingen vertegenwoordigen.²³⁴ Een *headcount* vereiste, zoals geldt bij een *scheme*, is niet vereist.²³⁵ De *cva* is aangenomen door de vergadering van aandeelhouders indien ten minste de helft van de aandeelhouders die hebben gestemd, heeft voorgestemd.²³⁶ Hoeveel stemmen een aandeelhouder mag uitbrengen, is afhankelijk van wat in de statuten is bepaald omtrent het stemrecht van aandeelhouders. Wanneer in beide vergaderingen de vereiste stemmeerderheden zijn behaald, is de *cva* aangenomen. Zelfs wanneer in de vergadering van aandeelhouders niet de vereiste stemmeerderheid is behaald, maar wel in de vergadering van schuldeisers, is de *cva* aangenomen.²³⁷ Aandeelhouders kunnen aldus niet een door de meerderheid van de schuldeisers gesteunde *cva* tegenhouden.²³⁸ Doorgaans hebben aandeelhouders echter geen reden tegen te stemmen, aangezien zij in de praktijk hun aandelenbelang behouden. Wanneer een meerderheid van aandeelhouders wel tegenstemt, mogen aandeelhouders zich tot de rechter wenden en verzoeken dat de beslissing van de aandeelhouders alsnog prevaleert boven de beslissing van de schuldeisers.²³⁹ Onder welke voorwaarden de rechter dit zou doen, is onduidelijk.²⁴⁰ Het ligt echter niet voor de hand dat de rechter de beslissing van de vergadering van aandeelhouders laat prevaleren wanneer zij *out of the money* zijn.²⁴¹ Aandeelhouders mogen daarnaast, dat wil zeggen ongeacht of de vergadering van aandeelhouders tegen heeft gestemd, de *cva* aanvechten. Dit komt uitgebreid aan bod in de volgende paragraaf.

Geen tussenkomst rechter

Een *cva* die door de schuldeisers is aangenomen, is automatisch, dat wil zeggen zonder tussenkomst van een rechter, algemeen verbindend. De voorzitter van de vergaderingen stuurt een rapport met de stemuitkomst van de vergaderingen naar de

234 S.15.34 lid 3 IR 2016. Het akkoord is niet aangenomen wanneer zogenoemde *unconnected creditors* tegen het akkoord hebben gestemd en zij meer dan de helft van de waarde van de vorderingen van de *unconnected creditors* vertegenwoordigen. De voorzitter van de vergadering bepaalt wie *connected* is (bijv. een schuldeiser die tevens bestuurder is) en wie niet.

235 Het verschil tussen de procedures is niet goed te verklaren. Een stemmeerderheid in aantal geeft bescherming aan de minderheid van schuldeisers, maar zorgt ook voor vetomacht. Zie par. 4.3.4.

236 S.2.36 IR 2016 jo. s.2.35 IR 2016.

237 S.4A lid 2 en lid 3 IA 1986. Zie ook Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 218.

238 Eventueel vereiste vennootschapsrechtelijke besluiten van de algemene vergadering blijven vereist, zie hierna par. 4.5.4.

239 S.4A lid 3 IA 1986.

240 DTI, *Revised Proposals for a New CVA Procedure*, april 1995, p. 16. Zie ook Payne 2014, p. 216. Rechtspraak hierover ontbreekt (nog).

241 O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 110, Payne 2014, p. 216 en Trower e.a. 2017, p. 237. Zie *re Chesterfield Catering Co. Ltd* (1976) 3All E.R. 294: een *out of the money* aandeelhouder mag de *winding up* van een insolvente vennootschap niet verzoeken omdat hij geen belang hierbij heeft.

rechtbank en naar alle schuldeisers en aandeelhouders die waren opgeroepen voor de stemvergaderingen.²⁴² De *cva* is bindend jegens de aandeelhouders en de concurrente schuldeisers.²⁴³ Niet alleen is het akkoord bindend jegens de schuldeisers en de aandeelhouders die voor of tegen het akkoord hebben gestemd, maar ook jegens degenen die zich hebben onthouden van stemming en zelfs jegens schuldeisers en aandeelhouders die ten onrechte niet zijn opgeroepen voor de stemvergadering.

De *nominee* is na de aanneming van de *cva* de *supervisor*, dat wil zeggen dat hij toezicht houdt op de implementatie ervan.²⁴⁴

4.5.3 Rechtsmiddelen

In tegenstelling tot de *scheme* is rechterlijke goedkeuring niet vereist voor het algemeen verbindend worden van een *cva*. De rechter beoordeelt pas inhoudelijk de *cva* wanneer een aandeelhouder of een schuldeiser het aangenomen akkoord aanvecht. Iedere aandeelhouder of concurrente schuldeiser mag de *cva* aanvechten (*challenge the cva*).²⁴⁵ Dit moet hij binnen 28 dagen doen nadat de rechtbank is bericht over de uitslag van de vergaderingen van de schuldeisers en de aandeelhouders. Aangezien het akkoord ook bindend is voor aandeelhouders en schuldeisers die – ten onrechte – niet zijn opgeroepen voor de vergaderingen, mag een dergelijke aandeelhouder of concurrente schuldeiser het akkoord aanvechten binnen 28 dagen nadat hij op de hoogte is geraakt van de uitkomst van de vergaderingen.²⁴⁶ Dit kan tot de ongewenste situatie leiden dat jaren nadat de *cva* is aangenomen, deze nog kan worden aangevochten.²⁴⁷ De werking van de *cva* wordt niet geschorst door de *challenge*. Bij een succesvolle aanvechting kan de rechter de beslissing van de schuldeisers of de aandeelhouders tot goedkeuring van de *cva* intrekken of uitstellen en/of nieuwe stemvergaderingen bevelen.²⁴⁸ Dit is vergelijkbaar met wanneer een aandeelhouder of een schuldeiser bezwaar maakt tegen de homologatie van een *scheme*. In de praktijk wordt weinig gebruikgemaakt van de aanvechtmogelijkheid.²⁴⁹

242 S.4 lid 6 IA 1986.

243 S.5 lid 2 IA 1986.

244 S.7 lid 2 IA 1986.

245 S.6 lid 2 IA 1986.

246 S.6 lid 2a onder 3 IA 1986. Aandeelhouders staan in het aandeelhoudersregister. Een dergelijke situatie zal dus vooral spelen bij schuldeisers.

247 Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 219.

248 S.6 lid 4 IA 1986. Tegen deze beslissing staat hoger beroep open, zie Civil Procedure Rules 1998 (SI 1998/3132), Rule 52.3.

249 Windsor, Müller-Seils & Burg 2007, p. 11.

Aandeelhouders of schuldeisers mogen een *cva* aanvechten wanneer sprake is van (i) een *material irregularity* in of met betrekking tot de vergadering van schuldeisers of de vergadering van aandeelhouders of van (ii) *unfair prejudice*.²⁵⁰ De bewijslast ligt bij degene die het akkoord betwist. Een *material irregularity* betreft schendingen van procedurele aspecten ten aanzien van de vergaderingen, zoals het verstrekken van onjuiste informatie over het akkoord. Het moet gaan om schendingen die waarschijnlijk tot een andere stemuitslag hebben geleid.²⁵¹ De tweede grond, *unfair prejudice*, is minder eenduidig uiteen te zetten. Alle omstandigheden van het geval moet de rechter meewegen, in het bijzonder de beschikbare alternatieven voor de *cva* en de praktische gevolgen van de beslissing van de rechter de *cva* te bevestigen of te verwerpen.²⁵² De rechter toetst niet of het voorgestelde akkoord de best mogelijke regeling is. Rechters maken vaak gebruik van een vergelijkende analyse om de (*un*) *fairness* te beoordelen, de zogenoemde verticale en horizontale vergelijking.²⁵³ Deze benadering komt grotendeels overeen met de beoordeling voor het homologeren van een *scheme*.²⁵⁴ De verticale vergelijking betreft een vergelijking van de positie van de aandeelhouders en de schuldeisers onder de *cva* met hun positie bij een hypothetische liquidatie van de vennootschap (*going concern* of *piecemeal*).²⁵⁵ Deze vergelijking toont in feite het minimum dat aandeelhouders en schuldeisers onder een *cva* moeten ontvangen, te vergelijken met de *best interest test* uit de Richtlijn.²⁵⁶ De horizontale vergelijking betreft een vergelijking van de positie van de aandeelhouder of de schuldeiser die de *cva* aanvecht, met de positie van de andere aandeelhouders of schuldeisers.²⁵⁷ Is sprake van een ongelijke behandeling tussen schuldeisers of tussen aandeelhouders die niet te rechtvaardigen is? In dat kader kan (niet: moet) de rechter ook kijken naar de positie van de schuldeisers en de aandeelhouders die ze zouden hebben bij een *scheme of arrangement*.²⁵⁸ Schuldeisers mogen bijvoorbeeld

250 S.6 lid 1 IA 1986. Deze beoordeling komt in grote mate overeen met de beoordeling over de homologatie van de *scheme*, zie Payne 2014, p. 210.

251 Zie hierover o.a. Payne 2014, p. 207, Mayson, French & Ryan 2016, p. 681 en Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 166-167.

252 *Re Prudential Assurance Co Ltd v. PRG Powerhouse Ltd* (2007) EWHC 1002 (Ch). Zie verder uitgebreid over *unfair prejudice*: O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 111-112, Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 218-225, Finch & Milman 2017, p. 436-438 en Mallon, Waisman & Schrock 2017, p. 164-167.

253 *Re Prudential Assurance Co Ltd v. PRG Powerhouse Ltd* (2007) EWHC 1002 (Ch). Zie verder bijv. *re Maurant & Co Trustees Ltd & Anor v Sixty UK Ltd & Ors* (2010) EWHC 1890 (Ch).

254 Zie *re T & N Ltd* (2004) EWHC 2361 (Ch). Zie verder Payne 2014, p. 211 en Van Zwieten (red.) 2018, p. 609. Zie ook par. 4.3.6.

255 *Re T & N Ltd* (2004) EWHC 2361 (Ch). Liquidatie is echter niet altijd het enige alternatief. Zie hierover O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 113.

256 Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 220-221.

257 O.a. *re A Debtor* (No. 101 of 1999) (2001) 1 BCLC 54 en *re HMRC v Portsmouth City Football Club Ltd* (2010) EWHC 2013 (Ch).

258 *Re Prudential Assurance Co Ltd v. PRG Powerhouse Ltd* (2007) EWHC 1002 (Ch).

verschillend worden behandeld indien hiervoor een goede reden bestaat, bijvoorbeeld omdat de ongelijke behandeling de continuïteit van de vennootschap garandeert en het derhalve nodig is handelscrediteuren volledig te voldoen. Bij een *scheme* zouden de schuldeisers die verschillend worden behandeld, in verschillende klassen over het akkoord stemmen.²⁵⁹

Van *unfair prejudice* jegens aandeelhouders zal niet snel sprake zijn omdat aandeelhouders bij een liquidatie doorgaans niets ontvangen en aldus *out of the money* zijn.

4.5.4 Aandeelhoudersrechten

De literatuur besteedt nauwelijks aandacht aan de positie van aandeelhouders onder een *cva*.²⁶⁰ Aandeelhouders stemmen in een algemene vergadering over het akkoord. Dit is echter, sinds een wetswijziging in 2000, slechts een formaliteit. Een tegenstem van de aandeelhouders leidt, zoals hiervoor bleek, alsnog tot de aanname van het akkoord indien de vergadering van schuldeisers voor het akkoord heeft gestemd.²⁶¹ Aandeelhouders mogen het akkoord weliswaar aanvechten vanwege *unfair prejudice*, maar dit zal niet snel aan de orde zijn wanneer zij geen aantoonbaar economisch belang meer hebben in de vennootschap. Het roept de vraag op waarom aandeelhouders überhaupt moeten stemmen over het akkoord wanneer zij *out of the money* zijn.²⁶² De reden hiervoor is dat zij op die manier een forum en toegang tot informatie en discussie hebben. Aandeelhouders hebben het recht informatie te ontvangen en te stemmen over het akkoord zodat zij kunnen beoordelen of het akkoord wellicht *unfair* is jegens hen.²⁶³

Zoals vermeld, is het niet gebruikelijk dat een *cva* wijzigingen aanbrengt in de rechten van aandeelhouders. Wanneer dit wel het geval is, bijvoorbeeld wanneer concurrente aandeelhouders aandelen ontvangen onder de *cva*, gelden de vennootschapsrechtelijke regels ten aanzien van de daarvoor vereiste besluiten.²⁶⁴ Zo is voor *ordinary resolutions* een gewone stemmeerderheid vereist en voor *special*

²⁵⁹ O.a. Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 222-223.

²⁶⁰ Zie Bork 2012, p. 223, O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 110, Payne 2014, par. 5.5.5 en Finch & Milman 2017, p. 439-440 die hier wel (summier) aandacht aan besteden.

²⁶¹ S.4A lid 3 en lid 6 IA 1986.

²⁶² O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 110 en Payne 2014, p. 216.

²⁶³ Insolvency Service, *Revised Proposals for a New CVA Procedure*, april 1995, p. 16. Zie verder Finch & Milman 2017, p. 440.

²⁶⁴ Bork 2012, p. 231 en O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 110. Onder de WHOA zijn daarentegen bepaalde besluiten van de algemene vergadering niet vereist, zie art. 370 lid 5 Fw.

resolutions een driekwart stemmeerderheid.²⁶⁵ Dit geldt ook wanneer aandeelhouders *out of the money* zijn. Een *debt for equity swap* (met verwatering voor de bestaande aandeelhouders als gevolg) is aldus enkel mogelijk met instemming van de algemene vergadering. Bij een *scheme* leveren deze stemmeerderheden doorgaans geen problemen op omdat bij een *scheme* reeds een driekwart stemmeerderheid is vereist en een *headcount* bij de stemming over het akkoord. Bij een *cva* kan dit echter anders zijn omdat bij de stemming over een *cva* slechts een gewone meerderheid in waarde van de aandelen is vereist.

4.5.5 Tussenconclusie *cva*

De *cva* is een alternatief voor de dure en complexe *scheme*. De *cva* kent geen klassenindeling of actieve rechterlijke betrokkenheid, tenzij een schuldeiser of een aandeelhouder de *cva* aanvecht. Een *cva* wordt echter in het algemeen niet vaak gebruikt.²⁶⁶ Het is slechts mogelijk de vorderingen van concurrente schuldeisers te wijzigen. Een wijziging van aandeelhoudersrechten is in theorie mogelijk onder een *cva*, maar komt in de praktijk nauwelijks voor. Wanneer dit wel geschiedt, zijn de benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten nog steeds vereist.

4.6 Conclusie

Aandeelhouders nemen een prominente rol in binnen een Engelse vennootschap. Zij mogen hun eigen belangen nastreven en het bestuur dient primair hun belangen. Slechts één zaak is bekend waarin de rechter, buiten een preventieve herstructureringsprocedure om, ingreep in de rechten van aandeelhouders vanwege een dreigende liquidatie van de vennootschap. Een gedwongen wijziging van aandeelhoudersrechten is wel (eerder) mogelijk bij een *scheme of arrangement*. Een *scheme* vereist de toestemming van de klasse(n) van aandeelhouders en schuldeisers die door het akkoord worden geraakt. Een *cross class cramdown* van een klasse van *out of the money* aandeelhouders is onder de huidige wetgeving niet mogelijk. De Engelse regering heeft in het kader van de hervormingen van het insolventierecht een, niet gedetailleerd, voorstel voor een nieuwe akkoordprocedure gepresenteerd. De voorgestelde procedure lijkt sterk op de *scheme*, mét de mogelijkheid van een *cross class cramdown*.

Enigszins anders dan de *scheme* werkt de *company voluntary arrangement*. Aandeelhouders stemmen altijd – ongeacht of het akkoord hun rechten wijzigt – over het akkoord, maar aan hun tegenstem kan voorbij worden gegaan. Voor beide procedures

²⁶⁵ Zie ook par. 2.5-2.6 over besluiten van de algemene vergadering die nodig kunnen zijn in het kader van preventieve herstructurerings en bijbehorende stemmeerderheden.

²⁶⁶ Olivares-Caminal e.a. 2016, p. 215.

geldt dat een zekere vorm van ‘*give and take*’ is vereist. Het ontnemen van het aandeelbelang zonder een tegenprestatie is, in tegenstelling tot de WHOA, niet mogelijk. Voorts blijft bij de procedures de vennootschapsrechtelijke besluitvorming van toepassing. Aandeelhouders moeten in de algemene vergadering stemmen over besluiten die nodig zijn voor de totstandkoming van een akkoord, bijvoorbeeld besluiten die nodig zijn voor een *debt for equity swap*.

In de literatuur wordt weinig tot geen aandacht besteed aan de positie van aandeelhouders en hun rechten onder de *scheme* en de *cva*. Tevens bestaat weinig jurisprudentie over het ingrijpen in aandeelhoudersrechten. Dit heeft te maken met het feit dat het wijzigen van aandeelhoudersrechten bij een *cva* niet gebruikelijk is in de praktijk en *out of the money* aandeelhouders doorgaans onder ‘dreiging’ van een *transfer scheme* instemmen met een *scheme* én met de eventueel benodigde besluiten van de algemene vergadering. In Nederland ontbreekt een met de *scheme* vergelijkbare jarenlange ervaring met onderhandelingen ‘in the shadow of the law’. Het is mijns inziens juist dat onder de WHOA bepaalde besluitvorming door de algemene vergadering niet is vereist.²⁶⁷ Aandeelhouders kunnen anders, hoewel een *cross class cramdown* van een aandeelhoudersklasse wel mogelijk is onder de WHOA, de totstandkoming van een akkoord alsnog frustreren.

²⁶⁷ Zie hierover par. 6.5.11.4.

Hoofdstuk 5

AANDEELHOUDERS EN PREVENTIEVE HERSTRUCTURERINGEN: DUITSLAND

5.1 Inleiding

Duitsland kent strikt genomen geen preventieve herstructureringsprocedure omdat een vroegtijdige herstructurering in Duitsland enkel mogelijk is wanneer het bestuur verzoekt om opening van een formele insolventieprocedure (die kan eindigen in de vereffening van het vermogen van de vennootschap). Door middel van een akkoord, al dan niet voorafgegaan door een *Schutzschirm*,¹ is het mogelijk de schulden van de vennootschap te herstructureren teneinde liquidatie te voorkomen. De Duitse wetgever heeft bewust voor deze constructie gekozen en niet voor een herstructureringsprocedure buiten een formele insolventieprocedure. De Duitse wetgever had hiermee hetzelfde doel voor ogen als de Europese wetgever met de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie, te weten vennootschappen in financiële problemen de mogelijkheid geven vroegtijdig te herstructureren. Het is derhalve interessant, hoewel kan worden betwist of de Duitse procedure voldoet aan de Richtlijn, de akkoordprocedure in Duitsland te onderzoeken. In de Duitse wetgeving en literatuur wordt namelijk uitgebreid aandacht besteed aan de positie van aandeelhouders en hun rechten binnen de procedure. Dit contrasteert met de Nederlandse en Engelse preventieve herstructureringsprocedures. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, betoog ik welke onderdelen uit de Duitse procedure inspiratie bieden voor het Nederlandse recht.

In uitzonderlijke situaties mogen rechters ook buiten de akkoordprocedure om, op grond van het vennootschapsrecht, ingrijpen in de rechten van aandeelhouders. Deze mogelijkheid komt allereerst aan de orde (par. 5.2). Vervolgens zet ik de ontwikkelingen in de Duitse wetgeving uiteen en de verhouding tot de Richtlijn (par. 5.3). Daarna komt de akkoordprocedure in combinatie met een *Schutzschirm* aan bod (par. 5.4). De focus ligt op de positie van aandeelhouders binnen de procedure en de mogelijke wijziging van hun aandeelhoudersrechten.

¹ Met een *Schutzschirm* kan een vennootschap in stilte een akkoord voorbereiden.

5.2 Preventieve herstructurering buiten een insolventieprocedure

Alle schuldeisers moeten instemmen met een wijziging van hun vorderingen wanneer een herstructurering van schulden niet geschiedt binnen een insolventieprocedure. Een uitzondering op deze unanimiteit van stemmen bestaat niet.² Zijn vennootschapsrechtelijke besluiten van de algemene vergadering nodig voor de preventieve herstructurering, dan gelden de daarvoor vereiste stemmeerderheden. In de paragrafen 2.5-2.6 zijn besluiten uiteengezet die een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering. In beginsel is voor het nemen van besluiten van de algemene vergadering een normale meerderheid van de uitgebrachte stemmen vereist.³ Doorgaans is een gekwalificeerde meerderheid vereist voor besluiten die diep ingrijpen in de vennootschap. Zo geldt een driekwart stemmeerderheid voor besluiten van de algemene vergadering ten aanzien van een kapitaalvermindering, een kapitaalverhoging of een statutenwijziging.⁴ Juist die driekwart stemmeerderheid is lastig te bereiken.⁵ Bovendien is de toestemming vereist van iedere houder van aandelen van een bepaalde soort wanneer zijn rechten (*Sonderrechte*) worden beperkt.⁶

Een preventieve herstructurering is onder uitzonderlijke omstandigheden ook mogelijk zonder dat de voorgenoemde vennootschapsrechtelijke stemmeerderheden zijn behaald. Dit vloeit voort uit de *Treuepflicht*. Deze norm, die niet in de wet is neergelegd, kwam uitgebreid aan bod in paragraaf 2.7.3. De norm is te vergelijken met de Nederlandse redelijkheid en billijkheid. Iedere aandeelhouder heeft bij zijn handelen de *Treuepflicht* jegens zijn medeaandeelhouders in acht te nemen en (slechts) daaruit voortvloeiend jegens de vennootschap. Of de aandeelhouder op grond van de *Treuepflicht* niet zijn eigen belang mag nastreven, is afhankelijk van de omstandigheden van het geval.⁷ Zo is met name de mate van invloed die een aandeelhouder kan uitoefenen in de vennootschap van belang. De *Treuepflicht* kan in het kader van een preventieve herstructurering met zich brengen dat (i) een minderheidsaandeelhouder een preventieve herstructurering niet mag tegenhouden en (ii) dat een aandeelhouder wordt verplicht mee te werken aan een preventieve herstructurering of anderszins uit de vennootschap moet treden. Beide gevallen – het niet mogen tegenstemmen en het verplicht instemmen met een preventieve herstructurering – komen hieronder achtereenvolgens aan bod.

2 BGH 12 december 1991, *BGHZ* 116, 319 (*Akkordstörer*). Zie verder bijv. Bork 2012, p. 45 en Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 156. Een uitzondering betreft het Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen: een herstructurering van de voorwaarden van een obligatielening is mogelijk wanneer driekwart van de aanwezige en stemmende obligatiehouders hiermee instemt. Financiële nood is geen vereiste hierbij. Zie hierover bijv. Bork 2018, p. 505-506.

3 §49 GmbHG.

4 §53 lid 2 GmbHG.

5 Bork 2012, p. 47. Zie ook Schuster 2010.

6 §35 BGB jo. §53 lid 3 GmbHG. Zie verder par. 2.5.1.4.

7 Zie hierover par. 2.7.3.2.

Eerste geval: Girmes

Bij het eerste geval is het Girmes-arrest van het Bundesgerichtshof uit 1995 van groot belang.⁸ De zaak gaat over een Aktiengesellschaft, maar de regels uit het arrest kunnen worden toegepast op kapitaalvennootschappen in het algemeen, omdat ook bij een GmbH de *Treuepflicht* geldt.⁹ Het betrof de situatie dat een kapitaalvermindering in combinatie met de uitgifte van nieuwe aandelen noodzakelijk was om liquidatie (*going concern* of *piecemeal*) van de vennootschap te voorkomen.¹⁰ Voor het nemen van het besluit tot de kapitaalvermindering en -verhoging was driekwart meerderheid van de uitgebrachte stemmen vereist. Deze stemmeerderheid werd niet gehaald: (slechts) een ruime meerderheid van de aandeelhouders (57 procent) stemde voor. Hoewel de stemmeerderheid niet was gehaald, oordeelde de rechter dat de preventieve herstructurering toch doorgang kon vinden. Een minderheidsaandeelhouder heeft namelijk een *Treuepflicht* jegens zijn meerderheidsaandeelhouders.¹¹ De *Treuepflicht* verbiedt een minderheidsaandeelhouder “eine sinnvolle und mehrheitlich angestrebte Sanierung der Gesellschaft aus eigennützigen Gründen zu verhindern.” Twee elementen zijn met andere woorden van belang: dat een meerderheid van de (stemmende) aandeelhouders de preventieve herstructurering ondersteunt én dat de herstructurering zinvol is. Zinvol is een preventieve herstructurering wanneer deze nodig is om de insolventie van de vennootschap af te wenden, de tegenstemmende aandeelhouder niet slechter af is onder de preventieve herstructurering dan in het geval van liquidatie én geen beter alternatief voorhanden is.¹² Deze vereisten komen grotendeels overeen met de vereisten waaronder in Nederland een herstructurering buiten een preventieve herstructureringsprocedure om mogelijk is (noodzaakfinanciering).¹³

De *Treuepflicht* brengt met zich dat de minderheidsaandeelhouder vóór de preventieve herstructurering moet stemmen of zich juist van stemming moet onthouden. Een stem uitgebracht in strijd met de *Treuepflicht* is nietig en telt derhalve niet mee met de stemmeerderheid. Wordt de stem toch meegeteld, dan is het besluit vernietigbaar.¹⁴ In uitzonderlijke gevallen kan een minderheidsaandeelhouder aansprakelijk zijn voor de vermogensschade die de vennootschap door zijn tegenstem heeft geleden.¹⁵ In tegenstelling tot noodzaakfinanciering kunnen in Duitsland alleen

8 BGH 20 maart 1995, *NJW* 1995, 1739 (*Girmes*). Zie hierover bijv. Schuster 2010, p. 332-334, Bork 2012, p. 47, Gottwald e.a. 2015, p. 1605, Torggler 2015 en Cahn 2017, p. 359-361. Zie ook OLG München 16 januari 2014, *ZIP* 2014, 472.

9 Michalski/Lieder 2017, GmbHG § 13 Rn. 145.

10 Zie par. 2.5.1.5 over de combinatie van een kapitaalvermindering met een kapitaalverhoging.

11 BGH 1 februari 1988, *NJW* 1988, 1579 (*Linotype*).

12 Zie ook Torggler 2015, p. 6.

13 Zie par. 6.2 over noodzaakfinanciering.

14 O.a. Gottwald e.a. 2015, p. 1606 en Roth/Altmeppen 2019, GmbHG § 47 Rn. 49.

15 BGH 20 maart 1995, *NJW* 1995, 1739 (*Girmes*).

minderheidsaandeelhouders worden gedwongen mee te werken aan een preventieve herstructurering.¹⁶ Veel waarde wordt in Duitsland gehecht aan het feit dat de meerderheidsaandeelhouders in de algemene vergadering mogen besluiten over de ontbinding van de vennootschap.¹⁷ Dit mag de algemene vergadering te allen tijde en zonder gerede grond.¹⁸ Zolang een ontbindingsbesluit niet is genomen, bestaat voor de minderheidsaandeelhouder de plicht onder de hiervoor beschreven omstandigheden in te stemmen met een preventieve herstructurering.¹⁹

Tweede geval: Sanieren oder Ausscheiden

Dan het tweede geval. Op grond van de *Treuepflicht* kan een aandeelhouder ook worden gedwongen uit de vennootschap te treden wanneer hij niet meewerkt aan een preventieve herstructurering. Het betreft de situatie dat een aandeelhouder geen extra financiering (boven zijn inbreng) wil inbrengen. Dit wordt ook wel *Sanieren oder Ausscheiden* genoemd. De rechtspraak ten aanzien van *Sanieren oder Ausscheiden* heeft in principe slechts betrekking op personenvennootschappen.²⁰ Bij personenvennootschappen is in beginsel unanimité vereist voor besluiten van de vennoten.²¹ Hierdoor kan een enkele vennoot een preventieve herstructurering frustreren.²² Het is onduidelijk of de rechtspraak over *Sanieren oder Ausscheiden* ook toepasbaar is bij een GmbH. Bij een GmbH is unanimité voor besluiten van de algemene vergadering namelijk niet het uitgangspunt en bovendien is het aansprakelijkheidsregime voor aandeelhouders van een GmbH anders dan voor vennoten van een personenvennootschap. Bij een personenvennootschap zijn de vennoten gehouden bij te dragen in eventuele verliezen van de vennootschap. Aandeelhouders van een GmbH zijn daarentegen niet aansprakelijk voor schulden van de vennootschap. Een aandeelhouder heeft in beginsel enkel de plicht zijn aandelen vol te storten. Toch menen sommige Duitse auteurs dat het *Sanieren oder Ausscheiden*-principe ook voor een GmbH kan gelden omdat, zoals hierna aan de orde komt, hetzelfde probleem speelt: een minderheid van aandeelhouders kan profiteren van het resultaat van een preventieve herstructurering (te weten de opleving van de vennootschap) zonder daaraan iets bij te dragen, terwijl de meerderheid van de aandeelhouders de herstructurering meefinanciert.²³

¹⁶ Madaus 2011, p. 40.

¹⁷ §60 lid 1 sub 2 GmbHG.

¹⁸ BGH 28 januari 1980, *BGHZ* 76, 352. Zie verder Henssler/Strohn 2019, GmbHG § 60 Rn. 14-21.

¹⁹ Gottwald e.a. 2015, p. 1605.

²⁰ BGH 19 oktober 2009, *NJW* 2010, 65 (*Sanieren oder Ausscheiden I*), BGH 25 januari 2011, *NZG* 2011, 510 (*Sanieren oder Ausscheiden II*) en BGH 9 juni 2015, *ZIP* 2015, 1882.

²¹ §709 BGB.

²² Torggler 2015, p. 7.

²³ O.a. Torggler 2015, p. 12-13, Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 165 en p. 335 en MüKoGmbHG/Merkt 2018, GmbHG § 13 Rn. 151.

Het bekendste arrest over *Sanieren oder Ausscheiden* stamt uit 2009.²⁴ De vennoten moesten stemmen over een saneringsvoorstel dat een combinatie inhield van een kapitaalvermindering en de uitgifte van nieuwe aandelen. In de overeenkomst van de personenvennootschap werd in het kader van de herstructurering opgenomen dat vennoten gebruik mochten maken van hun voorkeursrecht bij de uitgifte van de nieuwe aandelen en dat de vennoten die dat niet voor een bepaalde datum deden, uit de vennootschap moesten treden. De vereiste driekwart stemmeerderheid voor de kapitaalvermindering en -verhoging werd gehaald, maar niet de toestemming van iedere vennoot voor de wijziging van de overeenkomst. Een vennoot hoeft namelijk niet tegen zijn wil meer financiering te verstrekken dan zijn inbreng in de personenvennootschap.²⁵ De rechter oordeelde dat op grond van de *Treuepflicht* de tegenstemmende vennoten echter hadden moeten instemmen met het saneringsvoorstel. Evenals bij het eerstgenoemde geval is vereist dat zonder het saneringsvoorstel de liquidatie van de vennootschap volgt (zinvolle herstructurering), een meerderheid van de vennoten het saneringsvoorstel steunt en de uittredende vennoten niet slechter af zijn bij de uittreding uit de vennootschap dan bij liquidatie van de vennootschap in faillissement (*going concern* of *piecemeal*). Bij een personenvennootschap zijn de vennoten gehouden bij te dragen in de eventuele verliezen van de vennootschap, in beginsel zowel wanneer zij uittreden uit de vennootschap als bij liquidatie van de vennootschap.²⁶ In de onderhavige zaak waren de uittredende vennoten zelfs beter af bij uittreding dan bij liquidatie van de vennootschap, doordat zij bij uittreding minder hoefden bij te dragen dan bij liquidatie.

Vennoten van een personenvennootschap in financiële problemen hebben aldus de keuze: extra financieren of uittreden. De gedachte achter het verplicht uittreden is dat wanneer liquidatie het enige alternatief is en een vennoot niet extra financiert, deze vennoot ook niet mag profiteren van het opleven van de vennootschap dat het gevolg is van de extra financiering door de andere vennoten. Dit heet de *Trittbrettfahrer-problematik* (*free rider problem*). Het maakt geen verschil of de vennoot niet bereid is tot meefinancieren, dan wel niet kan meefinancieren. Deze problematiek kan zich ook voordoen bij een GmbH. In de statuten van een GmbH kan zijn bepaald dat aandeelhouders (onder omstandigheden) verplicht zijn extra financiering in te brengen.²⁷ De instemming van alle aandeelhouders is nodig wanneer een dergelijke bepaling pas na de oprichting van de vennootschap wordt opgenomen in de statuten.²⁸

24 BGH 19 oktober 2009, *NJW* 2010, 65 (*Sanieren oder Ausscheiden I*).

25 Zie §707 BGB.

26 §735 BGB jo. §739 BGB.

27 §26-28 GmbHG.

28 §53 lid 3 GmbHG.

Het *Sanieren oder Ausscheiden* principe is later enigszins begrensd in de rechtspraak.²⁹ De overeenkomst van een personenvennootschap kan een bepaling bevatten dat unanimitéit van alle vennoten voor een kapitaalverhoging is vereist en dat indien unanimitéit niet wordt behaald, een vennoot die niet wil bijdragen niet kan worden gedwongen tot uittreding uit de vennootschap.³⁰ Van een dergelijke bepaling mag niet worden afgeweken op grond van de *Treuepflicht*. De vennoot mag vertrouwen op de bepaling uit de overeenkomst. Hij dient wel een verwatering van zijn huidige positie in de vennootschap te dulden wanneer andere vennoten wel bereid zijn tot extra financiering. De overeenkomst bepaalt hier de omvang en de inhoud van de *Treuepflicht*. Ontbreekt echter een uitdrukkelijke bepaling ten aanzien van *Ausscheiden oder Sanieren*, dan is de uit de *Treuepflicht* voortvloeiende verplichte medewerking aan een sanering niet begrensd en kan een vennoot die niet wil instemmen met een saneringsvoorstel, worden gedwongen uit de vennootschap uit te treden.³¹

Tussenconclusie

Beide hiervoor beschreven gevallen laten zien dat in uitzonderingsgevallen een aandeelhouder/vennoot zijn stemrecht niet naar eigen inzicht mag uitoefenen en dit bij de rechter kan worden afgedwongen.³² Een (minderheids)aandeelhouder mag een preventieve herstructurering niet tegenhouden of moet eraan mee werken wanneer liquidatie van de vennootschap anders onvermijdbaar is en hij niet slechter af is dan bij liquidatie. Een belangrijke voorwaarde is wel dat een meerderheid van de stemmende aandeelhouders de preventieve herstructurering steunt. In Nederland is het daarentegen ook mogelijk een meerderheidsaandeelhouder aan noodzaakfinanciering te onderwerpen.³³ Dit is in Duitsland enkel mogelijk binnen de hieronder te bespreken akkoordprocedure.

5.3 Ontwikkelingen in de Duitse wetgeving

Duitsland kent geen preventieve herstructureringsprocedure zoals de in hoofdstuk 4 besproken Engelse *scheme* en *cva* of de in hoofdstuk 6 te bespreken Nederlandse WHOA. Een succesvolle preventieve herstructurering tracht de opening van een formele insolventieprocedure die kan eindigen in de vereffening van het vermogen van de vennootschap te voorkomen. In Duitsland is een herstructurering door middel

29 BGH 25 januari 2011, *NZG* 2011, 510 (*Sanieren oder Ausscheiden II*).

30 Zie hierover Torggler 2015, p. 10-11.

31 BGH 9 juni 2015, *ZIP* 2015, 1882.

32 Dit zorgt wel voor een vertraging van de herstructurering, zie Schuster 2010, p. 335 en Bork 2012, p. 47.

33 Zie par. 6.2.

van een akkoordprocedure (*Insolvenzplanverfahren*) echter enkel mogelijk na een verzoek tot opening van een dergelijke formele insolventieprocedure (en is de opening daarvan nodig voor de stemming over en de homologatie van het akkoord). Duitsland kent één uniforme insolventieprocedure, neergelegd in de Insolvenzordnung. Sinds de invoering van het Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) in 2012 is het wel mogelijk vroegtijdig (reeds bij *drohende Zahlungsunfähigkeit*) de schulden van de vennootschap te herstructureren binnen een insolventieprocedure. Ik bespreek hieronder de ontwikkelingen in de Duitse wetgeving, de recente evaluatie ervan en de verhouding tot de Richtlijn. In paragraaf 5.4 wordt vervolgens dieper ingegaan op de wetgeving.

5.3.1 Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG)

De Duitse wetgever heeft in 2012, toen het Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) werd ingevoerd, bewust geen preventieve herstructureringsprocedure geïntroduceerd. De angst bestond dat te veel niet levensvatbare ondernemingen gebruik zouden maken van de preventieve herstructureringsprocedure. Verder was er angst voor overregulering omdat een gedetailleerde preventieve herstructureringsregeling nodig zou zijn om de nieuwe akkoordprocedure te onderscheiden van de akkoordprocedure binnen een insolventieprocedure.³⁴ Ook constitutionele bezwaren waren aanwezig, omdat het eigendomsrecht van schuldeisers en aandeelhouders constitutioneel is beschermd en een inmenging in het recht niet mogelijk is wanneer de vennootschap nog solvent is.³⁵ Het verbeteren van de herstructureringsmogelijkheden binnen de Insolvenzordnung zou de behoefte aan een preventieve herstructureringsprocedure ondervangen. Met het ESUG wilde de Duitse regering het voor vennootschappen met een levensvatbare onderneming aantrekkelijk maken vroegtijdig en succesvol, onder Duits recht, te herstructureren. Dit komt overeen met het doel van de Richtlijn.³⁶

Vennootschappen die dreigden insolvent te raken, maakten voor de invoering van het ESUG in 2012 nauwelijks gebruik van het *Insolvenzplanverfahren* om vroegtijdig te herstructureren. De tendens was zelfs dat een aantal Duitse vennootschappen hun heil zochten in de – effectieve – Engelse preventieve herstructureringsprocedures.³⁷ De Duitse akkoordprocedure miste een aantal cruciale onderdelen om succesvol vroegtijdig te kunnen herstructureren. Zo kon onder meer geen invloed worden

34 Vorträge der gemeinsamen Tagung des BMWi und des BMJ (Paulus e.a. 2010).

35 Art. 14 Grundgesetz. Zie hierover bijv. Wolf 2015, p. 172-175.

36 Overweging 2 Richtlijn.

37 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 17. O.a. Primacom Holding GmbH (*re Primacom Holding GmbH* (2012) EWHC 164 (Ch)) en Rodenstock GmbH (*re Rodenstock GmbH* (2011) EWHC 1104 (Ch)) maakten gebruik van een *scheme*. Schefenacker AG en Deutsche Nickel AG maakten gebruik van een *cva*. Zie hierover Wolf 2015, p. 195 e.v.

uitgeoefend op de keuze van een (voorlopige) curator (*Insolvenzverwalter*), kon een akkoord geen aandeelhoudersrechten wijzigen en bestond onzekerheid over de vraag of rechters toestonden dat het bestuur in controle (*Eigenverwaltung*) mocht blijven gedurende de akkoordprocedure.³⁸

Het ESUG heeft een drietal belangrijke wijzigingen tot stand gebracht ter bevordering van het vroegtijdig herstructureren binnen dezelfde juridische entiteit. Ten eerste is het door de invoering van het ESUG mogelijk aandeelhouders te betrekken bij een dwangakkoord. Voor 2012 konden aandeelhouders de totstandkoming van een akkoord blokkeren. De strikte scheiding tussen het insolventierecht en het ondernemingsrecht is thans opgeheven.³⁹ Iedere regeling die vennootschapsrechtelijk is toegestaan, kan onderdeel zijn van een akkoord.⁴⁰ Dit komt uitgebreid aan bod in paragraaf 5.4.9.

Voorts is een belangrijke verandering de verbetering van de regeling over *Eigenverwaltung*. *Eigenverwaltung* betekent dat de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, beheers- en beschikkingsbevoegd blijft ten aanzien van het vermogen van de vennootschap gedurende de akkoordprocedure (*debtor in possession*).⁴¹ Het uitgangspunt bij een Duitse akkoordprocedure is dat de vennootschap haar beheers- en beschikkingsbevoegdheid verliest.

Tot slot is het *Schutzschirmverfahren* geïntroduceerd. Een *Schutzschirm*, vrij vertaald een beschermingsschild, biedt het bestuur van een vennootschap de mogelijkheid gedurende een periode van maximaal drie maanden een akkoordvoorstel voor te bereiden. Het *Schutzschirm* is een bijzondere vorm van *Eigenverwaltung*. Het *Schutzschirm* biedt, naast het behoud van de beheers- en beschikkingsbevoegd van de vennootschap, bescherming tegen individuele verhaalsacties van schuldeisers waardoor het bestuur in alle rust een akkoord kan voorbereiden.⁴² Dit alles stimuleert het bestuur vroegtijdig te herstructureren. Het *Schutzschirm* is reeds mogelijk wanneer sprake is van *drohende Zahlungsunfähigkeit*.⁴³ Een verzoek tot opening van een insolventieprocedure is daarvoor wel vereist, maar de opening van een definitieve insolventieprocedure wordt uitgesteld.⁴⁴ De akkoordprocedure, waarvoor wel een definitieve opening is vereist, kan dus voorafgegaan worden door een *Schutzschirm*.

38 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 17. Zie ook Luecke 2017, p. 379.

39 §225a InsO. Zie bijv. Gottwald e.a. 2015, p. 1182.

40 §225a lid 3 InsO.

41 Zie par. 3.3.4.4 over *debtor in possession*.

42 §270b lid 2 InsO jo. §21 lid 2 sub 3 InsO.

43 §18 InsO en §19 InsO jo. §270a-270b InsO. Zie verder par. 5.4.2.2.

44 §270a-270b InsO.

Een akkoordprocedure met een *Schutzschirm* lijkt daarmee in grote mate op een preventieve herstructureringsprocedure, maar deze vroegtijdige herstructurering is dus wel omgeven met het stigma van insolventie omdat een verzoek tot opening van een formele insolventieprocedure noodzakelijk is.⁴⁵

5.3.2 Evaluatie ESUG

De wetgever gaf bij de invoering van het ESUG aan dat na vijf jaar een evaluatie van de wet zal plaatsvinden en dan moet worden bekeken of naast het *Schutzschirmverfahren* behoefte bestaat aan een preventieve herstructureringsprocedure.⁴⁶ In 2018 verscheen een uitgebreid evaluatierapport over de ervaringen met het ESUG over de periode van maart 2012 tot maart 2017.⁴⁷ De algemene conclusie van het evaluatierapport is dat de aanpassingen die door het ESUG zijn ingevoerd in de praktijk positief zijn ontvangen. In de vijf jaar na invoering van het ESUG maakten 1609 vennootschappen gebruik van de mogelijkheden tot vroegtijdig herstructureren. De (*vorläufige*) *Eigenverwaltung* en het *Schutzschirm* werden dus relatief weinig benut. De procedures hoeven echter niet openbaar gemaakt te zijn, waardoor dit aantal slechts ziet op de openbaar gemaakte procedures.⁴⁸ Vooral grote vennootschappen maakten gebruik van de procedures, in mindere mate de kleine en middelgrote vennootschappen. 868 vennootschappen gebruikten de (*vorläufige*) *Eigenverwaltung* en slechts 300 vennootschappen maakten gebruik van het *Schutzschirmverfahren*.⁴⁹ De hoge kosten van de procedures is een belangrijke reden hiervoor. Daarnaast bestaat wantrouwen bij met name schuldeisers dat het bestuur dat juist verantwoordelijk is voor de financiële problemen aan het roer blijft staan tijdens de herstructureringsprocedure. In het evaluatierapport wordt voorgesteld beide procedures tot één procedure samen te smelten omdat vennootschappen nauwelijks kiezen voor een *Schutzschirmverfahren*.⁵⁰

45 O.a. Siemon 2016, p. 59-60 en Bork 2018, p. 504.

46 Deutscher Bundestag Drucksache 17/7511, p. 5.

47 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, te raadplegen via: https://www.bmjv.de/SharedDocs/Downloads/DE/News/Artikel/101018_Gesamtbericht_Evaluierung_ESUG.pdf?jsessionid=29F1B92A99A7F10EB170CB-45C196A8C2.1_cid297?__blob=publicationFile&v=2.

48 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 10.

49 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 10.

50 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 106 en p. 298.

Van de mogelijkheid tot het ingrijpen in aandeelhoudersrechten door middel van een akkoord is relatief weinig gebruikgemaakt in de geëvalueerde periode.⁵¹ Exacte data ontbreken over hoe vaak wijzigingen in aandeelhoudersrechten zijn aangebracht en welke. Evenwel zijn gegevens te ontleen aan de reacties op de vragenlijsten die zijn ingevuld door 825 insolventierechtexperts, waaronder advocaten en rechters. Daaruit blijkt dat de twee meest voorkomende vennootschapsrechtelijke maatregelen de overdracht van aandelen aan een koper (*Erwerber*) (470 keer) en een kapitaalvermindering gecombineerd met de uitgifte van nieuwe aandelen aan derden (*Kapitalschnitt*) (332 keer) zijn.⁵² De *debt for equity swap* werd daarentegen veel minder gebruikt (194 keer).⁵³ De Duitse wetgever heeft aangekondigd het evaluatierapport grondig te bestuderen en te bekijken of verbeteringen van het ESUG nodig zijn.

5.3.3 Implementatie richtlijn betreffende herstructurering en insolventie

De vraag is of een wijziging van het ESUG niet sowieso nodig is gelet op de Richtlijn.⁵⁴ Enerzijds is de Duitse akkoordprocedure alleen mogelijk na opening van een formele insolventieprocedure, anderzijds kan het bestuur reeds bij *drohende Zahlungsunfähigkeit* de rechter om een *Schutzschirm* verzoeken.⁵⁵ Een verzoek tot opening van een insolventieprocedure is hiervoor weliswaar vereist, maar de definitieve opening van een insolventieprocedure wordt uitgesteld.⁵⁶ Het is goed verdedigbaar dat Duitsland hiermee een preventief herstructureringsstelsel heeft zoals de Richtlijn vereist. De Duitse akkoordprocedure zelf komt grotendeels overeen met de voorschriften uit de Richtlijn.⁵⁷

De Duitse wetgever is nog niet met concrete voorstellen gekomen of en hoe de implementatie van de Richtlijn moet geschieden. Het is mogelijk ofwel vast te houden aan de bestaande wetgeving en het *Schutzschirmverfahren* op onderdelen aan te passen ofwel een nieuwe procedure te creëren die onafhankelijk is van de huidige

51 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 165.

52 Zie par. 5.4.9.2.

53 Schuldeisers zijn niet zozeer geïnteresseerd in het verkrijgen van aandelen in de geherstructureerde vennootschap.

54 Zie o.a. Luecke 2017, p. 378, Petrov 2017, p. 150 en Bork 2018.

55 Zie par. 5.4.2.3.

56 §270a-270b InsO.

57 O.a. Petrov 2017, p. 151 en Bork 2018, p. 511-512. Zie voor andere verschillen tussen de Richtlijn en de Duitse wetgeving: Lürken 2015, p. 7-8.

insolventieprocedure.⁵⁸ De tendens in zowel de literatuur⁵⁹ als de praktijk⁶⁰ is dat de invoering van een nieuwe procedure, naast de huidige wetgeving, nodig is ter voorkoming van het stigma van insolventie, zodat buiten een formele insolventieprocedure een vroegtijdige herstructurering mogelijk is. Het evaluatierapport van het ESUG onderschrijft deze tendens. Het vertrouwen in de huidige regelgeving is hoog. In het evaluatierapport wordt voorgesteld de huidige regelgeving niet aan de Richtlijn aan te passen, maar daarnaast eventueel een preventieve herstructureringsprocedure te creëren.⁶¹ Daarmee bestaat geen gevaar dat de huidige regelgeving haar waarde verliest en wordt de nieuwe procedure niet geïnfecteerd met het stigma van insolventie.

5.4 Insolvenzplanverfahren

Na de uiteenzetting van de ontwikkelingen in de Duitse wetgeving wordt in deze paragraaf ingezoomd op die wetgeving. Een vennootschap met een levensvatbare onderneming die vroegtijdig wil herstructureren, kan gebruikmaken van een akkoordprocedure binnen een insolventieprocedure, gecombineerd met een normale *Eigenverwaltung* of een bijzondere *Eigenverwaltung (Schutzschirm)*. *Eigenverwaltung* betekent dat de vennootschap beheers- en beschikkingsbevoegd blijft. Aangezien de akkoordprocedure onderdeel is van een insolventieprocedure, is allereerst een verzoek tot opening van een insolventieprocedure vereist: een *Eröffnungsantrag*. De voorwaarden waaronder een dergelijk verzoek is toegestaan, komen aan bod in paragraaf 5.4.2.1. Behalve de vennootschap, mag ook een schuldeiser een dergelijk verzoek indienen.⁶² De rechter beoordeelt het verzoek voordat hij besluit over de opening van een definitieve insolventieprocedure (*Insolvenzeröffnungsverfahren*).

⁵⁸ Bork 2018, p. 512.

⁵⁹ O.a. Lürken 2015, Siemon 2016, BeckOK InsO/Madaus 2018, § 1 Rn. 43-44 en Bork 2018, p. 512-513. Zie Siemon 2016, p. 57-58 voor een overzicht van de stand van meningen in de literatuur. Zie ook Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 135.

⁶⁰ Dit blijkt uit het onderzoek uitgevoerd door McKinsey in 2015 (https://www.mckinsey.de/files/2015_inso_studie_ger.pdf) en het onderzoek uit 2016 van Roland Berger onder 1600 experts (https://www.rolandberger.com/publications/publication_pdf/roland_berger_esug_studie_2016_final_.pdf). Ook na de invoering van het ESUG blijven Duitse vennootschappen hun heil zoeken in de Engelse *scheme*, bijv. APCOA (*re Apcoa Parking Holdings GmbH and others* (2014) EWHC 3849 (Ch)) en Tele Columbus (*re Tele Columbus GmbH* (2014) EWHC 249 (Ch)).

⁶¹ Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 139 en p. 300-301.

⁶² §14 InsO.

Tegelijkertijd met de *Eröffnungsantrag* kan worden verzocht om *vorläufige Eigenverwaltung* (zie par. 5.4.2.2).⁶³ Dit verzoek kan alleen de vennootschap zelf indienen. Daarmee blijft de benoeming van een *vorläufiger Insolvenzverwalter* (voorlopige curator) achterwege en blijft de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, volledig beheers- en beschikkingsbevoegd.⁶⁴ Wel wordt een zogenoemde *vorläufiger Sachwalter* (bewindvoerder) benoemd. Deze houdt toezicht op de financiële situatie van de vennootschap en het bestuur.⁶⁵ Na de definitieve opening van een insolventieprocedure kan, op verzoek van de vennootschap, de *vorläufige Eigenverwaltung* worden omgezet in *Eigenverwaltung*.⁶⁶

Afhankelijk van de vraag of de vennootschap reeds over een *Insolvenzplan* beschikt of nog sprake is van een voorbereidende fase, bestaan twee procedurele opties. Heeft de vennootschap nog geen *Insolvenzplan* voorbereid, dan kan zij verzoeken om een *Schutzschirm* (zie par. 5.4.2.3), gelijktijdig met de *Eröffnungsantrag* en het verzoek om *Eigenverwaltung*.⁶⁷ Een *Schutzschirm* is een bijzondere vorm van *Eigenverwaltung*. Na afloop van de periode van *Schutzschirm* (maximaal drie maanden) besluit de rechter over de definitieve opening van een insolventieprocedure. De vennootschap dient dan het *Insolvenzplan* in bij de rechtbank, waarna het *Insolvenzplanverfahren* aanvangt. De akkoordprocedure loopt op hoofdlijnen volgens de bepalingen uit de Richtlijn. De bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders stemmen in afzonderlijke stemklassen over het akkoord. De rechter beslist vervolgens over de homologatie van het akkoord. Heeft de vennootschap reeds een *Insolvenzplan* voorbereid, dan kan zij dit gelijktijdig met de *Eröffnungsantrag* bij de rechtbank indienen.⁶⁸

Hieronder vindt allereerst een uiteenzetting van de akkoordprocedure op hoofdlijnen plaats, met de nadruk op de positie van aandeelhouders binnen de procedure. Daarna ga ik afzonderlijk dieper in op de aandeelhouder en zijn rechten bij een akkoordprocedure.

5.4.1 Doel en inhoud

De Duitse insolventieprocedure ziet op de collectieve voldoening van de vorderingen van de schuldeisers van de vennootschap: “die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen.”⁶⁹ De voldoening van de schuldeisers kan op twee

63 §270a InsO.

64 §270a InsO.

65 §274 InsO.

66 §270 InsO.

67 §270b InsO.

68 §218 InsO.

69 §1 InsO.

wijzen geschieden, ofwel door een (*piecemeal* of *going concern*) liquidatie van het vermogen van de vennootschap en een uitdeling van de opbrengst, ofwel door het bereiken van een akkoord (*Insolvenzplan*). Met een akkoord kan worden afgeweken van de regels die gelden bij een 'normale' insolventieprocedure (*Regelinsolvenzverfahren*). In een *Insolvenzplan* kunnen regelingen worden getroffen over de voldoening van schuldeisers, liquidatie van het vermogen van de vennootschap, de verdeling ervan over de bij het akkoord betrokkenen, de wijze van afwikkeling en de aansprakelijkheid van de vennootschap na beëindiging van de insolventieprocedure.⁷⁰ Ook kunnen rechten van aandeelhouders onderdeel zijn van een *Insolvenzplan*.⁷¹

Een *Insolvenzplan* kan verschillende doelen hebben.⁷² Een *Insolvenzplan* kan voorzien in de herstructurering van de onderneming binnen dezelfde juridische entiteit (*Sanierungsplan*). Het doel van de akkoordprocedure is dan de liquidatie van de vennootschap te voorkomen en de levensvatbare onderneming voort te zetten binnen dezelfde juridische entiteit (een preventieve herstructurering). Een besluit van de algemene vergadering over de voortzetting van de vennootschap is dan vereist.⁷³ Het uitgangspunt is namelijk dat de vennootschap wordt ontbonden wanneer een insolventieprocedure wordt geopend.⁷⁴ Een akkoord wordt ook vaak gebruikt om de vennootschap te liquideren (*Liquidationsplan*) of de onderneming over te dragen aan een andere juridische entiteit (*Übertragungsplan*).

5.4.2 Aanvang van de procedure

De opening van een insolventieprocedure is vereist voor toegang tot de akkoordprocedure. Allereerst komen derhalve hieronder de vereisten voor opening van een insolventieprocedure aan bod. Daarna volgen de vereisten voor *Eigenverwaltung* en de vereisten voor het *Schutzschirm*.

5.4.2.1 Opening van een insolventieprocedure

Een Duitse insolventieprocedure kan reeds worden geopend wanneer een vennootschap nog niet in de toestand verkeert dat zij haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen. Dit biedt de mogelijkheid tot vroegtijdig herstructureren. De drie

⁷⁰ §217 eerste volzin InsO. Zie MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 217 Rn. 94-166 en K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 217 Rn. 10-19.

⁷¹ §217 tweede volzin InsO.

⁷² O.a. MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 217 Rn. 171, K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 217 Rn. 8-9 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 217 Rn. 18-25.

⁷³ MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 72, BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 222 Rn. 15 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 217 Rn. 87. Zie ook par. 5.4.9.2.

⁷⁴ §60 lid 1 sub 4 GmbHG.

openingsgronden voor de Duitse insolventieprocedure zijn: (i) dreigende betalingsonmacht (*drohende Zahlungsunfähigkeit*), (ii) betalingsonmacht (*Zahlungsunfähigkeit*) en (iii) een overmatige schuldenlast (*Überschuldung*).⁷⁵ De vennootschap zelf mag verzoeken om opening van een insolventieprocedure wanneer een van de drie openingsgronden zich voordoet (*Eröffnungsantrag*). Een schuldeiser mag een verzoek hiertoe doen wanneer een van de twee laatstgenoemde gronden zich voordoet.⁷⁶

Het bestuur van een vennootschap heeft, in tegenstelling tot Nederland en Engeland, soms een algemene plicht de opening van een insolventieprocedure te verzoeken. Dit is het geval wanneer sprake is van betalingsonmacht of een overmatige schuldenlast (*Eröffnungspflicht*).⁷⁷ Binnen drie weken na intreding van een van de twee situaties dient een verzoek te zijn ingediend. De *Antragspflicht* heeft de bescherming van de belangen van de schuldeisers als doel.⁷⁸ Bij dreigende betalingsonmacht bestaat geen verplichting voor een openingsverzoek. De belangen van de schuldeisers prevaleren (nog) niet boven de belangen van andere *stakeholders*, zoals de aandeelhouders. De vennootschap is immers nog niet insolvent: zij kan haar opeisbare schulden (nog) voldoen. Wanneer het bestuur dan een openingsverzoek indient, is de goedkeuring van de algemene vergadering vereist. Het ontbreken van een (positief) besluit van de algemene vergadering tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur echter niet aan.⁷⁹ De rechtbank toetst niet of de algemene vergadering haar goedkeuring heeft gegeven.

Wanneer is voldaan aan een van de openingsgronden? Een vennootschap verkeert in betalingsonmacht wanneer zij haar opeisbare schulden niet kan voldoen.⁸⁰ Het criterium daarbij is dat gedurende een periode van drie weken meer dan tien procent van de reeds opeisbare (en in die drie weken opeisbaar wordende) schulden niet kan worden betaald en hier ook geen uitzicht op is.⁸¹ Bij deze openingsgrond is vroegtijdig herstructureren niet meer mogelijk, insolventie is immers reeds ingetreden. De andere twee gronden, met name de dreigende betalingsonmacht, bieden hier wel de mogelijkheid toe. Dreigende betalingsonmacht is aanwezig wanneer het waarschijnlijk is dat

⁷⁵ §17-19 InsO.

⁷⁶ §14 InsO en §15 InsO.

⁷⁷ §15a InsO.

⁷⁸ MüKoInsO/Klöhn 2014, InsO § 15a Rn. 8-9, K. Schmidt InsO/Herchen 2016, InsO § 15a Rn. 1 en Uhlenbruck/Hirte 2019, InsO § 15a Rn. 1.

⁷⁹ O.a. Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 961 en BeckOK InsO/Wolfer 2018, § 18 Rn. 4. Het bestuur kan wel schadeplichtig zijn, zie OLG München 21 maart 2013, NZG 2013, 742.

⁸⁰ §17 lid 2 InsO.

⁸¹ BGH 24 mei 2005, NJW 2005, 3062. Zie hierover verder K. Schmidt InsO 2016, InsO § 17 Rn. 34, Braun/Bußhardt 2017, InsO § 17 Rn. 8-18 en Uhlenbruck/Mock 2019, InsO § 17 Rn. 30.

de vennootschap haar bestaande betalingsverplichtingen niet meer kan voldoen wanneer deze opeisbaar worden.⁸² Insolventie dreigt aldus. Dit is een vergelijkbaar criterium als het openingscriterium bij de WHOA.⁸³ Insolventie dreigt eveneens bij een overmatige schuldenlast. Het vermogen van de vennootschap is dan niet toereikend om de bestaande verplichtingen na te komen.⁸⁴ De vennootschap is balans-technisch insolvent: de passiva overstijgen de activa. Dit alleen is echter niet voldoende voor opening van een insolventieprocedure. Het moet voorts niet waarschijnlijk zijn dat de vennootschap zal kunnen voortbestaan (*negative Fortführungsprognose*).⁸⁵ Wanneer dit wel of niet het geval is, hangt af van de vraag of de vennootschap in de toekomst (maximaal twee jaar) haar opeisbare schulden kan blijven voldoen.

De rechter onderzoekt tijdens het *Insolvenzeröffnungsverfahren* of een van de openingsgronden aanwezig is en of de vennootschap over voldoende vermogen beschikt om de kosten van een insolventieprocedure te kunnen betalen.⁸⁶ Tijdens deze fase kan de rechter ter bescherming van de activa van de vennootschap allerlei tijdelijke maatregelen treffen.⁸⁷ Zo kan een *vorläufiger Insolvenzverwalter* (voorlopige curator) worden aangesteld en kan worden bepaald dat de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, niet meer beheers- en beschikkingsbevoegd is, dan wel enkel met medewerking van de voorlopige curator rechtshandelingen mag verrichten. Deze voorlopige curator wordt na opening van een definitieve insolventieprocedure de curator.

5.4.2.2 (Vorläufige) Eigenverwaltung

Bij een 'normale' insolventieprocedure verliest de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, de beheers- en beschikkingsbevoegdheid over het vermogen van de vennootschap.⁸⁸ Teneinde te bevorderen dat vennootschappen vroegtijdig herstructureren, kan het bestuur van een vennootschap om *Eigenverwaltung* verzoeken, al dan niet – afhankelijk van de vraag of een akkoord reeds is voorbereid – gecombineerd met een *Schutzschirm*. Verlies van controle schrikt doorgaans het bestuur af namens de vennootschap een akkoord aan te bieden.⁸⁹ Een verzoek om

82 §18 lid 2 InsO. De voorzienbaarheid van het niet kunnen betalen ten opzichte van de voorzienbaarheid van het wel kunnen betalen, moet meer dan 50% zijn. Zie hierover bijv. Von Onciul 2000, p. 107, MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 18 Rn. 44-51, Frege, Keller & Riedel 2015, par. 332 en K. Schmidt InsO 2016, InsO § 18 Rn. 21.

83 Art. 370 lid 1 Fw. Zie verder par. 6.5.2.1.

84 §19 lid 2 InsO.

85 Zie hierover uitgebreid MüKoInsO/Drukarczyk/Schüler 2014, InsO § 19 Rn. 58-63 en Uhlenbruck/Mock 2019, InsO § 19 Rn. 216-229.

86 §16 InsO en §26 InsO. Daarnaast toetst zij de formele vereisten uit §13 InsO en §14 InsO.

87 §21 InsO.

88 §80 InsO.

89 Eidenmüller 2017, p. 34. Zie verder par. 3.3.4.4 over *debtor in possession*.

Eigenverwaltung zal normaliter tegelijkertijd met het verzoek om opening van een insolventieprocedure worden ingediend. Dit is slechts anders wanneer een schuldeiser om opening van een insolventieprocedure heeft verzocht. De vennootschap kan dan tot aan de beslissing van de rechter tot definitieve opening van een insolventieprocedure, een verzoek tot *Eigenverwaltung* indienen. Het bestuur is exclusief bevoegd tot een verzoek om *Eigenverwaltung*. *Vorläufige Eigenverwaltung* ziet op de periode voorafgaand aan de definitieve opening.

De rechter zal *Eigenverwaltung* toestaan wanneer, kort gezegd, geen omstandigheden bekend zijn die tot nadeel van de schuldeisers bij toewijzing van *Eigenverwaltung* zullen leiden.⁹⁰ Wanneer een voorlopige schuldeiserscommissie is ingesteld (als tijdelijke maatregel of bij grote vennootschappen verplicht op grond van de wet) en deze unaniem heeft ingestemd met de *Eigenverwaltung*, wordt geen nadeel voor schuldeisers verondersteld.⁹¹ De wet schrijft geen motivering van het verzoek tot *Eigenverwaltung* voor. Het bestuur zal doorgaans een concept van de voorgenomen herstructurering overleggen, waaruit blijkt dat *Eigenverwaltung* voordelig is voor de schuldeisers.⁹² In de praktijk wordt in de regel een zogenoemde *chief restructuring officer* benoemd in het bestuur.

Wanneer het verzoek tot *Eigenverwaltung* niet overduidelijk uitzichtloos (*offensichtlich aussichtslos*) is, dat wil zeggen dat naar alle waarschijnlijkheid voldaan is aan de vereisten voor *Eigenverwaltung*, benoemt de rechter reeds tijdens het *Insolvenzeröffnungsverfahren* een *vorläufiger Sachwalter* en blijft de benoeming van een voorlopige curator achterwege.⁹³ Dit betreft kortom een *vorläufige Eigenverwaltung*. De vennootschap zelf heeft het recht een *vorläufiger Sachwalter* voor te stellen.⁹⁴ Deze wordt de *Sachwalter* na opening van een definitieve insolventieprocedure.

5.4.2.3 Schutzschirm

Wanneer het bestuur van de vennootschap nog geen *Insolvenzplan* heeft voorbereid, kan het bestuur om een *Schutzschirm* verzoeken, een bijzondere variant van *Eigenverwaltung*.⁹⁵ De vennootschap is dan tijdens het *Insolvenzeröffnungsverfahren* niet alleen beheers- en beschikkingsbevoegd, maar is ook, op verzoek,⁹⁶ beschermd tegen

90 §270 lid 2 sub 2 InsO. *Eigenverwaltung* is bijv. uitzichtloos indien evident is dat het bestuur de financiële crisis heeft veroorzaakt. Zie over het nadeel-criterium o.a. MüKInsO/Tetzlaff 2014, InsO § 270 Rn. 47 e.v. en Uhlenbruck/Zipperer 2019, InsO § 270 Rn. 46.

91 §270 lid 3 InsO jo. §22a InsO jo. §21 lid 2 sub 1a InsO.

92 Gottwald e.a. 2015, p. 1478 en Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 961.

93 §270a lid 1 InsO.

94 Slechts in uitzonderlijke gevallen mag de rechter hiervan afwijken, zie §270b lid 2 InsO.

95 §270b InsO.

96 §270b lid 2 laatste zin InsO.

verhaalsacties van schuldeisers. Het bestuur kan zo in alle rust een *Insolvenzplan* voorbereiden. Het bestuur van de vennootschap is exclusief bevoegd een verzoek tot het toepassen van een *Schutzschirm*, inclusief de gewenste periode, bij de rechter in te dienen.⁹⁷

Naast dat voldaan moet zijn aan de vereisten voor *Eigenverwaltung*, bestaan twee aanvullende vereisten. Allereerst mag het bestuur enkel verzoeken om een *Schutzschirm* wanneer de vennootschap haar opeisbare schulden nog kan voldoen. Met andere woorden, er dient sprake te zijn van een dreiging van betalingsonmacht of een overmatige schuldenlast.⁹⁸ Het *Schutzschirm* dient immers ter bevordering van een vroegtijdige herstructurering. Daar is geen sprake meer van indien de vennootschap haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen. Ten tweede mag de nagestreefde herstructurering niet overduidelijk uitzichtloos (*offensichtlich aussichtslos*) zijn. Een herstructurering is overduidelijk uitzichtloos wanneer de herstructurering naar alle waarschijnlijkheid zal mislukken, bijvoorbeeld omdat de herstructurering van volkomen onrealistische aannamen uitgaat.⁹⁹ Een verklaring van een insolventiedeskundige is vereist waaruit blijkt dat de vennootschap nog niet is opgehouden met het betalen van haar opeisbare schulden en de herstructurering niet overduidelijk uitzichtloos is.¹⁰⁰

Wanneer aan de hiervoor genoemde voorwaarden voor het *Schutzschirm* is voldaan, besluit de rechter over de duur van het *Schutzschirm*.¹⁰¹ De vennootschap mag om een periode van maximaal drie maanden verzoeken. De rechter mag afwijken van de verzochte periode. Gelijktijdig met het besluit over de duur van de periode, benoemt de rechtbank een *vorläufiger Sachwalter*.¹⁰² Dit is in principe dezelfde persoon als voorgedragen door de vennootschap.¹⁰³ Een eventueel ingestelde voorlopige schuldeiserscommissie is niet bevoegd een persoon voor te dragen, maar moet wel in de gelegenheid worden gesteld hierover advies uit te brengen.¹⁰⁴ Een *vorläufiger Sachwalter* kan het bestuur helpen met het opstellen van een *Insolvenzplan*. Het bestuur

97 Wanneer een schuldeiser een verzoek heeft ingediend om opening van een insolventieprocedure speelt de vraag of het bestuur nog kan verzoeken om een *Schutzschirmverfahren*. Dit is mogelijk tot het moment dat de insolventieprocedure daadwerkelijk is geopend, zie o.a. MüKoInsO/Kern 2014, InsO § 270b Rn. 17-18, Gottwald e.a. 2015, p. 1508 en Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 990.

98 §270b lid 1 InsO.

99 §270b lid 1 InsO. Zie hierover MüKoInsO/Kern 2014, InsO § 270b Rn. 34-41.

100 §270b lid 1 InsO.

101 Zie §270b lid 4 InsO voor de omstandigheden waaronder een *Schutzschirm* vroegtijdig wordt opgeheven.

102 §270b lid 2 InsO.

103 Tenzij duidelijk is dat de persoon ongeschikt is of het dezelfde persoon is als degene die de verklaring heeft afgegeven, zie §270b lid 2 InsO. Schuldeisers mogen bezwaar maken tegen de benoeming van de *Sachwalter*.

104 §56a lid 1 InsO. Zie verder K. Schmidt InsO/Undritz 2016, InsO § 270b Rn. 11 en Uhlenbruck/Zipperer 2019, InsO § 270b Rn. 59.

heeft tevens de medewerking van hem nodig wanneer het verplichtingen wil aangaan die niet tot de normale bedrijfsvoering horen.¹⁰⁵

Zoals vermeld, maken niet veel vennootschappen gebruik van een *Schutzschirm*. Vennootschappen maken eerder gebruik van (*vorläufige*) *Eigenverwaltung*.¹⁰⁶

5.4.2.4 Insolvenzplanverfahren

Uiterlijk na afloop van de periode van het *Schutzschirm* dient het bestuur van de vennootschap het onder het *Schutzschirm* voorbereide *Insolvenzplan* in bij de rechtbank.¹⁰⁷ De rechter besluit vervolgens over de opening van een definitieve insolventieprocedure. Het *Insolvenzplanverfahren* vangt dan aan. Zolang nog aan de vereisten voor *Eigenverwaltung* wordt voldaan, besluit de rechtbank gelijktijdig tot toewijzing van de *Eigenverwaltung*.¹⁰⁸ De *vorläufige Sachwalter* wordt de definitieve *Sachwalter*.¹⁰⁹ Naast het bestuur is ook de *Sachwalter*, in opdracht van de vergadering van schuldeisers, bevoegd een akkoord aan te bieden.¹¹⁰ Concurrerende voorstellen kunnen daardoor voorkomen. De *Insolvenzordnung* zwijgt over dit onderwerp. In de literatuur wordt aangenomen dat beide voorstellen na elkaar worden voorgelegd aan de schuldeisers en de aandeelhouders.¹¹¹ Het is echter onduidelijk wat de rechter moet doen indien beide akkoorden zijn aangenomen.

De bij het akkoord betrokkenen moeten weloverwogen over het akkoord kunnen stemmen en de rechter moet tot homologatie van het akkoord kunnen besluiten. Het *Insolvenzplan* bevat daarom een zogenoemd *darstellender Teil* en een *gestaltender Teil*.¹¹² Een *darstellender Teil* geeft, kort gezegd, de oorzaken van de financiële problemen weer en de maatregelen die de vennootschap heeft genomen (of zal nemen) om de schulden te herstructureren. Een *gestaltender Teil* geeft aan hoe het *Insolvenzplan* de rechtspositie van de bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers wijzigt.

¹⁰⁵ §275 InsO.

¹⁰⁶ Luecke 2017, p. 380-381 en Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 21.

¹⁰⁷ Het bestuur kan tevens uiterlijk tot het moment dat de rechter besluit tot opening van een definitieve insolventieprocedure een *Insolvenzplan* indienen wanneer het geen gebruik maakt van een *Schutzschirm*.

¹⁰⁸ §270 lid 1 InsO.

¹⁰⁹ Schuldeisers moeten na opening van de insolventieprocedure hun vorderingen aanmelden bij de *Sachwalter*, zie §174 InsO.

¹¹⁰ §218 InsO jo. §284 InsO. De *Insolvenzverwalter* is, al dan niet in opdracht van de vergadering van schuldeisers, bevoegd een akkoord aan te bieden wanneer *Eigenverwaltung* niet van toepassing is, zie §218 lid 1 InsO.

¹¹¹ Zie o.a. MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 218 Rn. 193-201 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 218 Rn. 17-21.

¹¹² §219-221 InsO.

Reeds in de beginfase van de akkoordprocedure heeft de rechter in Duitsland een zeer actieve rol. De rechter moet het *Insolvenzplan* ‘vorprüfen’ binnen twee weken na ontvangst ervan. Hij moet het akkoord ambtshalve afwijzen indien (i) de regels met betrekking tot het recht een akkoord aan te bieden en de inhoud ervan – in het bijzonder de klassenindeling – niet zijn nageleefd en de gebreken niet kunnen worden verholpen, (ii) overduidelijk geen uitzicht bestaat op aanname van het akkoord door de schuldeisers en/of aandeelhouders of op homologatie van het akkoord door de rechter of (iii) de afspraken uit het akkoord overduidelijk niet kunnen worden nagekomen.¹¹³ De *Vorprüfung* behelst geen uitvoerige inhoudelijke beoordeling van het akkoord, “andernfalls würde das Gericht der Entscheidung der Gläubiger in ungerechtfertigter Weise vorgreifen.”¹¹⁴ De gedachte achter de *Vorprüfung* is als volgt: “Einen Plan, der dem Schuldner nicht einmal das Existenzminimum läßt, hat das Gericht zurückzuweisen.”¹¹⁵ De rechter is bij de beoordeling over de homologatie van het akkoord niet gebonden aan de in het kader van de *Vorprüfung* genomen beslissing.¹¹⁶

De actieve opstelling van de Duitse rechter in de beginfase van de akkoordprocedure is het tegenovergestelde van het uitgangspunt in de WHOA. Onder de WHOA beoordeelt de rechter in beginsel pas inhoudelijk het akkoord bij de homologatie van het akkoord.¹¹⁷ Weinig rechterlijke betrokkenheid bevordert een efficiënte akkoordprocedure en drukt de kosten ervan. De Richtlijn stimuleert dit ook.¹¹⁸ De actieve opstelling van de rechter in Duitsland is niet in strijd met de Richtlijn, aangezien de Richtlijn lidstaten niet verplicht de rechterlijke betrokkenheid te beperken.

Wanneer de rechter het akkoordvoorstel niet in de *Vorprüfung* afwijst, bepaalt de rechter de datum waarop het *Insolvenzplan* wordt besproken, het stemrecht van de bij het akkoord betrokkenen wordt vastgesteld (*Erörterungstermin*) en vervolgens de stemming in de verschillende stemklassen plaatsvindt (*Abstimmungstermin*).¹¹⁹ Doorgaans vindt dit op eenzelfde dag plaats (binnen een maand na indiening van het *Insolvenzplan*), maar de stemming over het akkoord kan ook later geschieden wanneer in de eerste vergadering wijzigingen in het akkoord zijn doorgevoerd.¹²⁰ De stemming vindt doorgaans in een fysieke vergadering plaats, maar kan ook schriftelijk geschieden. De uitnodiging voor de stemvergaderingen geschiedt door een

113 §231 InsO.

114 Deutscher Bundestag Drucksache 12/2443, p. 204.

115 Deutscher Bundestag Drucksache 12/2443, p. 204.

116 BGH 16 februari 2016, *NJW* 2017, 2280.

117 De aanbieder van het akkoord kan de rechter om een vroegtijdige beslissing vragen, zie art. 378 Fw.

118 Art. 4 lid 6 Richtlijn.

119 §235 InsO en §232 InsO. Tevens verzoekt de rechter onder meer de *Sachwalter* en de vergadering van schuldeisers (indien ingesteld) om hun opinie.

120 §241 InsO.

publiekelijke aankondiging, via in ieder geval een website.¹²¹ Daarnaast ontvangen de bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers een uitnodiging voor de vergaderingen.¹²²

5.4.3 Stemklassen

Tijdens de *Vorprüfung* van het akkoord toetst de rechter in het bijzonder of voldaan is aan de wettelijke voorschriften voor de indeling van stemklassen.¹²³ De bij het akkoord betrokkenen stemmen in verschillende stemklassen. Schuldeisers of aandeelhouders zijn betrokken bij het akkoord – en mogen derhalve stemmen over het akkoord¹²⁴ – wanneer het akkoord de vorderingen van schuldeisers wijzigt of wanneer aandeelhoudersrechten in het akkoord zijn betrokken. Dit laatste is het geval wanneer een vennootschapsrechtelijke regeling onderdeel is van een akkoord, zoals een kapitaalverhoging of een statutenwijziging.¹²⁵ Iedere vennootschapsrechtelijk toelaatbare regeling kan onderdeel zijn van een akkoord. Dit komt verder aan bod in paragraaf 5.4.9.

Klassenindeling op basis van rechtspositie

De Insolvenzordnung maakt onderscheid tussen verplichte stemklassen en facultatieve stemklassen. De verplichte stemklassen worden onderscheiden op basis van rechtspositie. Er zijn vier categorieën rechtsposities.¹²⁶ De eerste categorie betreft schuldeisers met zekerheidsrechten. In beginsel brengt een akkoord geen wijzigingen aan in zekerheidsrechten, tenzij in het akkoordvoorstel anders is bepaald.¹²⁷ Schuldeisers met zekerheidsrechten zijn dus enkel een stemklasse wanneer het *Insolvenzplan* wijzigingen aanbrengt in hun rechten. De tweede categorie omvat de niet achtergestelde schuldeisers, oftewel de concurrente schuldeisers.¹²⁸ Zij vormen op grond van de Insolvenzordnung altijd een stemklasse. De achtergestelde schuldeisers vormen de derde categorie.¹²⁹ In beginsel vervalt van rechtswege het vorderingsrecht van achtergestelde schuldeisers.¹³⁰ Alleen wanneer de vorderingen onder het akkoord wel (deels) zullen worden betaald, vormen de achtergestelde schuldeisers

121 §235 lid 2 sub 1 InsO jo. §74 InsO jo. §9 InsO.

122 §235 lid 3 InsO.

123 §231 lid 1 sub 1 InsO.

124 Niet bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders mogen niet stemmen, zie §237 lid 2 InsO jo. §238 lid 2 InsO jo. §238a InsO.

125 §225a lid 1 en lid 3 InsO.

126 §222 lid 1 InsO. Zie hierover o.a. MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 47-79, K. Schmidt InsO/Spliet 2016, InsO § 222 Rn. 5-13 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 222 Rn. 12-21.

127 §223 InsO jo. §49-51 InsO.

128 Preferente schuldeisers bestaan in beginsel niet onder de Insolvenzordnung. Zie MüKoInsO/Ehrliche/Behme 2014, InsO § 38 Rn. 5. Er wordt uitgegaan van gelijkheid van schuldeisers, zie §38 InsO.

129 §39 InsO somt de (rangorde van de) achtergestelde schuldeisers op.

130 §225 InsO.

een aparte stemklasse.¹³¹ De aandeelhouders van de vennootschap vormen de laatste categorie. Zij zijn enkel een stemklasse wanneer het akkoordvoorstel rechten van aandeelhouders betreft in de procedure.¹³² Het maakt daarbij niet uit of de aandeelhouders *in of out of the money* zijn.

Klassenindeling op basis van soortgelijke economische belangen

Binnen iedere stemklasse moet in beginsel sprake zijn van een gelijke behandeling van de leden van de stemklasse.¹³³ Wanneer het akkoord aandeelhouders bijvoorbeeld verschillende regelingen aanbiedt, is in beginsel meer dan één stemklasse vereist. Een ongelijke behandeling binnen een klasse is enkel toegestaan wanneer alle minder gunstig behandelde aandeelhouders (of schuldeisers) uit de klasse instemmen met de afwijkende behandeling.¹³⁴ De aanbieder van het akkoord moet dan hun instemmende verklaringen bij het akkoord voegen.¹³⁵ De aanbieder kan dit eenvoudig voorkomen door schuldeisers met eenzelfde rechtspositie of aandeelhouders in te delen in meerdere stemklassen.¹³⁶ Deze verdere onderverdeling in stemklassen betreft een klassenindeling op basis van soortgelijke economische belangen.¹³⁷ Het gaat om de vraag of de belangrijkste insolventie-gerelateerde economische belangen (*wichtigsten insolvenzbezogenen wirtschaftlichen Interessen*) soortgelijk zijn.¹³⁸ De Insolvenzordnung schrijft slechts één verplichte stemklasse op basis van economische belangen voor. Werknemers met *nicht unerheblichen Forderungen* vormen een aparte stemklasse ten opzichte van de andere concurrente schuldeisers.¹³⁹ De klassenindeling op basis van soortgelijke economische belangen is verder facultatief. Vanuit strategisch oogpunt, teneinde de vereiste stemmeerderheden binnen een stemklasse te behalen, kunnen meerdere facultatieve stemklassen wenselijk zijn.¹⁴⁰

131 Dit is niet gebruikelijk aangezien de vorderingen van alle niet achtergestelde schuldeisers dan eerst volledig moeten zijn betaald.

132 §225a InsO jo. §238a lid 2 InsO. Zie hierover par. 5.4.9.1.

133 §226 InsO. Zie o.a. Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 892.

134 §226 lid 2 InsO.

135 §226 lid 2 laatste zin InsO.

136 MüKoInsO/Breuer 2014, InsO § 226 Rn. 10.

137 §222 lid 2 InsO. Het is raadzaam een oneven aantal stemklassen te creëren, omdat de meerderheid van de stemklassen voor moet stemmen bij een *cross class cramdown*, zie §245 lid 1 sub 3 InsO. Zie hierover par. 5.4.6.3.

138 BGH 7 juli 2015, *NJW* 2015, 2660. Zie uitgebreid over stemklassen op basis van soortgelijke economische belangen: MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 80 e.v., K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 222 Rn. 14 e.v. en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 222 Rn. 22 e.v.

139 §222 lid 3 InsO. De belangen van werknemers zijn dusdanig verschillend van de belangen van de andere concurrente schuldeisers omdat de arbeidsverhouding voort blijft bestaan tijdens de akkoordprocedure. Zie o.a. Gottwald e.a. 2015, p. 1202-1203 en Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 915-916 voor de precieze invulling van *nicht unerheblichen Forderungen*. Een *nicht unerheblichen Forderung* is bijv. een vordering die niet wordt gedekt door het *Insolvenzgeld* dat een werknemer krijgt van de overheid wanneer de vennootschap zijn loon niet meer kan betalen.

140 Wanneer duidelijk is dat de vereiste stemmeerderheid binnen één klasse reeds kan worden behaald, is een verdere onderverdeling niet nodig.

Een klassenindeling op basis van soortgelijke economische belangen vereist een zogenoemde zakelijke afbakening (*sachgerechte Abgrenzung*) ten opzichte van de andere stemklasse(n).¹⁴¹ De zakelijke afbakening zorgt ervoor dat een rechtvaardiging bestaat voor de ongelijke behandeling tussen schuldeisers met eenzelfde rechtspositie of aandeelhouders. Het *Insolvenzplan* moet aangeven wat de zakelijke afbakening tussen de verschillende stemklassen is. Zo mogen bijvoorbeeld leveranciers worden gescheiden van andere concurrente schuldeisers.¹⁴²

De Insolvenzordnung biedt de mogelijkheid tot het vormen van een facultatieve stemklasse met zogenoemde ‘kleine’ schuldeisers of ‘kleine’ aandeelhouders. Kleine aandeelhouders zijn aandeelhouders die deelnemen in het geplaatst kapitaal van de vennootschap voor minder dan één procent of minder dan 1000 euro.¹⁴³ Het maakt niet uit of deze aandeelhouders onderling wel of niet gelijksoortige economische belangen hebben. De gedachte achter dergelijke stemklassen is dat de vorderingen van kleine schuldeisers volledig worden voldaan en de kleine aandeelhouders hun aandelenbelang mogen behouden. Het akkoord wijzigt aldus niet hun vorderingen of rechten waardoor zij ook niet betrokken zijn bij het *Insolvenzplan*.¹⁴⁴ Dit leidt tot een eenvoudigere akkoordprocedure.

De Nederlandse WHOA kent een vergelijkbare klassenindeling. Afgezien van het feit dat de WHOA een ‘negatieve’ klassenindeling hanteert (meerdere stemklassen indien van een vergelijkbare positie geen sprake is) en de Duitse akkoordprocedure een ‘positieve’ klassenindeling (een klassenindeling is mogelijk indien), is een groot verschil dat de WHOA meer verplichte stemklassen kent dan de Duitse regeling. Wanneer schuldeisers of aandeelhouders een verschillende rang bij het verhaal op het vermogen van de vennootschap hebben, moeten zij onder de WHOA in verschillende stemklassen worden ingedeeld.¹⁴⁵ Binnen deze categorieën is een verdere onderverdeling in stemklassen mogelijk. De verplichte stemklassen in Nederland hangen samen met het feit dat in Nederland voorrechten bestaan, dit in tegenstelling tot Duitsland waar voorrechten zijn afgeschaft.¹⁴⁶

141 §222 lid 2 InsO. Dit is de heersende leer in de literatuur, zie MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 81-82. Sommige auteurs menen dat enkel een zakelijke rechtvaardiging is vereist en daarnaast niet is vereist dat sprake moet zijn van soortgelijke economische belangen, zie bijv. BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 222 Rn. 18.

142 Zie MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 83-101 voor meer voorbeelden.

143 §222 lid 3 tweede volzin InsO.

144 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 134.

145 Art. 374 Fw. Zie hierover par. 6.5.3.

146 Preferentie bestaat nog voor uit een sociaal plan voortvloeiende vorderingen van werknemers (§123 lid 2 InsO) en bepaalde boedelschulden en faillissementskosten (§53-55 InsO en §209 InsO).

Aandeelhoudersklassen

Sinds de invoering van het ESUG in 2012 is in de Insolvenzordnung opgenomen dat aandeelhoudersrechten onderwerp van een akkoordprocedure kunnen zijn. Aandeelhouders vormen dan verplicht een stemklasse.¹⁴⁷ In de literatuur bestaat nauwelijks tot geen aandacht voor de vorming van meerdere aandeelhoudersklassen, dat wil zeggen de indeling van aandeelhouders in meerdere stemklassen op basis van gelijksoortige economische belangen.¹⁴⁸ Dit heeft waarschijnlijk te maken met het feit dat aandeelhouders doorgaans *out of the money* zijn en geen uitkering ontvangen onder een akkoord. De indeling van aandeelhouders in meerdere stemklassen is met name relevant wanneer een akkoord aandeelhouders verschillend behandelt.¹⁴⁹ Het *Insolvenzplan* dient duidelijk de zakelijke afbakening aan te duiden tussen de verschillende aandeelhoudersklassen. Zo is het bijvoorbeeld mogelijk aandeelhouders die bereid zijn extra financiering in te brengen, in een aparte stemklasse in te delen.¹⁵⁰ Het is ook mogelijk ‘kleine’ aandeelhouders in te delen in een aparte stemklasse.

Een aandeelhouder die tevens schuldeiser is, wordt ingedeeld in meerdere stemklassen – een schuldeisersklasse en een aandeelhoudersklasse – en mag in iedere stemklasse (verschillend) stemmen.¹⁵¹ Een aandeelhouder die schuldeiser is omdat hij een lening heeft verstrekt aan de vennootschap, is echter in Duitsland aan te merken als een achtergestelde schuldeiser en heeft in beginsel geen stemrecht, tenzij zijn achtergestelde vordering onder het akkoord wel (gedeeltelijk) wordt voldaan.¹⁵²

5.4.4 Stemming over het akkoord

De leden van de stemklassen hebben stemrecht wanneer het *Insolvenzplan* wijzigingen aanbrengt in hun vorderingen of rechten.¹⁵³ Het *Insolvenzplan* is aangenomen door een stemklasse van schuldeisers indien de meerderheid van de aanwezige en stemmende schuldeisers heeft voorgestemd én deze meerderheid meer dan de helft van de waarde van de vorderingen van de aanwezige en stemmende schuldeisers vertegenwoordigt.¹⁵⁴ Voor stemklassen van aandeelhouders geldt enkel het tweede vereiste; een meerderheid van de nominale waarde van de aandelen van de aanwezige en stemmende aandeelhouders.¹⁵⁵ Waarom een *headcount* voor aandeelhouders

147 §222 lid 1 sub 4 InsO.

148 Jurisprudentie over problemen bij de indeling van aandeelhoudersklassen is mij niet bekend.

149 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 31. Zie ook Bulgrin 2016, p. 178.

150 O.a. Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 898.

151 O.a. MülKoInsO/Hintzen 2014, InsO § 244 Rn. 1-21 en Gottwald e.a. 2015, p. 1222.

152 §39 lid 1 sub 5 InsO jo. §77 InsO jo. §237 InsO.

153 §237-238a InsO. Zie par. 5.4.9.1 over wanneer aandeelhouders betrokken zijn bij een akkoordprocedure.

154 §244 lid 1 InsO.

155 §244 lid 3 InsO. Zie ook Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 34.

ontbreekt, is niet duidelijk.¹⁵⁶ Het stemrecht van een aandeelhouder bij het akkoord wordt bepaald door zijn nominale aandelenbelang in het geplaatst kapitaal. Buiten beschouwing blijven (statutaire of contractuele) stemrechtbeperkingen of meervoudig stemrecht.¹⁵⁷ De juridische positie doet met andere woorden niet ter zake bij de stemming over het akkoord. Zo mogen bijvoorbeeld aandeelhouders zonder stemrecht ook over het akkoord stemmen. Het gaat, evenals onder de WHOA, puur om het economische belang dat de aandeelhouders in de vennootschap hebben. Het is overigens de juridisch gerechtigde – niet de economisch gerechtigde – tot een aandeel die stemt over het *Insolvenzplan*.¹⁵⁸ Dit is eveneens het geval in Engeland.¹⁵⁹ Bij de WHOA kan onder omstandigheden de economisch gerechtigde in plaats van de juridisch gerechtigde stemmen.¹⁶⁰

Uit praktisch oogpunt is in de Insolvenzordnung opgenomen dat wanneer geen enkele aandeelhouder of achtergestelde schuldeiser in een stemklasse heeft gestemd over het *Insolvenzplan*, het akkoord binnen de stemklasse voor aangenomen wordt gehouden.¹⁶¹ *Out of the money* aandeelhouders die geen aandelen mogen behouden onder het akkoord, kunnen bijvoorbeeld weinig interesse hebben om te gaan stemmen.¹⁶² Anderzijds kan het juist een argument zijn om tegen het akkoord te stemmen.

De gewone stemmeerderheid uit de Duitse akkoordprocedure is de minimum stemmeerderheid die de Richtlijn voorschrijft.¹⁶³ Ook bij een preventieve herstructurering buiten de akkoordprocedure om, hanteert het Bundesgerichtshof een gewone meerderheid. In het in paragraaf 5.2 besproken arrest *Girmes* oordeelde het Bundesgerichtshof dat minderheidsaandeelhouders een door de meerderheid nagestreefde noodzakelijke herstructurering op grond van de *Treuepflicht* niet mogen tegenhouden.¹⁶⁴ Bij de Engelse *scheme* en de Nederlandse WHOA ligt de stemmeerderheid hoger, respectievelijk bij driekwart en tweederde meerderheid.¹⁶⁵

¹⁵⁶ MüKoInsO/Hintzen 2014, InsO § 244 Rn. 4.

¹⁵⁷ §238a lid 1 InsO. Het uitgangspunt is dat iedere euro van een aandeel een stem betreft (§47 lid 2 GmbHG), maar in de statuten mag hiervan worden afgeweken.

¹⁵⁸ §225a InsO jo. §238a InsO. Zie o.a. K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 225a Rn. 15, Nerlich/Römermann/Rühle/Ober 2018, InsO § 225a Rn. 16-18 en Uhlenbruck/Hirte 2019, InsO § 225a Rn. 6-7.

¹⁵⁹ Par. 4.3.4.

¹⁶⁰ Zie par. 6.5.4.

¹⁶¹ §246 sub 2 InsO en §246a InsO.

¹⁶² Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 34.

¹⁶³ Art. 9 lid 6 Richtlijn.

¹⁶⁴ BGH 20 maart 1995, NJW 1995, 1739 (*Girmes*). Zie verder Schuster 2010, p. 337.

¹⁶⁵ Zie over stemmeerderheden Tollenaar 2016, par. 8.8.2. Met Tollenaar ben ik het eens dat welke stemmeerderheid geldt grotendeels arbitrair is.

5.4.5 Homologatie van het akkoord

Wanneer in alle stemklassen voor het akkoord is gestemd, dan wel voldaan is aan de drie vereisten voor een *cross class cramdown* – het *Obstruktionsverbot* (zie par. 5.4.6) – besluit de rechter over de homologatie van het akkoord.¹⁶⁶ De rechter moet de homologatie ambtshalve weigeren in twee gevallen, te weten wanneer (i) sprake is van een wezenlijke schending van de bepalingen ten aanzien van de inhoud van een akkoord en de procedurele behandeling van het akkoord en deze schending niet meer kan worden hersteld of wanneer (ii) de aanneming van het akkoord *unlauter* tot stand is gekomen.¹⁶⁷

De eerste weigeringsgrond omvat een toetsing van de (hiervoor besproken) bepalingen uit de *Insolvenzordnung* die zien op de inhoud van een akkoord en de procedurele aspecten ervan.¹⁶⁸ Van een wezenlijke schending van een bepaling is sprake wanneer de schending invloed had *kunnen* hebben op de aanneming van het akkoord en zou kunnen resulteren in een andere stemuitslag.¹⁶⁹ Een schending van de bepalingen ten aanzien van de vereiste stemmeerderheden binnen de stemklassen of een *cross class cramdown* is per definitie een wezenlijke schending. De rechter moet de homologatie weigeren wanneer herstel van de wezenlijke schending niet meer mogelijk is. Wanneer pas na de stemming een schending (bijvoorbeeld foutieve financiële gegevens) wordt ontdekt en het waarschijnlijk is dat in een stemklasse de stemmeerderheid niet tot stand zou zijn gekomen wanneer de leden op de hoogte waren geweest van het gebrek, kan de rechter een deel van de akkoordprocedure heropenen en bijvoorbeeld een nieuwe stemvergadering of nieuwe stemvergaderingen bijeenroepen.¹⁷⁰ Wordt de stemmeerderheid binnen een stemklasse in de nieuwe stemvergadering niet behaald, dan kan de rechter toetsen of voldaan is aan de *cross class cramdown* vereisten.

De tweede weigeringsgrond houdt in dat de aanneming van een akkoord niet *unlauter* tot stand mag zijn gekomen, dat wil zeggen niet in strijd met de redelijkheid en billijkheid (*Treu und Glauben*) tot stand mag zijn gekomen.¹⁷¹ In tegenstelling tot de zojuist besproken eerste weigeringsgrond is enkel sprake van strijd met de redelijkheid en billijkheid wanneer de aanneming van het akkoord daadwerkelijk is beïnvloed.

166 §248 InsO. Een verzoek hiertoe is niet nodig. De rechter hoort de vennootschap, de eventuele schuldeiserscommissie en de *Insolvenzverwalter*.

167 §250 InsO. Zie uitgebreid MUKoInsO/Sinz 2014, InsO § 250 Rn. 5-43 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 250 Rn. 1-31.

168 Te weten §217-247 InsO.

169 BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 250 Rn. 13.

170 O.a. MUKoInsO/Sinz 2014, InsO § 250 Rn. 41, K. Schmidt InsO/Spliet 2016, InsO § 250 Rn. 9 en Nerlich/Römermann/Rühle 2018, InsO § 250 Rn. 7.

171 O.a. MUKoInsO/Sinz 2014, InsO § 250 Rn. 44-60 en BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 250 Rn. 9-11.

In het bijzonder is de begunstiging van een schuldeiser of een aandeelhouder ten opzichte van de andere schuldeisers of aandeelhouders niet toegestaan. Het belangrijkste voorbeeld hiervan is stemmenkoop.¹⁷² Deze weigeringsgrond is vergelijkbaar met de weigeringsgrond in de surseanceakkoordregeling en de WHOA; de rechter moet de homologatie van het akkoord weigeren wanneer een akkoord met behulp van oneerlijke middelen tot stand is gekomen.¹⁷³

Best interest test

Naast deze twee ambtshalve weigeringsgronden, homologeert de rechter het akkoord niet wanneer een bij het akkoord betrokken aandeelhouder of schuldeiser hierom verzoekt omdat hij onder het akkoord slechter af is dan zonder het akkoord.¹⁷⁴ De situatie zonder het akkoord is de liquidatie van de vennootschap, *piecemeal* of *going concern*.¹⁷⁵ Dit betreft de *best interest test*. De *best interest test* komt in paragraaf 5.4.6.1 verder aan bod in het kader van een *cross class cramdown*. Waar de rechter altijd moet toetsen of de leden van een tegenstemmende stemklasse niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord, hoeft de rechter enkel op verzoek te toetsen of binnen een voorstemmende stemklasse een aandeelhouder of een schuldeiser niet slechter af is. De Duitse akkoordprocedure voldoet op dit punt deels aan de Richtlijn. De Richtlijn hanteert namelijk een ‘piepsysteem’ voor de *best interest test* bij zowel een enkele *cramdown* als een *cross class cramdown*.¹⁷⁶ De WHOA volgt de Richtlijn wel geheel op dit punt.¹⁷⁷

Aandeelhouders en schuldeisers die tegen het akkoord zijn, mogen verzoeken om de minderheidsbescherming die de *best interest test* biedt. Zij moeten uiterlijk bij de stemming over het akkoord aangeven dat zij tegen het akkoord zijn.¹⁷⁸ Het hoeft dus niet per se tegenstemmende aandeelhouders en schuldeisers te betreffen.¹⁷⁹ Zo mogen ook schuldeisers met betwiste vorderingen die niet stemgerechtigd zijn, zich beroepen op de minderheidsbescherming.¹⁸⁰ Een vergelijkbare benadering hanteert de WHOA: aandeelhouders of schuldeisers die niet hebben ingestemd met het akkoord of ten

172 MÜKoInsO/Sinz 2014, InsO § 250 Rn. 45.

173 Art. 272 lid 2 sub 3 Fw en art. 384 lid 2 sub g Fw.

174 §251 InsO.

175 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 34. Zie verder o.a. MÜKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 41, K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 245 Rn. 7, Nerlich/Rörmann/Rühle 2018, InsO § 245 Rn. 6 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 245 Rn. 7.

176 Art. 10 lid 2 laatste volzin Richtlijn.

177 Art. 384 lid 3 Fw.

178 §251 lid 1 sub 1 InsO.

179 MÜKoInsO/Sinz 2014, InsO § 251 Rn. 6 en Nerlich/Rörmann/Braun 2018, InsO § 251 Rn. 2-3.

180 Deutscher Bundestag Drucksache 12/2443, p. 212.

onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten, mogen een beroep doen op de *best interest test*.¹⁸¹ Aandeelhouders en schuldeisers die vóór het akkoord hebben gestemd, maar zich vervolgens bedenken, mogen geen beroep doen op de *best interest test*.¹⁸² De aandeelhouder of de schuldeiser die tegen het akkoord is, moet aannemelijk maken dat hij door het akkoord waarschijnlijk in een slechtere situatie komt te verkeren dan zonder het akkoord. Dit dient uiterlijk bij de stemming over het akkoord te geschieden.¹⁸³ De situatie zonder het akkoord is, zoals reeds aangegeven, het liquidatiescenario (*going concern* of *piecemeal*). Een aandeelhouder zal bij liquidatie vrijwel altijd geen uitkering ontvangen en dus niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord.¹⁸⁴

Overigens biedt de Insolvenzordnung de mogelijkheid dat in het akkoord middelen (geld, borg of garantie) worden opgenomen voor het geval dat sprake is van een schending van de *best interest test*.¹⁸⁵ Wanneer een schuldeiser of een aandeelhouder aannemelijk maakt dat hij slechter af is onder het akkoord, kan hij uit deze middelen in eenzelfde positie worden gebracht als hij zou zijn bij liquidatie van de vennootschap. Hierdoor is de homologatie van het akkoord alsnog mogelijk.

Wanneer de twee ambtshalve weigeringsgronden zich niet voordoen en geen beroep is gedaan op de minderheidsbescherming, dan wel dit niet slaagde, moet de rechter het akkoord homologeren. De rechter komt geen discretionaire bevoegdheid toe.¹⁸⁶ Dit leidt tot duidelijkheid voor partijen: zij weten waar ze aan toe zijn wanneer de gronden afwezig zijn, namelijk de homologatie van het akkoord.¹⁸⁷

5.4.6 Obstruktionsverbot

Ook wanneer de vereiste stemmeerderheid binnen een stemklasse niet is behaald, kan een akkoord tot stand komen. Duitsland kent, in tegenstelling tot Engeland, een *cross class cramdown* van stemklassen. Een *cross class cramdown* achtte de Duitse wetgever nodig omdat in de weigering van een stemklasse misbruik kan schuilen.¹⁸⁸ Een stemklasse waarin de meerderheid van de leden heeft tegengestemd, heeft alsnog ‘fictief’ met het *Insolvenzplan* ingestemd wanneer (i) de leden van de stemklasse

181 Art. 384 lid 3 Fw.

182 Zie o.a. MüKoInsO/Sinz 2014, InsO § 251 Rn. 6, Braun/Frank 2017, InsO § 251 Rn. 5, Nerlich/Römermann/Braun 2018, InsO § 251 Rn. 3 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 251 Rn. 10-12.

183 §251 lid 2 InsO.

184 MüKoInsO/Sinz 2014, InsO § 251 Rn. 34 en Gottwald e.a. 2015, p. 1240.

185 §251 lid 3 InsO.

186 K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 248 Rn. 4 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 248 Rn. 2. Onder de WHOA kan de rechter het homologatieverzoek afwijzen wegens ‘andere redenen die zich tegen de homologatie verzetten’ (art. 384 lid 2 sub i Fw).

187 Zie ook Tollenaar 2016, p. 364.

188 Deutscher Bundestag Drucksache 12/2443, p. 208.

naar verwachting niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord (*best interest test*), (ii) de leden van de stemklasse een passende aanspraak hebben op de economische waarde die onder het *Insolvenzplan* aan de betrokkenen toekomt en (iii) de meerderheid van de stemklassen met de vereiste stemmeerderheden voor het akkoord heeft gestemd.¹⁸⁹ Dit heet het zogenoemde *Obstruktionsverbot*. Het *Obstruktionsverbot* zorgt ervoor dat *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers de totstandkoming van een bindend akkoord niet kunnen blokkeren. In Engeland is omzeiling van een tegenstemmende klasse van *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers enkel mogelijk via een zogenoemde *transfer scheme*.¹⁹⁰

De drie genoemde cumulatieve vereisten voor een *cross class cramdown* (het *Obstruktionsverbot*) komen hieronder afzonderlijk aan bod. Het eerste vereiste, de *best interest test*, geldt niet alleen voor een *cross class cramdown*. De *best interest test* biedt, zoals hiervoor vermeld, ook bescherming voor de minderheid binnen een voorstemmende stemklasse (een ‘normale’ *cramdown*). De rechter dient alle drie de vereisten voor de *cross class cramdown* te toetsen. Op dit punt verschilt de Duitse akkoordprocedure met de WHOA, waar de rechter alleen op verzoek van een niet-instemmende schuldeiser of aandeelhouder uit de niet-instemmende klasse de *cross class cramdown* vereisten toetst.¹⁹¹ De Duitse procedure kent een grote mate van rechterlijke betrokkenheid.

5.4.6.1 Vereiste 1: best interest test

Een lid van een tegenstemmende klasse mag naar verwachting niet slechter af zijn onder het *Insolvenzplan* dan zonder een akkoord. Het alternatief van een akkoord is de afwikkeling van het vermogen van de vennootschap in een ‘normale’ insolventieprocedure. Dit betreft de liquidatie van de vennootschap, *piecemeal* of *going concern*.¹⁹² De WHOA hanteert eveneens een liquidatie scenario – de vereffening in faillissement – als alternatief van het akkoord.¹⁹³ De Richtlijn biedt lidstaten de keuze de *best interest test* in te vullen met het liquidatie scenario of het *next best alternative* scenario.¹⁹⁴ Hoewel het liquidatie scenario het aantal alternatieven beperkt, betekent dit niet per definitie dat een vergelijking tussen de situatie met en zonder het akkoord makkelijk te maken is. Zo moet eerst duidelijk zijn of de liquidatiewaarde een *going concern* of een *piecemeal* liquidatiewaarde betreft. Concrete

189 §245 lid 1 InsO.

190 Zie par. 4.3.5.

191 Art. 384 lid 4 Fw.

192 O.a. MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 41, K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 245 Rn. 7, Nerlich/Römermann/Rühle 2018, InsO § 245 Rn. 6 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 245 Rn. 7.

193 Art. 384 lid 3 en lid 4 sub b Fw.

194 Art. 2 lid 1 sub 6 Richtlijn.

aanwijzingen, zoals overnamekandidaten, moeten voor een *going concern* liquidatiewaarde aanwezig zijn. Ontbreken deze aanwijzingen dan wordt uitgegaan van een *piecemeal* liquidatiewaarde.¹⁹⁵

De liquidatiewaarde op zichzelf is met onzekerheden omgeven, omdat het een hypothetische situatie betreft; de vennootschap blijft immers voortbestaan en wordt niet geliquideerd. Het is voorts lastig de waarde van uitkeringen die niet in contanten geschieden – vaak juist het geval bij een herstructurering – te vergelijken met de hoogte van de uitkering in contanten die schuldeisers en aandeelhouders bij een vereffening van het vermogen van de vennootschap zouden ontvangen.¹⁹⁶ In Duitsland mag een schuldeiser niet tegen zijn zin aandelen verkrijgen onder een akkoord.¹⁹⁷ Hij moet hiermee altijd uitdrukkelijk instemmen.¹⁹⁸ Dit vereiste heeft te maken met de negatieve verenigingsvrijheid die is neergelegd in artikel 11 EVRM en de Duitse grondwet.¹⁹⁹ De negatieve verenigingsvrijheid houdt in dat niemand kan worden gedwongen deel te nemen in een vennootschap. Onder de WHOA hoeft een schuldeiser uit een *tegenstemmende* klasse geen uitkering in aandelen te dulden. Hij heeft de mogelijkheid de homologatie van een akkoord te blokkeren wanneer hij onder het akkoord niet de mogelijkheid heeft te kiezen voor een uitkering in contanten ter hoogte van het bedrag dat hij bij vereffening van het vermogen in faillissement zou ontvangen.²⁰⁰

Een lid van een tegenstemmende klasse mag naar verwachting niet slechter af zijn onder het akkoord dan bij een liquidatie. Dit betekent dat het zeer waarschijnlijk moet zijn (*überwiegende Wahrscheinlichkeit*), dat dat het lid niet slechter af is.²⁰¹ De *best interest test* is relevant voor *in the money* schuldeisers en aandeelhouders aangezien zij slechter af kunnen zijn onder het akkoord dan zonder een akkoord. Voor een klasse van *out of the money* aandeelhouders of schuldeisers betekent het voorgaande dat zij niet slechter af zijn onder het akkoord omdat zij bij een liquidatie

195 O.a. Gottwald e.a. 2015, p. 1228, Nerlich/Römermann/Braun 2018, InsO § 245 Rn. 7 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 245 Rn. 13. Zie voor een uitgebreide omschrijving van de problemen die spelen rondom de waardering van aanspraken onder een liquidatie of akkoord: MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 40-63.

196 Zie o.a. MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 50 en Gottwald e.a. 2015, p. 1226-1229.

197 §225a lid 2 tweede volzin InsO jo. §230 lid 2 InsO.

198 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 32-37 en K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 225a Rn. 27-28. Een obligatiehouder kan wel tegen zijn zin aandelen verkrijgen indien een meerderheid van de obligatiehouders hiermee instemt, zie §5 lid 2 en lid 3 sub 5 Schuldverschreibungsgesetz.

199 Art. 9 Grundgesetz. Zie over de negatieve verenigingsvrijheid ook par. 3.5.

200 Art. 384 lid 4 sub b Fw. Zie verder par. 6.5.8.4.

201 MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 42 en K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 245 Rn. 9.

geen uitkering zullen ontvangen.²⁰² Aandeelhouders zullen vrijwel altijd *out of the money* zijn wanneer een *Insolvenzplan* wordt aangeboden, maar dit hoeft niet altijd het geval te zijn. Het bekende *Suhrkamp* arrest van het Bundesgerichtshof uit 2014 is een voorbeeld van een uitzonderingssituatie waarin de aandeelhouders niet *out of the money* waren.²⁰³ Het betreft een uitzonderlijke zaak omdat de akkoordprocedure in feite werd gebruikt om een geschil tussen vennoten/aandeelhouders op te lossen. De minderheidsvennoot en de meerderheidsvennoot van de uitgeverij *Suhrkamp* lagen al jaren met elkaar overhoop over hoe de uitgeverij moest worden bestuurd. Het conflict bereikte zijn hoogtepunt in een geschil aangaande een dividenduitkering. De minderheidsvennoot wilde dat dividend werd uitgekeerd, de meerderheidsvennoot wilde de winst reserveren. Nadat de minderheidsvennoot gelijk kreeg van de rechter, diende de meerderheidsvennoot een verzoek tot opening van een akkoordprocedure in omdat *Suhrkamp* niet de middelen zou hebben het dividend uit te keren en insolventie dreigde. Het door de rechter gehomologeerde *Insolvenzplan* hield in dat de personenvennootschap *Suhrkamp* werd omgezet in een Aktiengesellschaft. Alle schuldeisers kregen onder het akkoord volledige voldoening van hun vorderingen. Ook de vennoten behielden hun belang, zij het dat de minderheidsvennoot door de omzetting in aandelen geen bijzondere rechten meer had waarmee hij invloed kon uitoefenen op het besturen van *Suhrkamp* en een aandelenverwatering dreigde bij een toekomstige uitgifte van nieuwe aandelen.

5.4.6.2 Vereiste 2: passende aanspraak op de economische waarde (APR)

Het tweede vereiste van het *Obstruktionsverbot* is dat de leden van de tegenstemmende klasse een passende aanspraak (*eine angemessene Beteiligung*) hebben op de economische waarde die aan de betrokkenen onder het akkoord toekomt (de reorganisatiewaarde).²⁰⁴ Dit vereiste betreft de *absolute priority rule* (APR). De APR uit de Insolvenzordnung komt grotendeels overeen met de APR uit de Richtlijn²⁰⁵ en met de APR uit de WHOA (een eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde).²⁰⁶ Een belangrijk verschil met de Nederlandse APR is echter dat de WHOA afwijkingen van de APR toestaat. De Duitse APR is daarentegen meer rigide. Dit onderscheid komt hieronder ook aan bod.

²⁰² Bulgrin 2016, p. 49.

²⁰³ BGH 17 juli 2014, *NJW* 2014, 2436 (*Suhrkamp*). Zie over dit arrest: Wolf 2015, p. 220 e.v.

²⁰⁴ §245 lid 1 sub 2 InsO. Zie hierover uitgebreid o.a. MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 71-90, BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 245 Rn. 8-18 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 245 Rn. 24-31.

²⁰⁵ Zie par. 3.3.8.2 onder b. Lidstaten mogen kiezen tussen de *absolute priority rule* of de *relative priority rule*.

²⁰⁶ Zie uitgebreid par. 6.5.8.1-6.5.8.3.

De *APR* bevat drie onderdelen. De drie onderdelen worden expliciet – in tegenstelling tot de *WHOA* – in de *Insolvenzordnung* aangeduid. Om te beginnen mag een schuldeiser uit een tegenstemmende klasse niet meer ontvangen dan het bedrag waar hij aanspraak op heeft.²⁰⁷ Voor aandeelhouders geldt dit vereiste niet.²⁰⁸ Het tweede onderdeel van de *APR* houdt in dat een aandeelhouder of een schuldeiser die zonder een akkoord lager gerangschikt is dan de schuldeisers uit de tegenstemmende klasse, niets mag ontvangen of behouden wanneer de vorderingen van deze schuldeisers niet volledig zijn voldaan.²⁰⁹ In het onwaarschijnlijke geval dat de vorderingen van alle schuldeisers zijn voldaan, geldt voor aandeelhouders onderling een rangorde wanneer aandeelhouders een verschillende aanspraak hebben op de deling in de winst of het liquidatiesaldo.²¹⁰ De *Insolvenzordnung* bevat geen mogelijkheid af te wijken van de rangorde voor schuldeisers en aandeelhouders. Onder de *WHOA* is het toegestaan af te wijken van de rangorde indien hiervoor een redelijke grond aanwezig is én de schuldeisers of de aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse niet in hun belangen worden geschaad.²¹¹ Toch wordt ook wel in de Duitse literatuur aangenomen dat aandeelhouders soms aandelen onder het akkoord mogen behouden, zonder dat de vorderingen van alle schuldeisers volledig zijn voldaan. Het feit dat de onderneming wordt voortgezet en aandeelhouders delen in de reorganisatiewaarde, levert niet per definitie een schending van het tweede onderdeel van de *APR* op. Het hangt van de omstandigheden van het geval af of de aandeelhouders economische waarde behouden. Het gaat volgens de Duitse wetgever om de vraag “ob die Leistungen, die der Schuldner nach dem Plan zu erbringen hat, den noch vorhandenen Wert des Unternehmens aufwiegen.”²¹² Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer aandeelhouders op een andere manier aan de vennootschap bijdragen dan louter financiële inbreng. Deze zogenoemde cruciale aandeelhouders zijn nodig voor de herstructurering.²¹³ Ook kunnen aandeelhouders extra financiering inbrengen. In het evaluatierapport van het ESUG wordt aanbevolen in de *Insolvenzordnung* duidelijk op te nemen wanneer afwijking van de rangorde is toegestaan.²¹⁴

207 §245 lid 2 sub 1 en lid 3 sub 1 InsO.

208 Houders van gewone aandelen delen boven het nominale bedrag in de winst of hetgeen resteert bij een vereffening.

209 §245 lid 2 sub 2 InsO.

210 O.a. BeckOK InsO/Geiwitz/Danckelmann 2018, InsO § 245 Rn. 18 en Uhlenbruck/Streit/Lüer 2019, InsO § 245 Rn. 37.

211 Art. 384 lid 4 sub a Fw. Zie hierna par. 6.5.8.3.

212 Deutscher Bundestag Drucksache 12/2443, p. 209. Zie hierover ook MüKoInsO/Drukarczyk 2014, InsO § 245 Rn. 74, Gottwald e.a. 2015, p. 1230, Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016, p. 911-912 en Andrianesis 2017. De enige rechtspraak hierover betreft: LG Traunstein 27 augustus 1999, *NZI* 1999, 461.

213 Zie ook par. 2.4 over cruciale aandeelhouders.

214 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 179.

Het derde onderdeel van de *APR* ziet op de gelijke behandeling van schuldeisers en aandeelhouders. Schuldeisers of aandeelhouders die zonder een akkoord in gelijke rang staan tot de schuldeisers of aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse mogen economisch gezien niet beter worden behandeld dan hen.²¹⁵ Dit vereiste houdt verband met de mogelijkheid om schuldeisers met eenzelfde rechtspositie of aandeelhouders in verschillende stemklassen in te delen.²¹⁶ Zoals uiteengezet in paragraaf 5.4.3 over de stemklassen, mag een akkoord schuldeisers met eenzelfde rechtspositie en aandeelhouders ongelijk behandelen wanneer daar een *sachgerechte Abgrenzung* voor bestaat. Wanneer de stemklasse die minder ontvangt onder het akkoord vóór het akkoord (en daarmee de ongelijke behandeling) heeft gestemd, is er geen probleem. Stemt de stemklasse echter tegen, dan mag de rechter het akkoord niet homologeren.²¹⁷ Zo mag een akkoord ‘kleine’ aandeelhouders niet een hogere uitkering (bijvoorbeeld een groter aandelenbelang) geven dan de andere aandeelhouders zonder de instemming van de klasse van laatstgenoemden.²¹⁸ Het is wel toegestaan te variëren in de vorm van de uitkering – bijvoorbeeld geld, aandelen of looptijd van de uitbetaling – zolang dit onderscheid een *sachgerechte Abgrenzung* kent en het economisch gezien eenzelfde behandeling betreft. De WHOA is ook ten aanzien van dit onderdeel van de *APR* flexibeler. Een ongelijke behandeling van schuldeisers met eenzelfde rechtspositie en aandeelhouders is toegestaan wanneer hiervoor een redelijke grond aanwezig is én de schuldeisers of de aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse niet in hun belangen worden geschaad.²¹⁹ Dit is het geval wanneer de reorganisatiewaarde kan worden gegenereerd door een stemklasse een hogere uitkering te geven – bijvoorbeeld essentiële handelscrediteuren – en de schuldeisers en de aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse niet slechter af zijn dan wanneer wel sprake zou zijn van een gelijke behandeling.

5.4.6.3 Vereiste 3: meerderheid van voorstemmende stemklassen

Het derde vereiste voor een *cross class cramdown* is dat een meerderheid van de stemklassen voor het *Insolvenzplan* moet hebben gestemd.²²⁰ Een voorstemmende klasse is een stemklasse waarin daadwerkelijk de vereiste stemmeerderheden zijn behaald. Zoals vermeld, wordt geacht dat een stemklasse van aandeelhouders of achtergestelde schuldeisers ook het akkoord heeft aangenomen wanneer niemand uit de stemklassen heeft gestemd.²²¹ Deze stemklassen tellen in casu echter niet mee als

215 §245 lid 2 sub 3 en lid 3 sub 2 InsO.

216 Gottwald e.a. 2015, p. 1232.

217 O.a. BeckOK InsO/Geiwitz/Danckelmann 2017, InsO § 245 Rn. 14, Nerlich/Römermann/Rühle 2018, InsO § 245 Rn. 23-24 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 245 Rn. 32-34.

218 Gottwald e.a. 2015, p. 1233.

219 Art. 384 lid 4 sub a Fw. Zie par. 6.5.8.1.

220 §245 lid 1 sub 3 InsO.

221 §246 InsO en §246a InsO.

voorstemmende klassen.²²² In de Richtlijn staat een vergelijkbaar vereiste, maar moet minimaal één klasse *in the money* zijn.²²³ Het vereiste kan manipulatie van stemklassen met zich brengen, zie hierover paragraaf 3.3.8.1. In de WHOA is niet vereist dat een meerderheid van stemklassen voor het akkoord moet stemmen, slechts dat ten minste één klasse van *in the money* schuldeisers voor het akkoord heeft gestemd.²²⁴

5.4.6.4 De vennootschap en het Obstruktionsverbot

Wanneer in plaats van het bestuur, de *Sachwalter* een *Insolvenzplan* aanbiedt, moet de vennootschap zelf, vertegenwoordigd door het bestuur, ook instemmen met het akkoord.²²⁵ De vennootschap is onderworpen aan een gelijksoortig *Obstruktionsverbot* als de aandeelhouders en de schuldeisers uit een tegenstemmende klasse. De rechter kan voorbijgaan aan een negatief besluit van het bestuur wanneer de vennootschap (lees: de aandeelhouders) naar verwachting niet slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord én geen enkele schuldeiser meer ontvangt dan de hoogte van zijn vordering.²²⁶ Het *Obstruktionsverbot* voor de vennootschap zorgt ervoor dat aandeelhouders geen druk kunnen uitoefenen op het bestuur zodat een door de *Sachwalter* aangeboden akkoord geen doorgang kan vinden. Dit is niet in overeenstemming met de Richtlijn die vereist dat een akkoord dat niet is aangenomen door alle stemklassen enkel kan worden gehomologeerd op voorstel van de vennootschap of met instemming van de vennootschap.²²⁷ Het vereiste van instemming mag volgens de Richtlijn wel worden beperkt tot micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.

5.4.7 Gevolgen van een gehomologeerd akkoord

Een gehomologeerd akkoord is verbindend voor alle bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers.²²⁸ Ook schuldeisers die hun vorderingen niet hebben aangemeld, zijn gebonden.²²⁹ Voor aandeelhouders geldt dat bij een scheiding tussen de juridische gerechtigdheid en de economische gerechtigdheid tot een aandeel de juridisch gerechtigde tot een aandeel gebonden is aan het akkoord.

222 Deutscher Bundestag Drucksache 12/2443, p. 209. Zie verder BeckOK InsO/Geiwitz/von Danc-kelmann 2019, InsO § 245 Rn. 19 en Uhlenbruck/Streit/Lüer 2019, InsO § 245 Rn. 40.

223 Art. 11 lid 1 sub b nr. 2 Richtlijn jo. art. 11 lid 1 laatste volzin Richtlijn.

224 Art. 383 lid 1 Fw en MvT WHOA, p. 66.

225 §247 InsO.

226 §247 lid 2 InsO.

227 Art. 11 lid 1 Richtlijn. Zie hierover par. 3.3.8.

228 §254 lid 1 InsO. De bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers ontvangen een kopie van het *Insolvenzplan* of een samenvatting met de belangrijkste onderdelen ervan, zie §252 lid 2 InsO.

229 §254b InsO.

5.4.8 *Rechtsmiddelen*

De bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers en de vennootschap zelf mogen, binnen twee weken na het besluit van de rechter tot (weigering van de) homologatie van het akkoord, hiertegen in hoger beroep gaan.²³⁰ Het hoger beroep tegen een homologatiebeslissing is slechts toelaatbaar (ontvankelijk) wanneer de appellant uiterlijk bij de stemming over het akkoord heeft aangegeven tegen het akkoord te zijn, hij tegen het akkoord heeft gestemd én hij aannemelijk kan maken dat hij door het akkoord in een wezenlijk slechtere positie komt te verkeren dan zonder het akkoord. De eis dat appellant ook tegen het akkoord moet hebben gestemd, geldt niet voor aandeelhouders of schuldeisers die ten onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten.²³¹

De vereisten komen vrijwel overeen met de hiervoor beschreven minderheidsbescherming (*best interest test*). Ook een aandeelhouder of een schuldeiser die zich reeds had kunnen beroepen op deze minderheidsbescherming voorafgaand aan het homologatiebesluit en dit niet heeft gedaan, mag in hoger beroep komen.²³² De WHOA staat geen hoger beroep toe, enkel cassatie in het belang der wet.²³³ In paragraaf 6.5.10 betoog ik dat dit, gelet op het feit dat een akkoord vergaand kan ingrijpen in het eigendomsrecht van schuldeisers en aandeelhouders, niet wenselijk is. De Duitse regeling zou de Nederlandse wetgever mijns inziens als voorbeeldregeling moeten kiezen, behoudens de Duitse voorwaarde dat het instellen van hoger beroep schorsende werking van de uitvoerbaarheid van het akkoord met zich brengt.²³⁴

Een aandeelhouder of een schuldeiser die tegen het akkoord is, kan zoals vermeld alleen beroep instellen tegen de homologatie van het akkoord indien hij aannemelijk kan maken dat het akkoord hem in een *wezenlijk* slechtere positie brengt dan zonder het akkoord, dat wil zeggen de situatie wanneer het *Regelinsolvenzverfahren* (de ‘normale’ insolventieprocedure) zou zijn gevolgd.²³⁵ Een wezenlijk slechtere positie is aanwezig wanneer hij onder het akkoord een uitkering ontvangt die in waarde minstens tien procent minder is dan hetgeen hij zonder een akkoord zou ontvangen.²³⁶ De bewijslast ligt op de aandeelhouder of de schuldeiser: hij moet

230 §253 InsO.

231 MüKoInsO/Sinz 2014, InsO § 253 Rn. 11 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 253 Rn. 6.

232 BGH 17 juli 2014, *NJW* 2014, 2436 (*Suhrkamp*).

233 Art. 369 lid 10 Fw.

234 §253 lid 4 InsO geeft de rechter wel, op verzoek van de *Insolvenzverwalter*, de mogelijkheid het hoger beroep af te wijzen wanneer hier, kort gezegd, dringende redenen voor zijn die opwegen tegen het belang van de appellant.

235 Onder de WHOA moet de rechter het verzoek tot homologatie van het akkoord afwijzen wanneer een aandeelhouder of een schuldeiser in een aanmerkelijk slechtere positie terechtkomt onder het akkoord, zie MvT WHOA, p. 69.

236 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 35.

de slechtere positie aannemelijk maken.²³⁷ Het akkoord moet voorts geen middelen (geld, borg of garantie) bevatten waardoor een schending van de *best interest test* kan worden ‘opgeheven’. Een aandeelhouder zal zonder een akkoord in de meeste gevallen geen uitkering ontvangen en aldus niet aannemelijk kunnen maken dat hij onder het akkoord slechter af is.²³⁸ Zijn beroep is dan niet-ontvankelijk.

Cassatie is ook mogelijk, zij het dat de rechter in hoger beroep hiertoe verlof moet verlenen.²³⁹

5.4.9 Aandeelhoudersrechten

Hiervoor kwam de akkoordprocedure aan bod met de focus op de positie van aandeelhouders tijdens de procedure. Deze paragraaf gaat dieper in op de aandeelhoudersrechten bij een *Insolvenzplan* en de grenzen aan de uitoefening ervan. Aandeelhouders zijn betrokken bij de procedure en mogen stemmen over het akkoord wanneer hun rechten betrokken zijn in een *Insolvenzplan* (“wenn deren Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte in den Plan einbezogen werden”).²⁴⁰ Bij een ‘normale’ insolventieprocedure blijven aandeelhoudersrechten onaangetast.²⁴¹ Het *Insolvenzplan* moet duidelijk aangeven op welke manier wijzigingen worden aangebracht in de rechtspositie van aandeelhouders.²⁴² De rechter toetst echter niet of de wijzigingen noodzakelijk zijn voor de herstructurering.²⁴³

Aandeelhoudersrechten zijn betrokken in een *Insolvenzplan* wanneer een vennootschapsrechtelijke regeling is opgenomen in het akkoord (zie par. 5.4.9.1).²⁴⁴ Iedere regeling die vennootschapsrechtelijk is toegestaan, is volgens de *Insolvenzordnung* toelaatbaar onder een akkoord. De akkoordprocedure maakt geen onderscheid tussen voor de herstructurering benodigde besluiten van de algemene vergadering of de instemming van individuele aandeelhouders (zoals een besluit tot kapitaalverhoging) en de directe of indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten (zoals het wijzigen van het winstrecht verbonden aan een aandeel of een aandelenverwatering). Het is dus mogelijk dat aandeelhouders ook betrokken zijn bij een procedure wanneer het akkoord hun rechten niet direct of indirect wijzigt. Een akkoord kan bijvoorbeeld het statutaire doel van de vennootschap wijzigen of de instelling van een raad van commissarissen omvatten. Dit betreft geen directe wijziging van aandeelhoudersrechten.

²³⁷ De bewijsregels uit de *Zivilprozessordnung* gelden dan (§4 InsO jo. §294 *Zivilprozessordnung*).

²³⁸ Nerlich/Römermann/Rühle 2019, InsO § 253 Rn. 23.

²³⁹ §543-544 *Zivilprozessordnung*.

²⁴⁰ §222 lid 1 sub 4 InsO.

²⁴¹ Uhlenbruck/Hirte 2019, InsO § 225a Rn. 10.

²⁴² §221 InsO.

²⁴³ Madaus 2016, p. 1144.

²⁴⁴ §225a lid 1 en lid 3 InsO.

Aandeelhouders zijn betrokken bij de procedure omdat voor de wijziging van het statutaire doel onder het vennootschapsrecht een besluit van de algemene vergadering is vereist.²⁴⁵ Een ander voorbeeld betreft een voortzettingsbesluit. Het uitgangspunt is dat de vennootschap wordt ontbonden wanneer een insolventieprocedure wordt geopend.²⁴⁶ Een voortzettingsbesluit van de algemene vergadering is dus nodig voor het realiseren van een herstructurering door middel van een akkoordprocedure.

Aandeelhouders kunnen in Duitsland eerder betrokken zijn bij een akkoordprocedure dan onder de WHOA, de Richtlijn of de Engelse *scheme* en *cva*. De WHOA en de Richtlijn maken expliciet een onderscheid tussen een directe of indirecte wijziging van rechten van aandeelhouders en besluiten van de algemene vergadering. Aandeelhouders zijn enkel betrokken bij de akkoordprocedure wanneer het akkoord hun rechten direct of indirect wijzigt. Bepaalde besluiten van de algemene vergadering zijn voorts niet vereist.²⁴⁷ Het onderscheid is mijns inziens te verklaren doordat bij een zelfstandig pre-insolventieakkoord de nadruk ligt op de herstructurering van schulden. Het is in mijn ogen juist dat een pre-insolventieakkoord alleen de aan een aandeel verbonden rechten kan wijzigen. Er bestaat mijns inziens geen reden of rechtvaardiging dat een pre-insolventieakkoord ook de inrichting van een vennootschap, zoals het doel of de *corporate governance*, kan wijzigen.

In deze paragraaf zet ik allereerst uiteen wat moet worden verstaan onder een vennootschapsrechtelijk toelaatbare regeling (par. 5.4.9.1) en bespreek ik voorbeelden van dergelijke regelingen die de Insolvenzordnung specifiek noemt (par. 5.4.9.2). Vervolgens komt de verhouding tussen het vennootschapsrecht en het insolventierecht wat betreft de formele vereisten voor de totstandkoming van vennootschapsrechtelijke besluiten en de instemming van individuele aandeelhouders aan bod (par. 5.4.9.3). Daarna bespreek ik de positie van de algemene vergadering gedurende de akkoordprocedure (par. 5.4.9.4) en tot slot het opleggen van extra verplichtingen aan aandeelhouders (par. 5.4.9.5).

5.4.9.1 Vennootschapsrechtelijke toelaatbare regeling

In de Insolvenzordnung is expliciet bepaald dat een *Insolvenzplan* iedere regeling mag bevatten die vennootschapsrechtelijk is toegestaan: “im Plan kann jede Regelung getroffen werden, die gesellschaftsrechtlich zulässig ist.”²⁴⁸ De precieze reikwijdte van deze bepaling is niet geheel duidelijk. Noch in de wet noch

245 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 91.

246 §60 lid 1 sub 4 GmbHG.

247 Art. 370 lid 5 Fw en art. 32 Richtlijn. Zie verder par. 6.5.11.4.

248 §225a lid 3 InsO.

in de rechtspraak is hierover uitgeweid. De heersende mening in de literatuur is dat vennootschapsrechtelijke toelaatbaarheid ruim moet worden opgevat.²⁴⁹ Er wordt daarom ook wel gezegd dat het akkoord ‘*ein gesellschaftsrechtliches Universalwerkzeug*’ is.²⁵⁰

Vennootschapsrechtelijke toelaatbaarheid houdt, volgens de heersende mening, in dat de mogelijkheden in een akkoord zich slechts beperken tot de zogenoemde vennootschapsrechtelijke *numerus clausus* (*Typenzwang*).²⁵¹ Met andere woorden, wat niet mag onder het vennootschapsrecht, mag ook niet bij een akkoordprocedure. Het uitgeven van nieuwe soorten aandelen waar de wet niet in voorziet, zoals aandelen waaraan zowel geen financiële rechten als zeggenschapsrechten zijn verbonden, is dus bijvoorbeeld niet mogelijk onder een akkoord. Al hetgeen wel mogelijk is onder het vennootschapsrecht, is ook mogelijk onder een akkoord. Madaus meent echter dat de vennootschapsrechtelijke toelaatbaarheid in samenhang moet worden gezien met artikel 217 Insolvenzordnung waarin is bepaald dat een akkoord (alleen) aandeelhoudersrechten kan wijzigen.²⁵² Bij een akkoord kunnen dan alleen besluiten van de algemene vergadering buiten toepassing worden gezet die de wijziging van aandeelhoudersrechten als subject hebben, zoals een kapitaalverhoging of een statutenwijziging. De rechtspositie van andere vennootschapsorganen dan de algemene vergadering kan volgens Madaus echter niet wijzigen. Een akkoord kan derhalve niet de benoeming, het ontslag of de decharge van bestuurders of commissarissen bewerkstelligen. Dit kan juist interessant zijn voor schuldeisers van de vennootschap, bijvoorbeeld wanneer zij ontevreden zijn over het huidige bestuur van de vennootschap. Wanneer een schuldeiser invloed wil uitoefenen op de samenstelling van het bestuur kan hij onder het akkoord aandelen verkrijgen (via een *debt for equity swap*) en kan in de nieuw samengestelde algemene vergadering een besluit worden genomen over het ontslag en de benoeming van bestuurders. Volgens de heersende mening in de literatuur hoeft de schuldeiser echter niet per se aandelen te verkrijgen om invloed te kunnen hebben op de samenstelling van het bestuur en de raad van commissarissen.²⁵³ De benoeming en het ontslag kunnen worden opgenomen in het

249 O.a. Haas 2012, p. 965, MülKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 23, K. Schmidt InsO/Spliet 2016, InsO § 225a Rn. 34, Nerlich/Römermann/Rühle/Ober 2018, InsO § 225a Rn. 47 en Uhlenbruck/Hirte 2019, InsO § 225a Rn. 40. Zie ook Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 167 e.v. met een overzicht van de discussie.

250 Eidenmüller 2014.

251 Haas 2012, p. 965. Zie ook Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 175.

252 Madaus 2016, p. 1143-1144.

253 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 174.

akkoord. In het evaluatierapport van het ESUG wordt de wetgever opgeroepen te verduidelijken of de heersende mening de juiste is of niet.²⁵⁴ Dit heeft hij nog niet gedaan.

Daarnaast bestaat onduidelijkheid over de vraag of de inhoudelijke voorschriften van het vennootschapsrecht gelden wanneer een vennootschapsrechtelijke regeling onderdeel is van een *Insolvenzplan*. Het gaat dan met name om de toepasselijkheid van bepalingen die beogen de (minderheids)aandeelhouders te beschermen, zoals de *Treuepflicht*, het voorkeursrecht en de gelijke behandeling van aandeelhouders. Met andere woorden: hoe verhoudt het vennootschapsrecht zich tot de regels uit de *Insolvenzordnung*? Het Bundesgerichtshof heeft zich hier niet over uitgelaten. In de lagere rechtspraak wordt, in het kader van het toestaan van vennootschapsrechtelijke regelingen in een akkoord, enkel verwezen naar de insolventierechtelijke beschermingsmogelijkheden.²⁵⁵ De meerderheid in de literatuur is de mening toegedaan dat het insolventierecht prevaleert boven het vennootschapsrecht.²⁵⁶ Sommige auteurs betogen dat de inhoudelijke voorschriften van het vennootschapsrecht in een akkoordprocedure altijd blijven gelden.²⁵⁷ Daardoor moet bijvoorbeeld het uitsluiten van het voorkeursrecht van een aandeelhouder steeds *sachlich gerechtfertigt* zijn, dat wil zeggen in het belang van de vennootschap zijn en evenredig en noodzakelijk zijn gelet op het doel.²⁵⁸ Naar hun opvatting zouden aandeelhouders in de akkoordprocedure dan ook moeten kunnen opkomen tegen de homologatie van een akkoord met een vennootschapsrechtelijk inhoudelijk ontoelaatbare inhoud.²⁵⁹ Dit strookt evenwel niet met de huidige akkoordprocedure, die bezwaar (of beroep) tegen de homologatie van het akkoord enkel toelaat op grond van de economische positie van de aandeelhouder, te weten of hij slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord.

254 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 175.

255 AG Berlin-Charlottenburg 15 januari 2014 - 36s IN 2196/13. Zie Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 167.

256 O.a. MÜKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 76-77, K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 225a Rn. 35, Madaus 2016, p. 1144, Andrianesis 2017, p. 363 en Nerlich/Römermann/Rühle/Ober 2018, InsO § 225a Rn. 47. Zo ook OLG Frankfurt a.M. 1 oktober 2013, NZI 2013, 978 (*Suhrkamp*) waarin werd aangenomen dat de meerderheidsaandeelhouder niet op grond van de *Treuepflicht* rekening hoefde te houden met de minderheidsaandeelhouder. Zie anders: LG Frankfurt a.M. 10 september 2013, NZG 2013, 1315 (*Suhrkamp*). Zie hierover verder Wolf 2015, p. 227 e.v.

257 O.a. Simon & Merkelbach 2012, p. 125 en Westermann 2015.

258 Michalski/Hermanns, 2017, GmbHG § 55 Rn. 49. Zie verder Simon & Merkelbach 2012, p. 125. Overigens zal de uitsluiting van het voorkeursrecht *sachlich gerechtfertigt* zijn wanneer de herstructurering anders geen doorgang kan vinden.

259 Zie Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 169.

5.4.9.2 Voorbeelden van vennootschapsrechtelijke toelaatbaarheid

De Insolvenzordnung noemt een zevental specifieke voorbeelden van vennootschapsrechtelijk toelaatbare regelingen onder een akkoord: een *debt for equity swap*, een kapitaalvermindering of -verhoging, inbreng in natura, uitsluiting van het voorkeursrecht, betaling van compensatie voor aandeelhouders die uit de vennootschap treden, een voortzettingsbesluit en de overdracht van aandelen.²⁶⁰ De wetgever zag de *debt for equity swap* als belangrijkste maatregel, maar uit de evaluatie van het ESUG blijkt dat deze in een akkoordprocedure niet vaak wordt gebruikt.²⁶¹ De overdracht van aandelen aan een koper (*Erwerber*) en een kapitaalvermindering met een gelijktijdige kapitaalverhoging zonder dat schuldeisers de nieuwe aandelen verkrijgen (*Kapitalschnitt*), komen veelvuldiger voor. Zoals uiteengezet in paragraaf 2.5.1.5, vindt een *debt for equity swap* in Duitsland, in tegenstelling tot Nederland, doorgaans plaats door middel van een kapitaalvermindering in combinatie met een kapitaalverhoging waarbij de nieuwe aandelen worden uitgegeven aan schuldeisers.²⁶² In de praktijk komt het dus vaker voor dat een kapitaalvermindering en -verhoging plaatsvindt en de aandelen vervolgens worden uitgegeven aan derden of aan aandeelhouders zelf.²⁶³ Op de verkrijger van de aandelen rust dan een stortingsplicht.

Achtereenvolgens komen hieronder de *debt for equity swap* (inclusief een kapitaalvermindering en -verhoging, het uitsluiten van het voorkeursrecht, de inbreng in natura en de eventuele compensatie voor de aandeelhouders die hun aandelenbelang verliezen), het voortzettingsbesluit en overdracht van aandelen aan bod.²⁶⁴

Debt for equity swap

Bij een *debt for equity swap* wordt doorgaans het bestaande aandelenkapitaal eerst verminderd waarna het aandelenkapitaal weer wordt verhoogd door middel van de uitgifte van nieuwe aandelen aan de schuldeisers. De kapitaalvermindering houdt een aanpassing in van het bestaande aandelenkapitaal aan de financiële situatie van de vennootschap om zo de daadwerkelijke vermogenspositie van de vennootschap op de balans weer te geven.²⁶⁵ De kapitaalvermindering geschiedt door een verlaging van het geplaatst kapitaal en door een aanpassing van de nominale waarde van de aandelen.²⁶⁶ De som van de nominale waarde van alle aandelen moet altijd gelijk

260 §225a lid 2 en lid 3 InsO.

261 Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 27.

262 O.a. Bork 2012, p. 223 en p. 227 en Wolf 2015, p. 165 en p. 187.

263 In de praktijk zijn schuldeisers minder geïnteresseerd in het verkrijgen van aandelen.

264 Zie voor deze aandeelhoudersrechten ook par. 2.5-2.6.

265 §58a GmbHG. Zie Simon & Merkelbach 2012, p. 125, MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 42 en Wolf 2015, p. 165.

266 §58a lid 3 GmbHG.

zijn aan het geplaatst kapitaal.²⁶⁷ Bij een preventieve herstructurering zullen aandeelhouders doorgaans *out of the money* zijn. Het is dan mogelijk het geplaatst kapitaal te verminderen tot nul zonder dat aandeelhouders een vergoeding krijgen (*Herabsetzung auf Null*). Bij een kapitaalvermindering tot nul is niet meer voldaan aan het vereiste dat een GmbH een wettelijk minimumkapitaal moet aanhouden.²⁶⁸ Wanneer echter gelijktijdig met de kapitaalvermindering een kapitaalverhoging plaatsvindt, is de kapitaalvermindering toegestaan.²⁶⁹

Deze figuur van kapitaalvermindering is niet mogelijk onder het Nederlandse recht. In Nederland kan een kapitaalvermindering geschieden door intrekking van aandelen of verlaging van de nominale waarde van aandelen.²⁷⁰ Het resultaat van de Duitse variant van kapitaalvermindering is hetzelfde als bij intrekking van aandelen naar Nederlands recht: de aandeelhouders verliezen hun aandelenbelang.²⁷¹ Hierdoor zijn schuldeisers (eerder) bereid aandelen in de vennootschap te nemen omdat de bestaande aandeelhouders van een eventuele opleving van de vennootschap niet meer kunnen profiteren.²⁷² Een *debt for equity swap* kan in Duitsland nooit tegen de wil van een schuldeiser geschieden.²⁷³ Onder de WHOA kan de meerderheid binnen een stemklasse de minderheid binden aan een akkoord dat voorziet in een *debt for equity swap*. Alleen de schuldeiser in een tegenstemmende klasse kan de homologatie van het akkoord tegenhouden, wanneer hij onder het akkoord niet het recht heeft te kiezen voor een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat hij bij een vereffening van het vermogen in faillissement naar verwachting in geld zou ontvangen.²⁷⁴

Bij een *debt for equity swap* komen de nieuw uit te geven aandelen bij de schuldeisers terecht. De vorderingen van de schuldeisers worden ter storting van de aandelen ingebracht. Dit betreft een inbreng in natura.²⁷⁵ Het voorkeursrecht van de bestaande aandeelhouders wordt doorgaans uitgesloten onder het akkoord. Aangezien de kapitaalvermindering gelijktijdig met de kapitaalverhoging plaatsvindt, zijn zij nog aandeelhouders en is het voorkeursrecht van toepassing. De uitsluiting hoeft, volgens de

267 §5 lid 3 GmbHG.

268 §5 lid 1 GmbHG.

269 §58a lid 4 GmbHG.

270 Art. 2:208 BW.

271 O.a. MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 43 en BeckOK GmbHG/Rühland 2019, GmbHG § 58a Rn. 35.

272 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 41 en Gruner 2015, p. 24-25.

273 §225a lid 2 InsO jo. §230 lid 2 InsO.

274 Art. 384 lid 4 sub b Fw. Zie hierover par. 6.5.8.4.

275 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 41. De heersende leer in Nederland is dat sprake is van inbreng in geld, zie Quist 2018, par. 14.2.1.

heersende leer, niet *sachlich gerechtfertigt* zijn, maar zal dit zijn wanneer schuldeisers anders niet bereid zijn hun vorderingen om te laten zetten in aandelen.²⁷⁶ Het kan overigens in sommige gevallen gewenst zijn dat (een deel van) de aandeelhouders wel mogen meedoen in de uitgifte van de nieuwe aandelen, bijvoorbeeld omdat de aandeelhouders van belang zijn voor de voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap.

Voortzettingsbesluit

Een voortzettingsbesluit van de algemene vergadering is altijd vereist wanneer een herstructurering binnen dezelfde juridische entiteit plaatsvindt onder een akkoord.²⁷⁷ Het uitgangspunt is namelijk dat de vennootschap wordt ontbonden wanneer een insolventieprocedure wordt geopend.²⁷⁸ Het voortzettingsbesluit kan als vennootschapsrechtelijke regeling zijn opgenomen in een *Insolvenzplan*. De aandeelhouders stemmen in een stemklasse (of meerdere stemklassen) over het akkoord (en daarmee over alle benodigde vennootschapsrechtelijke besluiten waaronder het voortzettingsbesluit).

Overdracht van aandelen

De overdracht van bestaande aandelen is een andere vennootschapsrechtelijke regeling die onderdeel kan zijn van een akkoord. De overdracht van aandelen in de financieel noodlijdende vennootschap aan een *Erwerber*, dat wil zeggen aan een koper zoals een investeerder, een oud-bestuurder of een aandeelhouder, is de vennootschapsrechtelijke regeling die het vaakst voorkomt bij een Duitse akkoordprocedure volgens het evaluatierapport van het ESUG.²⁷⁹ De koper wordt dan eigenaar van bestaande aandelen in de vennootschap.

5.4.9.3 Formele vereisten: vennootschapsrecht versus insolventierecht

Zoals hiervoor vermeld, bestaat discussie over de verhouding tussen het vennootschapsrecht en het insolventierecht wat betreft de vennootschapsrechtelijk inhoudelijke vereisten wanneer een vennootschapsrechtelijke regeling is opgenomen in een akkoord. Over de formele vereisten bestaat geen twijfel. In een akkoordprocedure gelden de formele vereisten uit het insolventierecht voor de totstandkoming van een

²⁷⁶ Nerlich/Römermann/Rühle/Ober 2018, InsO § 225a Rn. 40.

²⁷⁷ MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 222 Rn. 72, BeckOK InsO/Geiwitz/von Danckelmann 2019, InsO § 222 Rn. 15 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 217 Rn. 87.

²⁷⁸ §60 lid 1 sub 4 GmbHG.

²⁷⁹ Evaluierung Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) vom 7. Dezember 2011, p. 27.

akkoord en niet de totstandkomingsvereisten voor besluiten uit het vennootschapsrecht.²⁸⁰ De Insolvenzordnung geeft nadrukkelijk aan dat de vennootschapsrechtelijke besluiten van de algemene vergadering en de instemmingen van individuele aandeelhouders, die zijn opgenomen in een akkoord, worden aangemerkt als aangenomen en afgegeven in de voorgeschreven vorm door de homologatie van het akkoord.²⁸¹ De regels uit de Insolvenzordnung ten aanzien van de oproeping voor de stemming over het akkoord, de stemming, de stemmeerderheden en de vereiste bekendmakingsvereisten komen in de plaats van de vennootschapsrechtelijke regels voor de totstandkoming van besluiten. Dit geldt eveneens voor de mogelijkheid tot aantasting van een besluit. Een aandeelhouder kan enkel bezwaar maken tegen de homologatie van het akkoord.

Wanneer voor een besluit van de algemene vergadering, zoals een besluit tot statutenwijziging,²⁸² een notariële akte is vereist, is een dergelijke akte onder de akkoordprocedure niet nodig.²⁸³ De Insolvenzordnung bepaalt immers dat besluiten van de algemene vergadering en individuele instemmingen niet alleen in de voorgeschreven vorm zijn aangenomen maar ook zijn afgegeven. Een vergelijkbare bepaling ontbreekt onder de WHOA.²⁸⁴ Wel zijn de vereiste registraties uit het vennootschapsrecht gewoon van toepassing.²⁸⁵ Zo moet een statutenwijziging nog worden ingeschreven in het handelsregister.²⁸⁶ Het bestuur van de vennootschap zal voor de inschrijving zorg moeten dragen. Enkel wanneer geen sprake is van *Eigenverwaltung*, is ook de *Insolvenzverwalter* hiertoe bevoegd.²⁸⁷ In Duitsland legt de bewaarder van het handelsregister (het *Registergericht*) een indringendere toets aan dan in Nederland. De rechtsvragen die de insolventierechter heeft getoetst in het kader van de akkoordprocedure, mag de bewaarder echter niet meer toetsen.²⁸⁸

280 Zie hierover Haas 2012, p. 964.

281 §254a lid 2 en lid 3 InsO. Zie voorts MüKoInsO/Madaus 2014, InsO § 254a Rn. 10-13 en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 254a Rn. 6-7.

282 §53 GmbHG.

283 Zie ook MüKoGmbHG/Lieder 2018, GmbHG § 56 Rn. 19e en Uhlenbruck/Lüer/Streit 2019, InsO § 254a Rn. 1. Een besluit tot statutenwijziging moet notarieel worden vastgelegd op straffe van nietigheid van het besluit, zie §53 lid 2 GmbHG.

284 Zie par. 6.5.11.4 onder d.

285 §254a lid 2 een na laatste zin InsO.

286 §54 lid 3 GmbHG.

287 §254a lid 2 laatste zin InsO.

288 MüKoInsO/Madaus 2014, InsO § 254a Rn. 22 en K. Schmidt InsO/Spliedt 2016, InsO § 254a Rn. 7.

5.4.9.4 De algemene vergadering gedurende de akkoordprocedure

De bij het akkoord betrokken aandeelhouders stemmen over het akkoord. De algemene vergadering speelt geen rol bij de stemming over het akkoord. De algemene vergadering blijft als vennootschapsorgaan wel bestaan gedurende de akkoordprocedure, maar haar rol is beperkt.

Bij *Eigenverwaltung* blijft het bestuur bevoegd de vennootschap te besturen en is de vennootschap beheers- en beschikkingsbevoegd ten aanzien van het vermogen van de vennootschap (*debtor in possession*). In de Insolvenzordnung is bepaald dat de andere vennootschapsorganen, zoals de algemene vergadering en de raad van commissarissen, geen invloed kunnen uitoefenen op het besturen van de vennootschap (“keinen Einfluss auf die Geschäftsführung des Schuldners”).²⁸⁹ De Duitse wetgever heeft daarmee willen benadrukken dat de algemene vergadering niet meer invloed kan uitoefenen op het besturen van de vennootschap dan zij zou hebben in het geval de ‘normale’ insolventieprocedure was gevolgd en een *Insolvenzverwalter* (curator) was benoemd die dan beheers- en beschikkingsbevoegd zou zijn ten aanzien van het vermogen van de vennootschap (de failliete boedel).²⁹⁰ Hoewel de Insolvenzordnung enkel spreekt over de invloed van de algemene vergadering wordt aangenomen dat ook individuele aandeelhouders geen invloed mogen uitoefenen op het besturen van de vennootschap.²⁹¹ Het betreft zowel bevoegdheden die een directe invloed op het besturen van de vennootschap hebben (zoals het instructierecht en het goedkeuringsrecht) als een indirecte invloed (zoals het recht op informatie en het bijeenroepingsrecht).²⁹² Aandeelhouders kunnen aldus niet de totstandkoming van een akkoord frustreren door middel van de uitoefening van bevoegdheden of rechten.²⁹³ De rol van de aandeelhouders/algemene vergadering gedurende de Duitse akkoordprocedure is veel beperkter dan gedurende de WHOA, surseance, *scheme* of *cva*. Deze laatstgenoemde procedures betreffen alle akkoordprocedures die (kunnen) plaatsvinden buiten een insolventieprocedure, waardoor in beginsel geen wijziging optreedt in de uitoefening van bevoegdheden van de vennootschapsorganen. In paragraaf 6.5.11.4 onder e komt een aantal besluiten aan bod die de algemene vergadering mag blijven nemen onder de WHOA en de gevolgen daarvan.

289 §276a InsO. Zie uitgebreid MüKoInsO/Klöhn 2014, InsO § 276a.

290 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 42.

291 MüKoInsO/Klöhn 2014, InsO § 276a Rn. 30 en BeckOK InsO/Ellers/Plaßmeier 2019, InsO § 276a Rn. 13.

292 BeckOK InsO/Ellers/Plaßmeier 2019, InsO § 276a Rn. 17-19 en Uhlenbruck/Zipperer 2019, InsO § 276a Rn. 7-8.

293 Zie uitgebreid par. 2.5.3-2.5.4 over rechten die de totstandkoming van een akkoord kunnen frustreren.

De Duitse wetgever heeft onderkend dat de benoeming of het ontslag van een bestuurder nodig kan zijn tijdens een akkoordprocedure, bijvoorbeeld vanwege ziekte van een bestuurder.²⁹⁴ Door de benoeming of het ontslag van bestuurders kan juist invloed worden uitgeoefend op het besturen van de vennootschap en op de totstandkoming van een akkoord.²⁹⁵ In de *Insolvenzordnung* is opgenomen dat de algemene vergadering gedurende de akkoordprocedure mag besluiten tot ontslag en benoeming van bestuurders, maar dat zij hier wel de medewerking van de *Sachwalter* voor nodig heeft. De *Sachwalter* verleent haar medewerking wanneer de benoeming of het ontslag van de bestuurder voor de schuldeisers van de vennootschap niet nadelig is.²⁹⁶

5.4.9.5 Het opleggen van verplichtingen

Een *Insolvenzplan* kan aandeelhouders geen extra verplichtingen tegen hun zin opleggen.²⁹⁷ Wanneer de statuten van de vennootschap niet reeds voorzien in extra verplichtingen, kan een *Insolvenzplan* hier geen verandering in brengen zonder de toestemming van de aandeelhouders. Aandeelhouders mogen immers niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord. Aandeelhouders mogen bezwaar maken tegen homologatie van het akkoord wanneer zij waarschijnlijk slechter af zijn onder het akkoord. De rechter moet dan de homologatie van het akkoord weigeren, tenzij het akkoord voorziet in middelen (geld, borg of garantie) waardoor een aandeelhouder die slechter af is, alsnog in een gelijke positie als zonder het akkoord terechtkomt.²⁹⁸

5.5 Conclusie

In uitzonderlijke situaties kan in Duitsland buiten een insolventieprocedure om in aandeelhoudersrechten worden ingegrepen wanneer de vennootschap insolvent dreigt te raken. De nadruk ligt dan op een door de meerderheid nagestreefde noodzakelijke herstructurering. Duitsland kent strikt genomen geen preventieve herstructureringsprocedure omdat een verzoek tot opening van een formele insolventieprocedure die kan eindigen in de vereffening van het vermogen van de vennootschap is vereist. Voorafgaand aan de akkoordprocedure kan het bestuur gebruikmaken van een *Schutzschirm* en zo vroegtijdig in stilte een akkoord voorbereiden. De opening van een definitieve insolventieprocedure wordt dan uitgesteld.

294 Deutscher Bundestag Drucksache 17/5712, p. 42.

295 MüKoInsO/Klöhn 2014, InsO § 276a Rn. 49.

296 §276a tweede volzin InsO.

297 Eidenmüller 2014 en MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 80 en Rn. 95.

298 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 221 Rn. 44-53.

Sinds 2012 is het mogelijk aandeelhoudersrechten te betrekken bij een akkoord, dat wil zeggen een vennootschapsrechtelijke regeling op te nemen in een akkoord. Iedere regeling die vennootschapsrechtelijk is toegestaan, is mogelijk onder het akkoord. De Duitse akkoordprocedure maakt, in tegenstelling tot de WHOA, geen onderscheid tussen voor de herstructurering benodigde besluiten van de algemene vergadering of de instemming van individuele aandeelhouders (zoals een besluit tot kapitaalverhoging) en de directe of indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten (zoals het wijzigen van het winstrecht verbonden aan een aandeel of een aandelenverwatering). De besluiten van de algemene vergadering en de instemmingen van individuele aandeelhouders die onderdeel zijn van een akkoord, worden aangemerkt als aangenomen en afgegeven in de voorgeschreven vorm door de homologatie van het akkoord. De algemene vergadering en individuele aandeelhouders kunnen ook op andere manieren niet de totstandkoming van een akkoord dwarsbomen omdat zij gedurende de akkoordprocedure geen invloed op het besturen van de vennootschap mogen uitoefenen. Dit alles is te verklaren vanuit het gegeven dat het dwangakkoord in Duitsland, in tegenstelling tot het dwangakkoord onder de WHOA, wordt opgelegd binnen een formele insolventieprocedure.

Wanneer niet alle stemklassen voor het akkoord hebben gestemd, is een van de vereisten voor een *cross class cramdown* de *absolute priority rule*. Het valt op dat de Duitse *APR* rigide is en geen afwijkingen toestaat (anders dan onder de WHOA). Aandeelhouders mogen onder het akkoord geen economische waarde ontvangen voordat alle vorderingen van de schuldeisers zijn voldaan. Evenwel wordt in de Duitse literatuur aangenomen dat het mogelijk is dat aandeelhouders soms een aandelenbelang kunnen behouden bij toepassing van de *APR*.

Hoofdstuk 6

AANDEELHOUDERS EN PREVENTIEVE HERSTRUCTURERINGEN: NEDERLAND

6.1 Inleiding

Nederland heeft op dit moment nog geen preventieve herstructureringsprocedure waarbij ook aandeelhouders zijn betrokken. Dit verandert met de komst van de Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA).¹ De Nederlandse wetgever beoogt met de WHOA aan te sluiten bij de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie.²

De kracht van de WHOA is dat een akkoord zowel schuldeisers als aandeelhouders kan binden teneinde de schulden van de vennootschap te herstructureren. De reeds langere tijd bestaande surseance(akkoord)regeling ziet daarentegen enkel op concurrente schuldeisers en eindigt vaak alsnog in het faillissement van de vennootschap. En buiten de surseance en de WHOA om mag een rechter – onder de noemer van noodzaakfinanciering – slechts in uitzonderlijke situaties ingrijpen in de rechten van aandeelhouders en hen dwingen mee te werken aan een preventieve herstructurering.

Allereerst zet ik in dit hoofdstuk de figuur van noodzaakfinanciering uiteen (par. 6.2). Vervolgens komen het onderhands schuldeisersakkoord (par. 6.3) en de surseance(akkoord)regeling (par. 6.4) kort aan bod. Ik behandel deze akkoorden, hoewel er (momenteel) geen aandeelhouders bij betrokken zijn, om een volledig beeld te geven waarom behoefte bestaat aan een preventief herstructureringsakkoord dat zowel aandeelhouders als (alle) schuldeisers kan binden. Ten slotte onderzoek ik

-
- 1 Het wetsvoorstel is in juli 2019 bij de Tweede Kamer ingediend (*Kamerstukken II* 2018/19, 35 248, nr. 1-3). Omwille van de leesbaarheid wordt in dit onderzoek over de WHOA geschreven alsof deze reeds in werking is getreden.
 - 2 MvT WHOA, p. 4. De minister heeft in zijn Voortgangsbrief programma Herijking Faillissementsrecht van 27 augustus 2019 (*Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3) aangekondigd een afzonderlijk wetsvoorstel op te stellen voor de implementatie van de Richtlijn en daarmee de regeling van het surseanceakkoord in overeenstemming te brengen met de Richtlijn.

uitvoerig de WHOA (par. 6.5). De beschrijving van de procedure richt zich op die aspecten die noodzakelijk zijn om de positie van aandeelhouders te kunnen duiden. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, betoog ik welke onderdelen uit de Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures inspiratie bieden voor het Nederlandse recht. In dit hoofdstuk wordt eenzelfde paragraafindeling als de voorgaande hoofdstukken gehanteerd.

6.2 Preventieve herstructurering buiten een preventieve herstructureringsprocedure: noodzaakfinanciering

Het is slechts in uitzonderlijke situaties mogelijk in te grijpen in aandeelhoudersrechten en aandeelhouders te dwingen mee te werken aan een preventieve herstructurering zonder dat de daarvoor vereiste vennootschapsrechtelijke stemmeerderheden zijn behaald.³ Zoals in paragraaf 2.7.1 uitgebreid aan bod kwam, mag een aandeelhouder in beginsel zijn stemrecht naar eigen inzicht uitoefenen en tegen een herstructurering stemmen, ook al is de tegenstem irrationeel. Een aandeelhouder die invloed kan uitoefenen binnen de vennootschap mag echter niet altijd zijn eigen belang vooropstellen en dient op grond van de redelijkheid en billijkheid het vennootschappelijk belang mede in acht te nemen bij zijn handelen.

Deze paragraaf richt zich op het ingrijpen in aandeelhoudersrechten specifiek wanneer de vennootschap in financieel zwaar weer is beland. Aan deze situatie wordt ook wel gerefereerd onder de naam noodzaakfinanciering. Noodzaakfinanciering komt geregeld voor in Nederland. Dit in tegenstelling tot Engeland en Duitsland, waar ingrijpen in aandeelhoudersrechten buiten een preventieve herstructureringsprocedure nauwelijks mogelijk is.⁴ Dit valt (wellicht) te verklaren uit het gegeven dat Nederland een *stakeholder*-benadering kent, terwijl in Engeland en in Duitsland bij een GmbH een *shareholder*-benadering geldt.⁵

Noodzaakfinanciering komt in beeld wanneer aanvullende financiering noodzakelijk is gelet op de financiële (nood)toestand van de vennootschap. Denk aan een situatie waarin bestaande aandeelhouders geen statutaire of contractuele plicht tot extra financiering hebben en derden niet bereid zijn tot financiering van de vennootschap, althans niet zonder aandelen daarvoor te krijgen. De enige optie is een aandelenuitgifte, al dan niet in de vorm van een *debt for equity swap*. Een aandelenemissie kan echter geen doorgang vinden wanneer de (bestaande) aandeelhouders een besluit hiertoe blokkeren. In beginsel besluit immers de algemene vergadering

3 Zie par. 2.5-2.6 over aandeelhoudersrechten die kunnen spelen bij een preventieve herstructurering en de vereiste stemmeerderheden.

4 Zie par. 4.2 en par. 5.2.

5 Zie par. 2.2.3.

over de uitgifte van nieuwe aandelen en het eventueel (eenmalig) uitsluiten van het voorkeursrecht.⁶ Het leerstuk van noodzaakfinanciering kan in dat geval uitkomst bieden. Onder omstandigheden is het blokkeren van een dergelijke financiering door het uitoefenen van zeggenschapsrechten naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar (zie hierna). De voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer kan op die grondslag een voorziening treffen, die de blokkade door een of meerdere aandeelhouders opheft. Meestal wordt de enquêteprocedure boven het kort geding verkozen.⁷ Voor toewijzing van een enquêteverzoek is vereist dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid of juiste gang van zaken bij de vennootschap.⁸ Op het onderscheid tussen beide procedures ga ik verder niet in.⁹ De vereisten voor noodzaakfinanciering en haar grondslag komen hieronder achtereenvolgens aan bod.

6.2.1 Vereisten voor noodzaakfinanciering

Doorgaans zal het bestuur de Ondernemingskamer of de voorzieningenrechter verzoeken om het treffen van voorzieningen wanneer aanvullende financiering in de vorm van nieuwe aandelen nodig is om het faillissement van de vennootschap te voorkomen.¹⁰ Uit de rechtspraak is een aantal vereisten te destilleren waaronder de rechter bereid is in te grijpen in de rechten van aandeelhouders.¹¹ Dit is het geval wanneer (i) extra financiering noodzakelijk is met het oog op de continuïteit van de vennootschap en door middel van de extra financiering de continuïteit waarschijnlijk gewaarborgd is, (ii) geen reëel alternatief voorhanden is anders dan een uitgifte van nieuwe aandelen en aandeelhouders niet disproportioneel worden benadeeld door de emissie, dat wil zeggen door de aandelenverwatering¹² en (iii) een impasse binnen de algemene vergadering de aandelenemissie blokkeert en rechterlijk ingrijpen derhalve noodzakelijk is.

6 Zie art. 2:206 BW en art. 2:206a BW.

7 Leedekerken 2010, p. 144.

8 Art. 2:350 BW. Dit geldt eveneens voor het treffen van onmiddellijke voorzieningen wanneer nog geen onderzoek is gelast, zie art. 2:349a BW.

9 Zie hierover bijv. De Kluiver 2006.

10 Zie art. 2:346 BW voor andere enquêtegerechtigden.

11 O.a. HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*), HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*) en Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ7369, *JOR* 2011/288 (*Rhodes*). Zie verder Assink/Slagter 2013, p. 635 en Lok & Kemp 2015, p. 204.

12 Ook de 'omgekeerde' situatie kan zich voordoen, zie bijv. Rb. Oost-Brabant 29 november 2011 (ECLI:NL:RBOBR:2017:6254, *JOR* 2018/65): een emissiebesluit was met de juiste stemmeerderheid genomen, maar de minderheidsaandeelhouder (wiens belang naar 0.02% zou verwateren door de emissie) vorderde een verbod op uitvoering van het besluit wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid. De voorzieningenrechter legde een verbod op uitvoering van het emissiebesluit op omdat wegens bijzondere omstandigheden de meerderheidsaandeelhouder beter had moeten onderbouwen waarom de emissie de enige financieringsvorm was.

De rechter dient bij het treffen van voorzieningen een billijke afweging te maken tussen de belangen van de betrokken partijen.¹³ De hiervoor genoemde vereisten zijn in feite een invulling van deze belangenafweging: de belangen van de dwarsliggende aandeelhouders bij het achterwege blijven van een aandelenemissie moeten wijken voor het belang van de vennootschap bij het doen plaatsvinden van een aandelenemissie. Het belang van de vennootschap wordt met name gekleurd door het bestendig succes van de onderneming.¹⁴ Ook wanneer het financieel slecht gaat met de vennootschap wordt het vennootschappelijk belang gekleurd door de continuïteit van de onderneming, althans zolang het realistisch is dat de vennootschap waar de onderneming zich in bevindt, met noodzaakfinanciering te redden is van een faillissement.¹⁵ De *stakeholders* van de vennootschap hebben in zo'n geval baat bij de uitgifte van de aandelen (waardoor het faillissement van de vennootschap wordt afgewend).¹⁶

Een parallel is te trekken met preventieve herstructureringsprocedures waar *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers die betrokken zijn bij een akkoord een herstructurering niet mogen blokkeren. Bij noodzaakfinanciering is de dwarsliggende aandeelhouder (en overigens ook de niet dwarsliggende aandeelhouder) in de regel *out of the money*: bij een verkoop van de onderneming (al dan niet in faillissement) ontvangt hij naar alle waarschijnlijkheid niets. Wie *out of the money* is, heeft geen gegronde reden additionele financiering die de vennootschap van een dreigend faillissement redt, te blokkeren. De rechter zal daarom in het kader van noodzaakfinanciering een voorziening treffen waardoor de dwarsliggende aandeelhouder de aandelenemissie niet kan tegenhouden. Hij kan bijvoorbeeld het stemrecht schorsen van de dwarsliggende aandeelhouder, de bevoegdheid tot uitgifte van aandelen van de algemene vergadering aan een ander orgaan delegeren of de aandelen van de dwarsliggende aandeelhouder overdragen ten titel van beheer.¹⁷ De voorzieningen in het kader van noodzaakfinanciering houden in het beperken van het stemrecht ten aanzien van een aandelenemissie (en ten aanzien van een eventuele benodigde statutenwijziging) en het uitsluiten van het voorkeursrecht indien dit noodzakelijk is om de noodzaakfinanciering rond te krijgen, bijvoorbeeld voor het bewerkstelligen van een *debt for equity swap*. Het uitsluiten

13 O.a. HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*), r.o. 3.6, HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4888, *JOR* 2007/273 (*Versatel II*), r.o. 4.2 en HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*), r.o. 3.9.

14 Zie par. 2.7.1.1.

15 Zie Assink/Slagter 2013, p. 955-956. Wanneer een continuering niet realistisch is, is het vennootschappelijk belang primair gericht op het belang van de schuldeisers, zie ook Timmerman 2016, par. 1.4. Zie ook Rb. Amsterdam 4 mei 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:5819, *JOR* 2016/327, r.o. 4.9: indien van een *going concern* situatie geen sprake meer is, gaat het in een faillissement primair om de voldoening van de vorderingen van schuldeisers.

16 Eveneens Kemp 2015, p. 403.

17 Zie verder Lok & Kemp 2015, p. 200 en Veenstra 2015.

van het voorkeursrecht levert een verwatering van het aandeel van de bestaande, niet meefinancierende, aandeelhouder op. Een aandeelhouder mag op een eventuele contractuele of statutaire anti-verwateringsclausule geen beroep doen.¹⁸ Het is deze aandelenverwatering (die er toe kan leiden dat een aandeelhouder een miniem aandelenbelang behoudt na de financiering) die maakt dat sprake is van een ingrijpende wijziging in zowel de financiële rechten als de zeggenschapsrechten van een aandeelhouder.

Noodzaakfinanciering betreft het ingrijpen in (de hiervoor genoemde) specifieke aandeelhoudersrechten. Onder de WHOA kunnen ook andere aandeelhoudersrechten worden gewijzigd en kan een aandeelhouder zelfs zijn gehele aandelenbelang kwijtraken.¹⁹ Een akkoord onder de WHOA kan bijvoorbeeld het dividendrecht dat verbonden is aan een aandeel wijzigen. Daarnaast is een aantal specifieke besluiten van de algemene vergadering niet vereist. Buiten de WHOA om is het weliswaar ook mogelijk andere aandeelhoudersrechten te wijzigen, maar een in de jurisprudentie ontwikkeld kader zoals bij noodzaakfinanciering ontbreekt. De vennootschapsrechtelijke stemmeerderheden voor de besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, die nodig zijn voor de wijziging, gelden dan. Wanneer deze stemmeerderheden niet worden gehaald, kan de rechter ingrijpen. Dit geschiedt op grond van specifieke omstandigheden van het geval (op basis van de redelijkheid en billijkheid).

Het is de verwachting dat noodzaakfinanciering met de intrede van de WHOA niet (vaak) zal voorkomen wanneer het uitgeven van aandelen niet voldoende is om de vennootschap te redden van insolventie, maar ook andere maatregelen nodig zijn, zoals een gedeeltelijke kwijtschelding van vorderingen.

6.2.2 Redelijkheid en billijkheid als grondslag

Bij het treffen van voorzieningen door de rechter zal in een noodsituatie zoals hiervoor beschreven, het vennootschappelijk belang prevaleren boven de belangen van een dwarsliggende aandeelhouder. De voorzieningenrechter hanteert als grondslag voor het terzijde schuiven van wettelijke of statutaire bepalingen de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 lid 2 BW.²⁰ Daarnaast speelt de redelijkheid en billijkheid

¹⁸ Dit was ook aan de orde in bijv. HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*) en HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*). Zie verder de annotatie van Doorman bij Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ7369, *JOR* 2011/288 (*Rhodes*).

¹⁹ Zie par. 6.5.11.

²⁰ Lok & Kemp 2015, p. 204. Hof Amsterdam 25 april 2002, ECLI:NL:GHAMS:2002:AG8134, *JOR* 2002/128 (*Gorillapark*) is een voorbeeld van noodzaakfinanciering buiten een enquêteprocedure om, waarbij de redelijkheid en billijkheid de grondslag is voor het rechterlijk ingrijpen. Zie ook par. 2.7.1.2.

ex artikel 6:248 lid 2 BW (jo. art. 6:258 lid 1 BW) een rol wanneer contractuele regels tijdelijk buiten toepassing worden verklaard. De voorzieningenrechter past het recht toe op een concreet geval, hij oordeelt of (de gevolgen van) een regel (on)aanvaardbaar is.²¹ Bij de belangenafweging door de Ondernemingskamer ligt vanwege het karakter van de enquêteprocedure de nadruk meer op de toestand van de vennootschap en het belang van de vennootschap.²² De Ondernemingskamer motiveert noodzaakfinanciering althans zelden aan de hand van wat naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid (on)aanvaardbaar is.²³ De Ondernemingskamer gebruikt bijvoorbeeld in de zaak *Inter Access* wel de redelijkheid en billijkheid genoemd in artikel 6:258 BW (onvoorziene omstandigheden) voor het opzijzetten van een anti-verwateringsclausule in een aandeelhoudersovereenkomst.²⁴ Dit doet de Ondernemingskamer omdat een aandeelhoudersovereenkomst een overeenkomst tussen aandeelhouders is en dus bekeken moet worden of een aandeelhouder jegens zijn medeaandeelhouders naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid een beroep kan doen op de aandeelhoudersovereenkomst.²⁵ De grondslag voor het afwijken van wettelijke of statutaire regels, zoals het uitsluiten van de bevoegdheid tot het beslissen over een aandelenemissie, een statutenwijziging of het voorkeursrecht, noemt de Ondernemingskamer echter niet.

Toch is het mijns inziens ook de (derogerende werking van de) redelijkheid en billijkheid die ten grondslag ligt aan de motivering van de Ondernemingskamer om af te wijken van statutaire of wettelijke regels.²⁶ Op basis van de redelijkheid en billijkheid moet de dwarsliggende aandeelhouder zijn eigen belang opzijzetten en het vennootschappelijk belang in acht nemen. Nu hij dit niet doet, is rechterlijk ingrijpen door middel van een onmiddellijke voorziening nodig teneinde het faillissement van de vennootschap te voorkomen. Het adagium ‘nood breekt wet’, dat in een nood situatie van toepassing is, sluit volgens A-G Timmerman aan bij artikel 2:8 lid 2 BW.²⁷ Uiteindelijk leiden de voorzieningen in het kader van noodzaakfinanciering zowel bij de Ondernemingskamer als bij de voorzieningenrechter tot hetzelfde

21 Leedekerken 2010, p. 144 en Lok & Kemp 2015, p. 201.

22 Philips 2012, p. 296 en Veenstra 2015, par. 5.

23 Eikelboom (2011) in zijn conclusie. Zie verder de annotatie van Doorman bij Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ7369, *JOR* 2011/288 (*Rhodes*).

24 Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BL3680, *JOR* 2010/60 (*Inter Access*), r.o. 3.14.

25 De Kluiver 2006, p. 42.

26 Zie uitgebreid Eikelboom 2011. Zie verder Leedekerken 2010, p. 145. Assink/Slagter (2013, p. 635) neemt de redelijkheid en billijkheid als uitgangspunt bij het toelaten van noodzaakfinanciering, zonder onderscheid te maken naar soort procedure. De Kluiver meent dat het handelen van aandeelhouders bij noodzaakfinanciering langs de norm van de redelijkheid en billijkheid gelegd moet worden en dat derhalve de enquêteprocedure niet de juiste procedure is voor de te treffen voorzieningen in dat kader (De Kluiver 2006, p. 42).

27 A-G Timmerman, in zijn conclusie voor HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4888, *JOR* 2007/273 (*Versatel II*), onder 3.11.

resultaat, te weten de gewenste additionele financiering. Het is wellicht zuiverder voor de motivering dit altijd (expliciet) via de norm van de redelijkheid en billijkheid te doen, aangezien het gaat om de vraag of het handelen van een bepaalde aandeelhouder naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid (on)aanvaardbaar is.²⁸ Zoals in paragraaf 2.7.1.2 beschreven, dient de aandeelhouder die invloed kan uitoefenen in de vennootschap zich onder omstandigheden te richten naar het vennootschappelijk belang op grond van de redelijkheid en billijkheid. Noodzaakfinanciering is bij uitstek een omstandigheid waarbij een dwarsliggende aandeelhouder (met andere woorden: de aandeelhouder met invloed) zich bij zijn handelen moet richten naar het vennootschappelijk belang.²⁹

6.2.3 Noodzaakfinanciering en artikel 1 EP EVRM

Het ingrijpen in aandeelhoudersrechten in het kader van noodzaakfinanciering is te beschouwen als een inmenging in het eigendomsrecht van een aandeelhouder. De vereisten waaronder een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures is toegestaan, kwamen in paragraaf 3.4 uitgebreid aan bod bij de bespreking van artikel 1 EP EVRM. De situatie bij noodzaakfinanciering is in die zin anders dan bij een preventieve herstructureringsprocedure dat noodzaakfinanciering gebaseerd is op de open norm van de redelijkheid en billijkheid en dat geen specifieke procedure hiervoor in de wet is opgenomen. In deze paragraaf sta ik derhalve kort stil bij de vraag of noodzaakfinanciering in strijd is met artikel 1 EP EVRM. De Hoge Raad heeft zich hier nooit over uitgelaten.³⁰ Wel oordeelde A-G Timmerman in zijn conclusie in de zaak *Inter Access* dat geen sprake was van schending van artikel 1 EP EVRM.³¹ Ik onderschrijf dit. Aan de drie cumulatieve rechtvaardigingsvereisten van artikel 1 EP EVRM is voldaan. Het eerste vereiste – of de inmenging is voorzien bij wet (of jurisprudentie) – is de moeilijkste vanwege het feit dat de grondslag van noodzaakfinanciering een

²⁸ Vgl. De Kluiver 2006, p. 42.

²⁹ Overigens is eigenrichting van het bestuur ook mogelijk. Een wettelijke, statutaire of contractuele regel wordt dan niet buiten toepassing verklaard door de rechter via een (voorlopige) voorziening, maar het bestuur handelt (bewust) in strijd met de regel. Een voorbeeld van een zaak waarin bewust in strijd werd gehandeld met een unanimiteitsvereiste bij een besluit tot verkoop van twee dochtervennootschappen is Hof Amsterdam (OK) 12 april 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:1629, *JOR* 2016/234. De OK oordeelde dat dit handelen geen wanbeleid opleverde. De vennootschap verkeerde namelijk in een noodsituatie, althans dit is zeer goed verdedigbaar volgens de onderzoeker. Een reëel alternatief was niet voldoende voorhanden en de algemene vergadering blokkeerde de verkoop.

³⁰ HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*). Het verweer t.a.v. art. 1 EP EVRM werd te laat gevoerd.

³¹ A-G Timmerman, in zijn conclusie voor HR 25 februari 2011, ECLI:NL:PHR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*), onder 3.19-3.24.

(wettelijk neergelegde) open norm betreft.³² De jurisprudentie inzake noodzaakfinanciering getuigt echter van een duidelijk omrand kader waarbinnen de voorzieningen worden getroffen. Dat kader is voldoende kenbaar, precies (geformuleerd) en voorzienbaar voor aandeelhouders. Aandeelhouders hebben toegang tot de vele (openbare) jurisprudentie inzake noodzaakfinanciering. Zij zijn, eventueel na inwinning van deskundig advies, op de hoogte van de omstandigheden waaronder beperkingen van aandeelhoudersrechten plaats kunnen vinden en de gevolgen ervan. Door de vele jurisprudentie is de kenbare wettelijke grondslag tevens voldoende precies.³³ Een duidelijke motivering door de rechter bij het opleggen van een bepaalde voorziening draagt hier verder aan bij. De inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders wordt in de jurisprudentie uitgebreid gemotiveerd. Voorts kunnen aandeelhouders in een situatie gelijk aan noodzaakfinanciering een beperking van hun aandeelhoudersrechten verwachten. Het uitsluiten of beperken van het stemrecht van een aandeelhouder bij een aandelenemissie, met verwatering als gevolg, is al jaren een gangbare voorziening.³⁴ Sinds 2009 is ook het uitsluiten van het voorkeursrecht een gebruikelijke voorziening.³⁵

Het tweede vereiste voor een geoorloofde inmenging in een eigendomsrecht is het algemeen belang. Dat is mijns inziens aanwezig aangezien noodzaakfinanciering beoogt een faillissement met alle gevolgen van dien (zoals banenverlies) te voorkomen. Zie hierover uitgebreid paragraaf 3.4.2.2. In de literatuur vond overigens een discussie plaats of het algemeen belang op één lijn te stellen is met het vennootschappelijk belang.³⁶ Met Eikelboom meen ik dat het niet om het vennootschappelijk belang maar om de bredere context gaat, namelijk of de nationale overheden het in het algemeen belang achten om vanwege economische en sociale doelstellingen (zoals bescherming van werknemers) de mogelijkheid van een inmenging in het eigendomsrecht, zoals bij noodzaakfinanciering via een voorlopige of onmiddellijke voorziening, te creëren.³⁷

32 Niesink 2010, p. 99. Zie ook Doorman in zijn annotatie bij HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*). Art. 1 EP EVRM verzet zich echter niet tegen open normen (zoals art. 2:349a BW en art. 2:8 BW) zolang het rechtsgevolg voor aandeelhouders wel duidelijk is. Zie Schild 2012, p. 130.

33 Schild 2012, p. 159 merkt op dat het zeer onwaarschijnlijk is dat art. 2:8 BW niet voldoende precies zal zijn, aangezien de norm van partijen redelijkheidsbesef verlangt.

34 De eerste uitspraak hierover betreft HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*).

35 Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BL3680, *JOR* 2010/60 (*Inter Access*) en later: Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ7369, *JOR* 2011/288 (*Rhodes*) en Hof Amsterdam (OK) 14 februari 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BP5179 (*Boschhuizen c.s./Amtrada Holding NV*). Zie tevens Niesink 2010, p. 100.

36 A-G Timmerman in zijn conclusie voor HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*) en Schild 2012, p. 160-161. Tegenstanders van het gelijkstellen zijn o.a. Philips 2012, p. 296 en Raaijmakers 2012, p. 377-378.

37 Eikelboom 2017, p. 168.

Het derde vereiste ziet op de proportionaliteit van de inmenging. Een *fair balance* moet aanwezig zijn tussen het algemeen belang en de bescherming van de aandeelhouder wiens aandeelhoudersrechten worden beperkt. Er mag geen *excessive burden* op de aandeelhouder(s) worden gelegd. Deze belangenafweging komt grotendeels overeen met de afweging die de rechter moet nemen wanneer hij voorzieningen treft. Het ingrijpen in aandeelhoudersrechten draagt sterk bij aan het voorkomen van een faillissement.³⁸ Tevens is een van de vereisten van noodzaakfinanciering dat minder bezwarende alternatieven niet voorhanden zijn.

6.3 Onderhands schuldeisersakkoord

Een aandeelhouder kan in het kader van noodzaakfinanciering worden gedwongen mee te werken aan een preventieve herstructurering. Onder bijzondere omstandigheden kan ook een schuldeiser worden gedwongen mee te werken aan een preventieve herstructurering – een onderhands schuldeisersakkoord – buiten de hierna te bespreken surseanceprocedure en de WHOA om. De WHOA ligt echter meer voor de hand wanneer niet één maar meerdere schuldeisers dwarsliggen.

Het onderhands schuldeisersakkoord kent een vergelijkbare grondslag als noodzaakfinanciering, namelijk misbruik van bevoegdheid, de species van de redelijkheid en billijkheid.³⁹ De vennootschap kan ervoor kiezen, in het zicht van een dreigend faillissement, een voorstel te doen aan haar schuldeisers, betreffende bijvoorbeeld de gedeeltelijke kwijtschelding van hun vorderingen. Contractsvrijheid is daarbij het uitgangspunt. Het akkoord moet behoorlijk onderbouwd zijn, inzicht geven in de financiële situatie van de vennootschap, begeleid en opgesteld zijn door een deskundige en aanvaard zijn door een gekwalificeerde meerderheid van de schuldeisers.⁴⁰ Slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden kunnen individuele schuldeisers worden gedwongen akkoord te gaan met het voorstel. Terughoudendheid is geboden. De vennootschap zelf moet stellen en, zo nodig, bewijzen dat de schuldeiser naar redelijkheid niet tot weigering van instemming met het akkoord

38 Dit is volgens De Jongh een voorbeeld van het evenredigheidsbeginsel in enge zin. Naarmate de gevolgen van het handelen van een aandeelhouder groter zijn, te weten een mogelijk faillissement, moet een aandeelhouder meer rekening houden met het vennootschappelijk belang, zie De Jongh 2014, p. 532.

39 Misbruik van bevoegdheid was de grondslag in HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, NJ 2006/230 (*Payroll*). Vóór dit arrest werd daarnaast ook de grondslag uit art. 6:2 BW, art. 6:248 lid 2 BW of art. 6:162 BW genoemd, zie o.a. Houben 2006, p. 97 en Wessels 2013, par. 6212.

40 Zie Van der Heiden 1997 en Wessels 2013, par. VII.4.

heeft kunnen komen.⁴¹ De Hoge Raad oordeelde in het arrest Payroll dat voor een dwangdeelname het niet voldoende is dat de schuldeiser op de hoogte is (of had moeten zijn) van de slechte financiële positie van de vennootschap en het dreigende faillissement.⁴²

In de volgende paragraaf komt de surseanceprocedure aan bod, die een wettelijke dwangakkoordregeling ten aanzien van concurrente schuldeisers bevat.

6.4 Surseance van betaling

Surseance van betaling is evenals de WHOA een preventieve herstructureringsprocedure. Een vennootschap die voorziet dat zij met het betalen van haar (toekomstige) opeisbare schulden niet zal kunnen voortgaan, kan verzoeken om opening van de procedure en kan een akkoord aanbieden aan haar concurrente schuldeisers om een herstructurering van schulden te bewerkstelligen.⁴³ De WHOA bevat een in grote mate vergelijkbaar insolventiecriteria.⁴⁴ Beide procedures zien op dezelfde mate van financiële nood waarin de vennootschap zich bevindt. De invulling van de procedures is echter anders en dat geldt ook voor de rol van de aandeelhouder binnen de procedures. De WHOA is een akkoordprocedure (met de mogelijkheid van een afkoelingsperiode), waarbij zowel aandeelhouders als alle soorten schuldeisers kunnen worden gebonden aan een akkoord. Mede doordat de surseance(akkoord)regeling niet ziet op preferente schuldeisers en zekerheidsgerechtigden mist zij haar doelstelling.⁴⁵ Ook aandeelhouders kunnen niet worden gebonden aan een

41 HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, *NJ* 2006/230 (*Payroll*), r.o. 3.5.4. Het is niet vereist dat alle schuldeisers bij het akkoord zijn betrokken. Zie HR 24 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:485, *JOR* 2017/209 waarbij het overgrote deel van de schuldeisers betrokken was bij het akkoord.

42 HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, *NJ* 2006/230 (*Payroll*).

43 Art. 214 lid 1 Fw jo. art. 252 Fw jo. art. 273 Fw jo. art. 232 Fw. Een surseance zonder een akkoord is niets meer dan uitstel van betaling van de vorderingen van concurrente schuldeisers en een schorsing van executies tot verhaal van hun vorderingen, zie art. 230 Fw jo. art. 232 Fw jo. art. 233 Fw. Wel kan om een afkoelingsperiode worden verzocht die ook geldt voor andere schuldeisers (behalve boedelschuldeisers), zie art. 241a e.v. Fw.

44 Art. 370 lid 1 Fw: het is redelijkerwijs aannemelijk dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan. Dit criterium van de WHOA is objectief geformuleerd, in tegenstelling tot het criterium bij surseance.

45 Zie bijv. Van Gangelen & Gispén 2012, p. 324-326 en Wessels 2014, par. 8181. Zie ook Toelichting op het INSOLAD ontwerp voor een nieuwe surseanceregeling, nr. 12. Diverse voorstellen tot aanpassing van de surseance zijn in het verleden gedaan, waaronder aldus een voorstel van INSOLAD. Zie de Toelichting op het INSOLAD ontwerp voor een nieuwe surseanceregeling, nr. 16 voor een overzicht van eerdere rapporten en voorstellen voor surseanceprocedures. Overige kritiekpunten over de surseanceprocedure laat ik hier buiten beschouwing, zie bijv. Wessels 2014, par. 8013.

surseanceakkoord. Een surseanceakkoordregeling is met andere woorden ineffectief en wordt daardoor niet vaak gebruikt.⁴⁶

Hoewel de aandeelhouder geen deel uitmaakt van een surseance(akkoord)regeling bespreek ik toch kort de regeling op hoofdlijnen. Naast het feit dat het doel en de financiële situatie van de regeling in beginsel dezelfde is als bij de WHOA, komen sommige onderdelen van het surseanceakkoord voor in de WHOA (zie par. 6.5). Bovendien kondigde de minister voor Rechtsbescherming in 2019 aan een afzonderlijk wetsvoorstel op te stellen voor de (strikte) implementatie van de Richtlijn en daarmee de regeling van het surseanceakkoord in overeenstemming te brengen met de Richtlijn.⁴⁷ Voordat ik inga op de surseanceakkoordregeling beschrijf ik eerst kort de hoofdlijnen van de surseanceprocedure waarbinnen een akkoord mag worden aangeboden.

Het bestuur van de vennootschap mag de rechter verzoeken om surseance van betaling te verlenen.⁴⁸ Schuldeisers kunnen niet om een surseance verzoeken, maar mogen wel (gelijktijdig) verzoeken om het faillissement van de vennootschap. Wanneer zowel om faillietverklaring als een surseance is verzocht, gaat de behandeling van de surseance voor.⁴⁹ De surseance zal echter niet effectief zijn wanneer de vennootschap is opgehouden met het betalen van haar schulden omdat zij dan ook de schulden waar de surseance niet op ziet, niet kan voldoen.⁵⁰ Wanneer de vennootschap verzoekt om een surseance zal de rechtbank deze dadelijk voorlopig verlenen.⁵¹ De rechtbank kan de surseance definitief verlenen nadat de schuldeisers hierover hebben gestemd⁵² en geen gegronde vrees bestaat dat de vennootschap de schuldeisers zal trachten te benadelen dan wel de vennootschap na verloop van tijd haar schulden niet zal kunnen voldoen.⁵³ De surseance geldt voor maximaal een periode van anderhalf jaar, met de mogelijkheid tot verlenging van wederom anderhalf jaar. De vennootschap staat gedurende de (voorlopige en definitieve) surseance onder 'toezicht' van een bewindvoerder. Het bestuur van de vennootschap blijft gewoon beheers- en beschikkingsbevoegd, zij het dat waar het gaat om daden van

46 Zie MvT WHOA, p. 3. Vriesendorp, Hermans & De Vries 2013 spreken bijv. over achttien surseanceakkoorden in 2012.

47 *Kamerstukken II* 2018/19, 33 695, nr. 18, p. 3.

48 Art. 214 Fw. Een goedkeuringsrecht van de algemene vergadering kan statutair zijn neergelegd. Het ontbreken van deze goedkeuring tast de vertegenwoordigingsbevoegdheid van het bestuur niet aan.

49 Art. 218 lid 6 Fw.

50 Hoewel art. 1 Fw vereist dat de vennootschap in de situatie verkeert te zijn opgehouden te betalen en art. 214 Fw op de dreiging daarvan, is dit onderscheid in de praktijk minder zwart wit dan de wettekst doet vermoeden. Zie Harmsen 2015 (*Sdu Commentaar Insolventierecht*) art. 214 Fw, aant. C.2.2.

51 Art. 215 lid 2 Fw.

52 Houders van meer dan een vierde van het bedrag van de ter vergadering vertegenwoordigde vorderingen (of houders van een derde van de vorderingen) mogen niet tegenstemmen, zie art. 218 lid 2 Fw.

53 Art. 218 lid 4 Fw.

beheer of beschikking ten aanzien van de boedel, de medewerking van de bewindvoerder is vereist.⁵⁴ De WHOA is daarentegen een *debtor in possession* procedure: de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, blijft volledig beheers- en beschikkingsbevoegd.⁵⁵ Wel kan een observator worden aangesteld die toezicht houdt op het bestuur.⁵⁶

6.4.1 Surseanceakkoord

Bij of na de aanvraag tot surseance kan het bestuur van de vennootschap een akkoord aanbieden aan haar concurrente schuldeisers.⁵⁷ De wet zegt niets over de inhoud van een surseanceakkoord. Een akkoord betreft een overeenkomst tussen partijen. De inhoud ervan is naar invulling van de partijen: “Het akkoord kan iedere denkbare wijze van buitengerechtelijke bevrediging der schuldeisers inhouden, welke in concreto naar ’s rechters oordeel niet onbillijk is te achten.”⁵⁸ De in de literatuur vaak te onderscheiden akkoorden zijn een liquidatieakkoord (afstand van de boedel ten behoeve van de schuldeisers) en een percentage-akkoord (schuldeisers krijgen een bepaald deel van hun vorderingen uitgekeerd). Een liquidatieakkoord ligt bij een surseanceakkoord minder voor de hand. Een surseanceakkoord is gericht op herstel van de financiële positie en niet op vereffening van het vermogen.⁵⁹ Wel is een (gedeeltelijke) boedelafstand ten behoeve van de concurrente schuldeisers mogelijk, bijvoorbeeld overdracht van bepaalde activa aan een derde die vervolgens de activa liquideert voor de schuldeisers.⁶⁰ Bij een surseanceakkoord is een gedeeltelijke voldoening van vorderingen tegen finale kwijting meer gangbaar, evenals uitstel van betaling, een betalingsregeling of een omzetting van vorderingen in aandelen.

Bij dit laatste, de *debt for equity swap*, doet zich, gelijk aan de hiervoor beschreven situatie van noodzaakfinanciering, mogelijk het probleem van dwarsliggende aandeelhouders voor. Onder de huidige surseance(akkoord)procedure kunnen aandeelhouders hun rechten blijven uitoefenen.⁶¹ Wanneer aandeelhouders niet meewerken aan de *debt for equity swap* kan de vennootschap de ‘procedure’ van noodzaakfinanciering volgen. Waarschijnlijk zal aan de drie voorwaarden voor

54 Art. 228 Fw.

55 Zie hierna par. 6.5.2.4.

56 Art. 380 Fw.

57 Art. 252 Fw jo. art. 273 Fw jo. art. 232 Fw. Wanneer een akkoord bij de aanvraag van de surseance wordt aangeboden, kan een definitieve surseance uitblijven. Dit wordt de *fast track* genoemd.

58 Rb. Amsterdam 8 november 1938, ECLI:NL:RBAMS:1938:69, *NJ* 1938/1138. Zie ook Soedira 2011, par. 4.1 en Wessels 2013, par. 6010.

59 Zie Van Gangelen & Gispén 2012, par. 3.16.3.

60 Bijv. het surseanceakkoord van Den Holder BV waarbij de vennootschap alle in haar vermogen aanwezige geldmiddelen en vorderingen ter beschikking heeft gesteld aan haar (concurrente) schuldeisers via een stichting. Zie hierover Soedira 2011, par. 4.3.8.

61 Zie par. 2.5.1 voor de aandeelhoudersrechten die een rol spelen bij een *debt for equity swap*.

noodzaakfinanciering – te weten dat de continuïteit van de vennootschap naar alle waarschijnlijkheid wordt gered door de extra financiering, geen reële alternatieven voorhanden zijn en een impasse binnen de algemene vergadering de besluitvorming blokkeert – zijn voldaan bij een surseance. Dit vergt niettemin binnen de huidige surseanceprocedure wel een (extra) gang naar de rechter. Dit probleem komt niet voor bij de WHOA omdat een gehomologeerd akkoord zowel aandeelhouders als (niet enkel concurrente) schuldeisers kan binden.

Aangenomen of vastgesteld akkoord

Een surseanceakkoord ziet alleen op de concurrente schuldeisers. Zij stemmen over het akkoord. Het akkoord is aangenomen indien de meerderheid van de ter vergadering aanwezige schuldeisers voor heeft gestemd en zij tevens minstens de helft van het bedrag van de vorderingen (ten aanzien waarvan de surseance werkt) vertegenwoordigen.⁶² Daarnaast kan de rechter het akkoord vaststellen als ware het aangenomen indien het stemquotum niet is gehaald.⁶³ In dat geval moet drie vierde van de ter vergadering verschenen schuldeisers voor het akkoord hebben gestemd én moet het niet aannemen van het akkoord het gevolg zijn van een of meer schuldeisers die in redelijkheid niet tot dit stemgedrag hadden kunnen komen. Daarbij spelen alle omstandigheden van het geval een rol, in het bijzonder welk percentage van hun vorderingen zou worden betaald onder het akkoord vergeleken met de situatie dat de boedel zou worden vereffend. De focus op deze invulling van ‘onredelijk stemgedrag’ komt overeen met de *best interest test* die een belangrijke plek inneemt in de akkoordprocedure van de WHOA en in de Richtlijn. Is de tegenstemmende schuldeiser beter af (of behoudt hij een gelijke positie) onder het surseanceakkoord dan bij een mogelijke vereffening (in of buiten faillissement), dan mag hij het akkoord niet blokkeren. Het vormt de ondergrens voor een dwangakkoord. De *best interest test* in het kader van de WHOA komt uitgebreid aan bod in paragraaf 6.5.7.

Homologatie

De rechtbank beslist vervolgens of zij het akkoord homologeert waardoor het algemeen verbindend wordt voor alle, ook niet aangemelde, concurrente schuldeisers.⁶⁴ Zij kan een akkoord niet homologeren indien de stemmeerderheden niet zijn behaald of vastgesteld. Een dwangakkoord opleggen aan de *meerderheid* van schuldeisers is met andere woorden niet mogelijk, dit in tegenstelling tot de WHOA. De wet bevat een viertal verplichte weigeringsgronden. De rechtbank moet de homologatie weigeren indien (i) de baten van de boedel de som van het akkoord te boven gaan, (ii) de nakoming van het akkoord niet voldoende is gewaarborgd, (iii) sprake is van

⁶² Art. 268 Fw.

⁶³ Art. 268a Fw.

⁶⁴ Art. 273 Fw. Een akkoord is ook bindend jegens niet-concurrente schuldeisers die hun vordering hebben ingediend (en hun voorrecht, retentierecht, pandrecht of hypotheekrecht verliezen), zie art. 257 lid 2 Fw.

bedrog of benadeling of (iv) het loon en de verschotten van de deskundigen en de bewindvoerders niet zijn gestort of daarvoor zekerheid is gesteld.⁶⁵ Daarnaast mag de rechtbank ook op andere gronden homologatie van het akkoord weigeren.⁶⁶ De weigeringsgronden komen overeen met de afwijzingsgronden onder de WHOA.⁶⁷ De gronden komen derhalve verder aan bod bij de bespreking van de WHOA.⁶⁷ De weigeringsgrond dat de baten van de boedel (de opbrengst van de onbezwaarde activa bij liquidatie en de te verwachten baten gedurende de surseance) de som van het akkoord te boven gaan, bevat wederom de *best interest test*. Een schuldeiser mag in ieder geval niet slechter af zijn onder het akkoord dan bij een liquidatie. Wanneer de vennootschap echter een surplus overhoudt na de herstructurering, mag het bestuur niet enkel hetgeen schuldeisers bij een liquidatie ontvangen, aanbieden onder een akkoord.⁶⁸

De surseance eindigt nadat de homologatie van het akkoord in kracht van gewijsde is gegaan.⁶⁹ In het geval homologatie is geweigerd, kan de rechter het faillissement van de vennootschap uitspreken. Doet hij dit niet, dan eindigt de surseance.⁷⁰

6.5 Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA)

Uit het voorgaande blijkt dat schuldeisers en aandeelhouders slechts onder bijzondere omstandigheden verplicht kunnen worden mee te werken aan een preventieve herstructurering. De surseanceakkoordregeling is bovendien ineffectief. De minister van Veiligheid en Justitie kondigde in 2012, in het kader van het programma Herijking Faillissementsrecht, aan het reorganiserend vermogen van ondernemingen te willen verbeteren.⁷¹ De economische crisis en daarmee gepaard gaande het historisch hoog aantal faillissementen vormden de directe aanleiding. Onnodige faillissementen moeten worden voorkomen en de totstandkoming van een akkoord buiten faillissement moet worden vergemakkelijkt.

⁶⁵ Art. 272 Fw.

⁶⁶ De rechtbank mag homologatie van het akkoord ambtshalve weigeren of op verzoek van een schuldeiser, zie art. 269b lid 4 Fw. Zie bijv. Wessels 2013, par. 6124 voor verwijzingen naar rechtspraak over 'andere gronden'.

⁶⁷ Zie par. 6.5.7.

⁶⁸ Soedira 2011, par. 5.6.2 en Wessels 2013, par. 6116.

⁶⁹ Art. 276 Fw.

⁷⁰ Art. 272 lid 4 Fw.

⁷¹ *Kamerstukken II* 2012/13, 29 911, nr. 74. Zie Tollenaar 2016, p. 6-7 voor een overzicht van oude wetgevingsinitiatieven over pre-insolventieakkoorden. De aandeelhouder ontbreekt in al deze initiatieven.

Dit resulteerde twee jaar later in de consultatieversie Wet continuïteit ondernemingen II (WCO II).⁷² In 2017 is een nieuwe consultatieversie gepubliceerd en is de naam gewijzigd in ‘Wet homologatie onderhands akkoord’ (WHOA).⁷³ Uiteindelijk is in het najaar van 2018 een wederom aangepast wetsvoorstel aan de Raad van State gestuurd. De Raad van State heeft vervolgens op 27 maart en 6 juni 2019 advies uitgebracht. Op 5 juli 2019 is het wetsvoorstel bij de Tweede Kamer ingediend.⁷⁴ De WHOA zal onderdeel worden van de Faillissementswet (art. 369-387 Fw). De aanpassingen die zijn doorgevoerd in de latere versies van het wetsvoorstel komen mede door de vrijwel gelijktijdige ontwikkelingen op Europees niveau. Dit kwam in paragraaf 3.2 aan bod. De Nederlandse wetgever beoogt met de WHOA aan te sluiten bij de richtlijn betreffende herstructurering en insolventie.⁷⁵

De WHOA faciliteert een dwangakkoord tussen een vennootschap en haar schuldeisers en aandeelhouders betreffende de herstructurering van schulden wanneer redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan. De Nederlandse wetgever heeft inspiratie gehaald uit de reeds langere tijd bestaande Engelse *scheme* (par. 4.3) en de Amerikaanse *Chapter 11*-procedure. Allereerst vindt in deze paragraaf een chronologische uiteenzetting van de akkoordprocedure op hoofdlijnen plaats waarbij de nadruk ligt op de positie van aandeelhouders binnen de procedure. Tot slot ga ik dieper in op de aandeelhouder en zijn rechten onder het regime van de WHOA. Waar relevant voor de positie van aandeelhouders, geef ik aan op welke onderdelen de WHOA afwijkt van de Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures en op welke onderdelen de buitenlandse procedures inspiratie bieden voor de WHOA. Tevens geef ik waar relevant aan op welke manier de WHOA aansluit bij de Richtlijn.

6.5.1 Doel en inhoud

De WHOA heeft tot doel het reorganiserend vermogen te versterken van ondernemingen met levensvatbare activiteiten die wegens een te zware schuldenlast insolvent dreigen te raken.⁷⁶ Dit is vergelijkbaar met het doel van het Duitse Gesetz zur

72 Te raadplegen via: <https://www.internetconsultatie.nl/wco2/details>. Hierna: eerste consultatieversie WHOA.

73 Te raadplegen via: <https://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie>. Hierna: tweede consultatieversie WHOA.

74 *Kamerstukken II* 2018/19, 35 248, nr. 1-3. Zoals reeds vermeld, spreek ik ten behoeve van de leesbaarheid hierna over de WHOA als ware het reeds wet.

75 MvT WHOA, p. 4.

76 MvT WHOA, p. 1.

weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG).⁷⁷ Een geslaagde preventieve herstructurering onder de WHOA beoogt het (op dat moment dreigende) faillissement van de vennootschap af te wenden.⁷⁸

Waardemaximalisatie

Een akkoord onder de WHOA is mijns inziens gericht op waardemaximalisatie: de belangen van de gezamenlijke schuldeisers staan voorop. Een preventieve herstructureringsprocedure waarbij de vermogensstructuur wijzigt, is evenals een faillissement een verhaalsinstrument voor schuldeisers. Het verschil met een faillissementsprocedure is dat bij een preventieve herstructureringsprocedure de onderneming binnen dezelfde juridische entiteit aan de (*in the money*) schuldeisers zelf wordt verkocht en niet aan derden.⁷⁹ Schuldeisers zouden, volgens de *creditors' bargain theory* (zie uitgebreid par. 3.3.1), *ex ante* voor een preventieve herstructureringsprocedure kiezen omdat dit een hogere opbrengst genereert dan het alternatief, een faillissement. Een preventieve herstructureringsprocedure is, volgens de *creditors' bargain theory*, gericht op waardemaximalisatie ten behoeve van de schuldeisers (en aandeelhouders) en dus in feite op opbrengstmaximalisatie.⁸⁰ Het is een verhaalsinstrument van schuldeisers, een wijze van collectieve verhaalsuitoefening die afwijkt van de collectieve liquidatieprocedure in faillissement: de rechten van schuldeisers worden te gelde gemaakt en daarbij is opbrengstmaximalisatie voor schuldeisers het doel.⁸¹ Aandeelhouders profiteren ook van dit doel. Een akkoord ziet op de verdeling van die opbrengst (de reorganisatiewaarde) onder de schuldeisers én de aandeelhouders.

De Richtlijn plaatst de waardemaximalisatie echter in een breder perspectief: waardemaximalisatie voor de schuldeisers, de eigenaren én de economie in zijn geheel.⁸² Daarmee lijkt de Richtlijn het redden van levensvatbare ondernemingen en het behoud van banen als rechtvaardiging te hanteren voor het ingrijpen in de rechten van schuldeisers en aandeelhouders. Dit strookt met de *creditors' bargain*

77 Par. 5.3.1. De Engelse *scheme* en *cva* zijn daarentegen procedures die ook kunnen worden gebruikt door solvante vennootschappen.

78 Zie ook MvT WHOA, p. 5. Vennootschappen met een niet-levensvatbare onderneming mogen ook gebruikmaken van de dwangakkoordprocedure indien de afwikkeling van het vermogen van de vennootschap via een dwangakkoord een beter resultaat oplevert dan via een afwikkeling in faillissement, zie MvT WHOA, p. 2. In zijn algemeenheid is een onderneming levensvatbaar wanneer de onderneming in zijn geheel meer waard is dan zijn samenstellende delen. Dit zal moeten blijken uit de informatie die de aanbieder bij het akkoord moet voegen. Zie ook Schreurs 2016, p. 161 en Tollenaar 2017a, p. 33.

79 O.a. Jackson 1982, p. 893, Tene 2003, p. 390, Baird & Bernstein 2006, p. 1937, Tollenaar 2016, p. 22, Baird 2017, p. 790, Van den Berg 2017, p. 256 en Moulen Janssen 2018a, p. 1003.

80 Eveneens Tollenaar 2016, p. 85 en Wessels & Madaus 2017, p. 71. Zo ook Van Gangelen & Gispens 2012, par. 3.16.3.

81 O.a. Tollenaar 2016, par. 3.2 en par. 3.5 en Tollenaar 2017a, par. 2.2. Vriesendorp acht daarentegen een akkoordprocedure in het belang van de schuldenaar, zie Vriesendorp 2014, p. 99.

82 Zie par. 3.3.1.

theory. Het perspectief van de Richtlijn past binnen de discussie die in Nederland plaatsvindt over de vraag of in faillissement belangen van schuldeisers moeten wijken voor algemeen maatschappelijke belangen.⁸³ De vraag is of schuldeisers de lasten moeten dragen van maatschappelijke doeleinden, zoals de continuïteit van de onderneming en behoud van werknemers. Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat de curator naast de belangen van de gezamenlijke schuldeisers, onder omstandigheden ook rekening moet houden met maatschappelijke belangen, zoals de werkgelegenheid en de continuïteit van de onderneming.⁸⁴ De Hoge Raad heeft zich echter nooit uitgelaten over de vraag of maatschappelijke belangen kunnen prevaleren boven de belangen van de gezamenlijke schuldeisers. Bij een akkoord onder de WHOA zal het doorgaans in het belang van de gezamenlijke schuldeisers zijn dat de levensvatbare onderneming wordt gecontinueerd binnen dezelfde juridische entiteit, wanneer dit een hogere opbrengst genereert dan de verkoop van de onderneming aan een derde. De continuïteit van de onderneming is dan het gevolg van een akkoord onder de WHOA, maar mijns inziens niet het doel ervan.⁸⁵

Overigens laat het bestaan van een dwangakkoordprocedure zoals de WHOA onverlet dat andere manieren van herstructurering (buiten faillissement) zonder behoud van de juridische entiteit, zoals verkoop van de onderneming aan een derde (*going concern sale*), verkoop van losse activa, juridische splitsing of fusie, gewoon blijven openstaan en vennootschappen hier gebruik van mogen maken. Dit onderzoek richt zich enkel op herstructurering binnen dezelfde juridische entiteit.⁸⁶ Aan deze mogelijkheden ga ik daarom verder voorbij.

Waardemaximalisatie en het vennootschappelijk belang

Dat een akkoord is gericht op waardemaximalisatie voor de gezamenlijke schuldeisers is grotendeels in lijn met het vennootschappelijk belang, het richtsnoer voor het bestuur en de raad van commissarissen. De Hoge Raad oordeelde in *Cancun* dat het belang van de vennootschap, althans wanneer er een onderneming is, doorgaans te definiëren is als het bevorderen van het bestendig succes van de onderneming.⁸⁷ Alle *stakeholders* hebben in principe baat bij de continuïteit van de onderneming. In het bijzonder hebben schuldeisers baat bij de continuïteit, aangezien de onderneming meer waard is onder het akkoord dan in faillissement en schuldeisers in beginsel

83 Zie voor een mooi overzicht van de literatuur en rechtspraak hierover: Van Zanten 2012, par. 2.5. Zie Van Hees 2015, die verschillende situaties beschrijft waarin de curator het maatschappelijk belang soms moet laten prevaleren. Zie Tollenaar 2016, p. 13, voetnoot 3 met meer literatuurverwijzingen.

84 O.a. HR 24 februari 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1643, *NJ* 1996/472 (*Sigmacon II*), HR 19 april 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2047, *NJ* 1996/727 (*Maclou*) en HR 19 december 2003, ECLI:NL:HR:2003:AN7817, *NJ* 2004/293 (*Curator Mobell/Interplan*).

85 Eveneens Tollenaar 2016, p. 85.

86 Zie Koster 2014 over juridische fusie of splitsing in het kader van een akkoord.

87 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*). Zie verder over het vennootschappelijk belang par. 2.7.1.1.

een hogere uitkering kunnen verwachten onder een akkoord dan in faillissement. Pas wanneer de continuering van de onderneming niet langer haalbaar is, is het vennootschappelijk belang niet meer te duiden als het streven naar continuïteit. Het bestuur dient dan naar de korte termijn te kijken – het voldoen van lopende verplichtingen – en de belangen van de schuldeisers prevaleren.⁸⁸

Wanneer een akkoord onder de WHOA wordt aangeboden, staat de continuïteit van de levensvatbare onderneming nog steeds voorop. De belangen van de schuldeisers vallen dan in de regel samen met het vennootschappelijk belang: de schuldeisers hebben zoals hiervoor vermeld belang bij de continuïteit van de levensvatbare onderneming binnen dezelfde juridische entiteit.

Inhoud van een dwangakkoord

De inhoud van een dwangakkoord hangt nauw samen met het doel van de WHOA. Het doel is het versterken van het reorganiserend vermogen van een levensvatbare onderneming met een te zware *schuldenlast*. De inhoud van een dwangakkoord ziet derhalve op de herstructurering van die schulden (financiële herstructurering). Het betreft niet de herstructurering van schulden in de letterlijke zin van het woord. Het is namelijk ook mogelijk dat een akkoord het aandelenkapitaal wijzigt en aandelen kwalificeren niet als schuld.⁸⁹ Een akkoord kan kortom de gehele kapitaalstructuur van een vennootschap wijzigen. Toekomstige verplichtingen uit lopende overeenkomsten kunnen tevens worden gewijzigd.⁹⁰

De akkoordprocedure onderstreept de focus op een financiële herstructurering ook doordat de economische werkelijkheid steeds voorop staat in de regeling. Zo kan een akkoord alleen voor homologatie door de rechter in aanmerking komen indien de lasten en de waarde die uit de herstructurering voortvloeit (de reorganisatiewaarde) eerlijk zijn verdeeld onder de schuldeisers en de aandeelhouders.⁹¹ Ook mag de aanbieder van een akkoord bij een scheiding tussen de juridische gerechtigdheid en de economische gerechtigdheid tot een aandeel of een vorderingsrecht de economisch gerechtigde laten stemmen omdat deze het financiële risico draagt.⁹² Daarnaast is de *best interest test* een belangrijke voorwaarde voor homologatie van een akkoord; een aandeelhouder of een schuldeiser mag niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord.

⁸⁸ Assink/Slagter 2013, p. 947 en Timmerman 2016, par. 1.4.

⁸⁹ Zie par. 2.3.4.

⁹⁰ Overigens kan een wederpartij geen ipso facto clauses of opschortings- en ontbindingsrechten inroepen, zie art. 373 lid 3 Fw.

⁹¹ MvT WHOA, p. 5.

⁹² Art. 381 lid 4 en lid 5 Fw. Zie voorts par. 6.5.4.

6.5.2 Aanvang van de procedure

De vennootschap zelf of een door de rechtbank aangewezen herstructureringsdeskundige (zie par. 6.5.2.3 over de deskundige) mag een akkoord aanbieden op het moment dat het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan.⁹³ De aanbieder moet in zijn akkoord alle informatie opnemen die de stemgerechtigde schuldeisers en aandeelhouders nodig hebben om een geïnformeerd oordeel te kunnen vellen over het akkoord.⁹⁴ Aandeelhouders en schuldeisers zijn stemgerechtigd (en gebonden aan het akkoord) wanneer zij bij het akkoord zijn betrokken, dat wil zeggen wanneer het akkoord hun rechten wijzigt.⁹⁵ Het is, evenals bij de *scheme* en de Duitse akkoordprocedure, aan de aanbieder van het akkoord te bepalen of, en zo ja welke, aandeelhouders en schuldeisers hij wil betrekken. Hij mag bepaalde schuldeisers, zoals handelscrediteuren, of aandeelhouders buiten het akkoord laten indien hiervoor een redelijke grond bestaat dan wel indien klassen van schuldeisers of aandeelhouders met een gelijke of hogere rang daarmee (indirect) instemmen.⁹⁶ De rechten van de schuldeisers of de aandeelhouders die geen partij zijn bij het akkoord wijzigen niet en zij mogen derhalve niet stemmen over het akkoord. Bij een wijziging van rechten van schuldeisers kan worden gedacht aan uitstel van betaling of gedeeltelijke kwijtschelding van een vordering. Een aandeelhouder is, evenals in Duitsland en Engeland, ook betrokken als zijn rechten meer indirect wijzigen, bijvoorbeeld wanneer zijn aandelenbelang verwatert. In de paragrafen 6.5.11.1-6.5.11.3 zet ik verder uiteen wanneer rechten van aandeelhouders wijzigen onder een akkoord.

Openbare of besloten akkoordprocedure

De WHOA schrijft voor dat de aanbieder van een akkoord moet kiezen tussen een openbare of een besloten akkoordprocedure.⁹⁷ Een openbare akkoordprocedure is, zoals de naam doet vermoeden, publiekelijk kenbaar. Nederland zal deze aanmelden voor opname in bijlage A van de Insolventieverordening waardoor de openbare akkoordprocedure automatische erkenning geniet in andere EU-lidstaten.⁹⁸ Een besloten akkoordprocedure vindt daarentegen in stilte plaats en de behandeling van alle verzoeken aan de rechtbank vindt plaats in raadkamer. Een dergelijke procedure valt niet onder de Insolventieverordening. Het is aan de aanbieder⁹⁹ te bekijken welke procedure past bij de vennootschap en de meeste kans van slagen heeft.

⁹³ Art. 370 lid 1 Fw en art. 371 lid 3 Fw.

⁹⁴ Art. 375 Fw.

⁹⁵ Art. 381 lid 3 Fw.

⁹⁶ MvT WHOA, p. 11.

⁹⁷ Art. 369 lid 6 Fw en MvT WHOA, p. 6.

⁹⁸ MvT WHOA, p. 6.

⁹⁹ Het bestuur of degene die verzoekt om de aanwijzing van een herstructureringsdeskundige als aanbieder (art. 371 lid 2 Fw).

Doorgaans geniet een besloten akkoordprocedure bij zuiver Nederlandse vennootschappen – dat wil zeggen vennootschappen zonder grensoverschrijdende aspecten, zoals activa in andere EU-lidstaten – de voorkeur. Het ontbreken van publiciteit draagt bij aan het bewaren van de rust en het voorkomen van waardeverlies van de onderneming/activa. Openbaarheid is juist een van de redenen dat een surseance wordt gezien als het voorportaal van faillissement.¹⁰⁰

De komende paragrafen gaan dieper in op de aanvang van een akkoordprocedure, waaronder de mate van financiële nood waarin een vennootschap zich moet bevinden om gebruik te mogen maken van de akkoordprocedure en onder welke voorwaarden de vennootschap of een herstructureringsdeskundige een akkoord mag aanbieden en ter stemming mag voorleggen aan de betrokken partijen.

6.5.2.1 Insolventiecriterium

De rechtvaardiging voor het onder dwang ingrijpen in rechten van aandeelhouders (en schuldeisers) is in grote mate afhankelijk van de mate van financiële nood waarin de vennootschap zich bevindt. De Nederlandse wetgever heeft mijns inziens terecht gekozen voor een strikter criterium dan is opgenomen in de Richtlijn. De Richtlijn vereist een ‘dreigende insolventie’ en laat de invulling aan de lidstaten over.¹⁰¹ De WHOA hanteert vrijwel hetzelfde insolventiecriterium voor opening van de procedure als bij de verlening van surseance van betaling en de uitkeringstest bij een dividenduitkering,¹⁰² te weten dat de vennootschap in de toestand verkeert waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan (en uiteindelijk een faillissement zal volgen).¹⁰³

Aangezien een vergelijkbaar criterium onder de WHOA wordt gebruikt als voor opening van een surseance, bestaat het risico dat het bestuur vanwege de eerder besproken nadelen die kleven aan de huidige surseance praktijk,¹⁰⁴ te laat de akkoordprocedure zal aanwenden. Dit risico is mijns inziens gering omdat in tegenstelling tot de surseance de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, geheel beheers- en beschikkingsbevoegd blijft en de akkoordprocedure, met uitzondering van een openbare akkoordprocedure, in stilte plaatsvindt. Bovendien is het bestuur niet exclusief bevoegd een akkoord aan te bieden waardoor voor het bestuur een prikkel bestaat tijdig een akkoord aan te bieden. Dit komt in de volgende paragrafen verder aan bod.

¹⁰⁰ Zie par. 6.4.

¹⁰¹ Zie par. 3.3.4.1.

¹⁰² Respectievelijk art. 214 lid 1 Fw en art. 2:216 lid 2 BW. Deze wetsartikelen omvatten overigens een subjectief insolventiecriterium in tegenstelling tot het objectieve criterium uit de WHOA, te weten dat het bestuur voorziet dat de vennootschap haar schulden niet meer kan voldoen.

¹⁰³ Art. 370 lid 1 Fw en art. 371 lid 3 Fw.

¹⁰⁴ Par. 6.4.

De rechter toetst in de beginfase van de procedure niet of voldaan is aan het insolventie criterium. Het bestuur van de vennootschap mag dit wel aan de rechter voorleggen: het verzoekt dan een tussentijdse beslissing over een geschil, voorafgaand aan de homologatiezitting (zie par. 6.5.2.5).¹⁰⁵ Dit zal zich echter niet vaak voordoen. Wellicht kan het bestuur een vroegtijdige toets inzetten in de onderhandelingen over het akkoord, om de schuldeisers en de aandeelhouders te overtuigen dat er echt sprake is van een financieel zeer slechte situatie en een akkoord nodig is. Het lijkt mij niettemin dat het bestuur dit reeds voldoende aannemelijk kan maken met de financiële gegevens en toelichting die het moet verstrekken.¹⁰⁶

Indien niet is verzocht om een vroegtijdige beslissing toetst de rechtbank het insolventie criterium pas aan het einde van de akkoordprocedure bij de homologatiebeslissing.¹⁰⁷ In de tweede consultatieversie van de WHOA werd nog bepaald dat de rechtbank het insolventie criterium alleen toetst bij de homologatiebeslissing wanneer een schuldeiser of een aandeelhouder hier een beroep op doet.¹⁰⁸ Het is mijns inziens terecht dat de rechtbank thans het insolventie criterium ambtshalve moet toetsen. Het insolventie criterium vormt namelijk in belangrijke mate de rechtvaardiging voor het ingrijpen in rechten van aandeelhouders (en schuldeisers). Zie hierover ook paragraaf 3.4.2. Wanneer overigens een herstructureringsdeskundige een akkoord aanbiedt, vindt de toetsing van het insolventie criterium wel plaats in de beginfase van de procedure, te weten op het moment dat de rechtbank beslist over de aanstelling van de deskundige.¹⁰⁹ Indien nodig kan de rechtbank een deskundige benoemen om te onderzoeken of inderdaad is voldaan aan het insolventie criterium.¹¹⁰

6.5.2.2 Bestuur als aanbieder

In beginsel ligt het initiatief tot het aanbieden van het akkoord bij de vennootschap zelf, oftewel bij het bestuur als vertegenwoordiger van de vennootschap.¹¹¹ Het dwangakkoord is een uiterst redmiddel.¹¹² Dit betekent dat het bestuur al in een eerdere fase moet kijken hoe de vennootschap haar financiële problemen het hoofd kan bieden en of minnelijk een akkoord te bereiken is. Dit volgt niet uit de WHOA en is ook geen ontvankelijkheidsvereiste voor de akkoordprocedure, maar valt onder een behoorlijke taakvervulling in de zin van artikel 2:9 BW. Het bestuur van de

105 Art. 378 lid 1 sub f Fw jo. art. 384 lid 2 sub a Fw.

106 Ex art. 375 Fw.

107 Art. 384 lid 2 sub a Fw.

108 Art. 381 lid 3 tweede consultatieversie WHOA.

109 Art. 371 lid 3 Fw en MvT WHOA, p. 40.

110 Art. 371 lid 4 Fw.

111 Art. 370 lid 1 Fw. Teneinde de vrees weg te nemen dat bij het niet slagen van een dwangakkoord door het bestuur verrichte rechtshandelingen die noodzakelijk zijn om de onderneming voort te zetten, worden vernietigd, biedt de WHOA hier bescherming voor (art. 42a Fw).

112 MvT WHOA, p. 2.

vennootschap moet immers de vennootschap actief besturen en zich daarbij richten naar het vennootschappelijk belang. Er is overigens geen verplichting voor het bestuur een akkoord aan te bieden, evenmin als er een verplichting bestaat het faillissement van de vennootschap aan te vragen. Het bestuur mag ook andere herstructureringsmethoden aanwenden. Ook is het goed denkbaar dat het bestaan van de WHOA reeds voldoende is om schuldeisers en aandeelhouders in een eerder stadium te bewegen mee te werken aan een minnelijke herstructurering. De onderhandelingen vinden plaats ‘in the shadow of the law’.

Dat het initiatief tot een dwangakkoord bij het bestuur ligt, is logisch. Het bestuur bepaalt immers ook het beleid en de strategie van de vennootschap. Hieronder zet ik uiteen of het bestuur een akkoord zelfstandig mag aanbieden of dat daarvoor de goedkeuring van andere (vennootschaps)organen is vereist.

Algemene vergadering

De WHOA bepaalt expliciet dat de goedkeuring niet is vereist van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.¹¹³ Statutaire of contractuele regels die anderszins bepalen, zijn niet van toepassing bij de aanbidding van het akkoord. Dit is gerechtvaardigd, omdat wanneer het akkoord rechten van aandeelhouders wijzigt, aandeelhouders hun stem mogen uitbrengen over het akkoord en de rechtbank een akkoord homologeert.

Raad van commissarissen

De WHOA zwijgt, evenals de Richtlijn, over een statutair goedkeuringsrecht van de raad van commissarissen.¹¹⁴ De raad van commissarissen wordt in zijn geheel niet genoemd. Indien de vennootschap een raad van commissarissen heeft, houdt deze toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken binnen de vennootschap.¹¹⁵ Een statutair goedkeuringsrecht ten aanzien van het bestuursbesluit inzake het aanbieden van een dwangakkoord zou mijns inziens vanwege die bevoegdheidsverdeling tussen de organen ook bij een akkoordprocedure moeten gelden.¹¹⁶ Het bestuur blijft immers besturen en de raad van commissarissen houdt daarop toezicht. Sowieso moet het bestuur in het kader van *good governance* goed overleg plegen met de raad van commissarissen wanneer de vennootschap in ernstige financiële problemen zit en moet de raad van commissarissen actief informatie inwinnen bij het bestuur.¹¹⁷

113 Art. 370 lid 5 Fw. Zie verder par. 6.5.11.4.

114 Bij een *one-tier board* hebben de niet-uitvoerende bestuurders de facto een goedkeuringsrecht wanneer de statuten bepalen dat bij bepaalde bestuursbesluiten een meerderheid van de niet-uitvoerende bestuurders voor moet hebben gestemd, zie Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/438.

115 Art. 2:250 lid 2 BW.

116 Eveneens Tollenaar 2017a, p. 47. Vgl. het goedkeuringsrecht van de RvC van een structuurvennootschap ex. art. 2:274 lid 1 BW.

117 Zie o.a. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/284 en 378.

Ondernemingsraad

De memorie van toelichting bij de WHOA noemt wel de ondernemingsraad.¹¹⁸ Hoewel het wijzigen van rechten van werknemers die voortvloeien uit arbeidsovereenkomsten niet mogelijk is onder de akkoordprocedure,¹¹⁹ betekent dit niet dat de ondernemingsraad geen rol speelt. Een herstructurering van schulden kan deel uitmaken van een breder reorganisatietraject.¹²⁰ Mocht in dat kader een besluit ex artikel 25 WOR nodig zijn, dan moet de ondernemingsraad tijdig in staat worden gesteld haar advies uit te brengen.¹²¹ Een ontbrekend of negatief advies van de ondernemingsraad levert mijns inziens geen grond op voor een afwijzing van het homologatieverzoek omdat werknemers niet betrokken zijn bij een akkoordprocedure.¹²² De procedure uit de WOR dient te worden gevolgd.¹²³ Zonder verder in te gaan op mogelijke adviesplichtige besluiten uit de WOR, merk ik nog op dat het enkele feit dat het bestuur een akkoord aanbiedt niet leidt tot een adviesplicht van de ondernemingsraad. Voor het *aanvragen* van een surseance heeft de Hoge Raad geoordeeld dat geen adviesplicht bestaat voor de ondernemingsraad omdat geen sprake is van een wijziging van de organisatie of een wijziging van de verdeling van de bevoegdheden binnen de onderneming.¹²⁴ Het bestuur blijft bevoegd te besturen. Dit is eveneens het geval bij een akkoordprocedure. Het aanbieden van een akkoord leidt niet tot een wijziging van de organisatie of de bevoegdheidsverdeling. Het bestuur blijft beheers- en beschikkingsbevoegd gedurende de akkoordprocedure.¹²⁵

Deponering verklaring

Het bestuur van de vennootschap deponeert, zodra het start met de voorbereiding van een akkoord, een verklaring ter griffie van de rechtbank.¹²⁶ De start van voorbereiding behelst niet zozeer een concreet tijdstip of activiteit. De memorie van toelichting bij de WHOA geeft aan dat in ieder geval één jaar na deponering de

118 MvT WHOA, p. 12-13.

119 Art. 369 lid 4 Fw.

120 MvT WHOA, p. 13.

121 Art. 25 lid 2 WOR.

122 Zie ook de reactie van INSOLAD op de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 6 en de reactie van de NOvA op de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 5. De enige mogelijkheid tot afwijzing van het verzoek tot homologatie zou eventueel art. 384 lid 2 sub i Fw zijn (andere redenen die zich tegen de homologatie van het akkoord verzetten). De MvT bij de tweede consultatieversie van de WHOA suggereerde de link tussen het adviesrecht van de ondernemingsraad en het weigeren van de homologatie van het akkoord. Dit staat thans niet in de MvT bij de WHOA.

123 Josephus Jitta acht het wenselijk dat indien een advies ontbreekt of er een negatief advies is, de termijnen uit de WOR verkort kunnen worden dan wel het mogelijk is dat het bestuur de OK verzoekt te oordelen over een negatief/ontbrekend advies van de ondernemingsraad, zie Josephus Jitta 2017, p. 167. Zie ook HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:982, *JOR* 2017/248 (*DA Retailgroep*), r.o. 3.3.5 over het wijzigen van termijnen.

124 Zie HR 6 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2177, *JOR* 2001/146 en art. 25 lid 1 sub e WOR.

125 Zie hierna par. 6.5.2.4.

126 Art. 370 lid 3 Fw.

verklaring wordt vernietigd en dus een voorbereidingstraject maximaal een jaar duurt.¹²⁷ De gedachte achter het deponeren van de verklaring is dat vanaf dat moment het bestuur al bij de rechtbank terecht kan met verzoeken tot het treffen van voorzieningen die helpen bij de totstandbrenging van een akkoord.¹²⁸ Het deponeren van de verklaring is aldus een hulpmiddel voor het bestuur. Zo mag het bestuur vanaf de deponering verzoeken om een afkoelingsperiode (inclusief de schorsing van de behandeling van een faillissementsaanvraag) en verzoeken om het treffen van voorzieningen of het maken van ‘zodanige bepalingen’ ter beveiliging van de belangen van de schuldeisers of de aandeelhouders.¹²⁹ Hoewel de WHOA dit niet met zoveel woorden zegt, zal mijns inziens bij al deze beslissingen de rechtbank (summierlijk) toetsen of aan het insolventiecriterium is voldaan. De WHOA zelf spreekt immers steeds over een toewijzing van de verzoeken indien het in het belang is van de gezamenlijke schuldeisers of ter beveiliging van de belangen van de schuldeisers of de aandeelhouders. Een dergelijke belangenafweging kan in feite niet zonder de financiële situatie van de vennootschap te toetsen.

Overigens mag het bestuur geen akkoord aanbieden indien de vennootschap in de drie jaar daaraan voorafgaand een akkoord heeft aangeboden dat door alle klassen is verworpen dan wel niet is gehomologeerd.¹³⁰ Dit laat onverlet de mogelijkheid dat een herstructureringsdeskundige dan een akkoord aanbiedt.

6.5.2.3 Herstructureringsdeskundige als aanbieder

Het kan zo zijn dat het bestuur niet bereid is een akkoord aan te bieden, bijvoorbeeld omdat het bestuur weet dat de (belangrijke) schuldeisers van de vennootschap enkel instemmen met een herstructurering wanneer sprake is van een *change of control*, oftewel de vervanging van de huidige bestuurders of commissarissen.¹³¹ Hoewel het ontslag van bestuurders niet valt onder de inhoud van een akkoord,¹³² is het wel mogelijk dat ontslag na de homologatie van het akkoord alsnog plaatsvindt doordat (belangrijke) schuldeisers aandelen hebben verkregen en de samenstelling van de algemene vergadering drastisch is veranderd. Voorts kan het zijn, met name bij kleine vennootschappen, dat het bestuur tevens aandelen houdt. Het bestuur kan dan geneigd zijn – hoewel het bestuur, en ook een aandeelhouder met ‘macht’, zich

127 MvT WHOA, p. 37.

128 MvT WHOA, p. 36.

129 Art. 376 Fw en art. 379 Fw. Zie hierna par. 6.5.2.6.

130 Art. 369 lid 5 Fw.

131 Dit was bijv. in de VS het geval bij de bekende gitarenbouwer Gibson Brands Inc. Obligatiehouders wilden het ontslag van de bestuurder tevens grootaandeelhouder alvorens zij wilden herfinancieren en daarmee de vennootschap te behoeden van een faillissement. De bestuurder weigerde echter op te stappen. Zie FD 1 mei 2018, ‘Gitarenbouwer Gibson vraagt faillissementsbescherming aan’.

132 Zie par. 6.5.11.4 onder e.

moeten richten naar het vennootschappelijk belang¹³³ – geen akkoord aan te bieden indien bijvoorbeeld intrekking van aandelen noodzakelijk is om de schuldeisers te laten instemmen.¹³⁴ Teneinde te voorkomen dat het bestuur om dit soort redenen een akkoord niet aanbiedt dan wel een minder gunstig akkoord voor schuldeisers, biedt de WHOA de mogelijkheid dat de rechtbank kan worden verzocht een externe onafhankelijke herstructureringsdeskundige aan te wijzen die een akkoord kan aanbieden.¹³⁵ Wie de herstructureringsdeskundige is, bepaalt de WHOA niet. Hij moet zijn taak doeltreffend, onpartijdig en onafhankelijk uitvoeren.¹³⁶

Verzoek tot aanstelling deskundige

De WHOA is uniek met een onafhankelijke deskundige als aanbieder. De Duitse en Engelse preventieve herstructureringsprocedures kennen dit fenomeen niet. Een onafhankelijke herstructureringsdeskundige als aanbieder van een akkoord is mijns inziens een goede oplossing voor de problemen die bijvoorbeeld schuldeisers bij het aanbieden van een akkoord ondervinden, zoals een informatieachterstand. Een schuldeiser, een aandeelhouder, een wettelijk verplicht ingestelde ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging, maar ook de vennootschap zelf, kan onder de WHOA de rechtbank verzoeken om de aanstelling van een deskundige.¹³⁷ In de eerdere consultatieversies kon alleen een schuldeiser dat. De uitbreiding van de kring van verzoekers is mijns inziens zinnig (en sluit aan bij de Richtlijn). Het bestuur van een vennootschap kan bijvoorbeeld vanwege ruzie met of tussen schuldeisers of aandeelhouders de kans hoger inschatten dat een akkoord tot stand komt wanneer een onafhankelijke derde deze aanbiedt. Daarnaast bestaat geen verschil tussen een aandeelhouder en een schuldeiser als verzoeker wanneer het de deskundige is die onafhankelijk een akkoord opstelt. Een aandeelhouder heeft doorgaans weet van de financiële situatie van de vennootschap en is niet per definitie tegen een herstructurering.¹³⁸ Overigens zijn de kosten een mogelijk nadeel voor een schuldeiser of een aandeelhouder die om de aanwijzing van een deskundige verzoekt. Zo moet de verzoeker zich bij zijn verzoek laten bijstaan door een advocaat en griffierechten betalen.¹³⁹

133 Zie par. 2.7.1.2.

134 Zie verder par. 3.3.2 over micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.

135 Art. 371 lid 1 Fw. Overigens kan het bestuur onder druk worden gezet om een akkoord aan te bieden wanneer aandelen zijn verpand en de pandhouder dreigt met uitoefening van haar stemrecht (art. 2:198 lid 3 BW) en daarmee dreigt met ontslag van de bestuurder(s). In par. 3.3.4.2 heb ik uiteengezet dat deze bepaling aansluit bij de Richtlijn.

136 Art. 371 lid 6 Fw. De MvT bij de WHOA spreekt over iemand die beschikt over financiële kennis, kennis van het insolventierecht en ervaring met herstructurerings, MvT WHOA, p. 42.

137 Art. 371 lid 1 Fw. Procesvertegenwoordiging is hierbij verplicht (art. 5 lid 1 Fw).

138 Zie Moulen Janssen 2018, p. 258.

139 Onder de WHOA wordt art. 19a in de Wet griffierechten burgerlijke zaken ingevoegd.

De rechtbank wijst het verzoek tot aanwijzing van de deskundige toe wanneer voldaan is aan het hiervoor besproken insolventiecriteria, tenzij summierlijk blijkt dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers hiermee niet zijn gediend.¹⁴⁰ Een herstructureringsdeskundige kan ook worden verzocht en aangewezen wanneer het bestuur al met de voorbereiding van een akkoord is gestart. De rechtbank zal dan moeten oordelen of de aanwijzing van de herstructureringsdeskundige een meerwaarde voor de gezamenlijke schuldeisers oplevert.¹⁴¹ De aanstelling zal immers mogelijk meer kosten en vertraging van het akkoordtraject opleveren.¹⁴² De rechtbank wijst een verzoek tot aanwijzing van een deskundige in ieder geval toe wanneer het verzoek is ingediend door de vennootschap zelf of door de meerderheid van de schuldeisers wordt gesteund.¹⁴³

De tweede consultatieversie van de WHOA vereiste nog dat een schuldeiser het bestuur eerst schriftelijk moest verzoeken tot het aanbieden van een akkoord.¹⁴⁴ Het bestuur moest vervolgens binnen een week reageren of zij dit wel of niet voornemens was te doen en indien zij dit wel voornemens was te doen moest het binnen een maand een akkoord aanbieden. Dit vereiste spreekt mij aan. Het is mijns inziens ongelukkig dat het vereiste niet in de WHOA is opgenomen.¹⁴⁵ Juist vanwege het feit dat het bestuur het beste op de hoogte is van de financiële situatie, het bestuur nog steeds *in control* is, een akkoord vergaande gevolgen kan hebben en de vennootschap in beginsel de kosten die een herstructureringsdeskundige met zich brengt draagt,¹⁴⁶ moet het initiatief tot het aanbieden van een akkoord bij het bestuur liggen.¹⁴⁷ Laat het bestuur na een akkoord aan te bieden, ook na een verzoek daartoe, dan moet uiteraard de mogelijkheid bestaan dat een ander dan het bestuur een akkoord kan aanbieden.

Het gaat erom dat het bestuur de juiste prikkels krijgt tijdig een goed akkoord aan te bieden. Dat kan op verschillende manieren. De Verenigde Staten kennen bijvoorbeeld de (bekritiseerde) exclusiviteitsperiode:¹⁴⁸ gedurende 120 tot maximaal 180 dagen is enkel het bestuur bevoegd een akkoord aan te bieden. De mogelijkheid die

140 Art. 371 lid 3 Fw. De rechtbank kan een deskundige benoemen om te onderzoeken of is voldaan aan het insolventiecriteria, zie art. 371 lid 4 Fw. Onder gezamenlijke schuldeisers vallen mijns inziens ook *in the money* aandeelhouders, zie ook Tollenaar 2019, p. 219.

141 De aanstelling van een herstructureringsdeskundige kan de vrees voor misbruik verminderen.

142 MvT WHOA, p. 41.

143 Art. 371 lid 3 laatste zin Fw.

144 Art. 371 tweede consultatieversie WHOA. Vgl. art. 2:349 lid 1 BW.

145 Ik onderken dat in de praktijk een schuldeiser of een aandeelhouder waarschijnlijk het bestuur zal verzoeken een akkoord aan te bieden.

146 De kosten van de deskundige komen in beginsel voor rekening van de vennootschap, voor zover niets anders is afgesproken, zie art. 371 lid 10 Fw.

147 Zoals ook bij een surseance van betaling, zie art. 214 Fw.

148 Art. 1121(d)(2)(A) US Bankruptcy Code. Zie uitgebreid Tollenaar 2016, par. 6.16.3 met bezwaren ten aanzien van een exclusiviteitsperiode en verdere verwijzingen.

de tweede consultatieversie van de WHOA bevatte, was een elegante manier om ervoor te zorgen dat het bestuur in de gelegenheid wordt gesteld tijdig een akkoord aan te bieden. De huidige mogelijkheid stimuleert het bestuur tevens tijdig een akkoord aan te bieden, doch het bestuur kan direct worden gepasseerd. De rechtbank moet wel het bestuur (en de verzoeker) horen alvorens zij beslist over de aanwijzing van de herstructureringsdeskundige.¹⁴⁹

Semi-exclusieve bevoegdheid

De herstructureringsdeskundige, indien aangewezen, is in beginsel met uitsluiting van (het bestuur van) de vennootschap bevoegd een akkoord aan te bieden.¹⁵⁰ De vennootschap mag de herstructureringsdeskundige wel een akkoord overhandigen met het verzoek dit ter stemming voor te leggen.¹⁵¹ Wanneer het niet lukt tot één akkoord te komen tussen de vennootschap en de deskundige, kunnen beide akkoorden ter stemming worden voorgelegd. Een dergelijke samenloop van akkoorden is minder problematisch dan een samenloop van akkoorden van schuldeisers of aandeelhouders, omdat een onafhankelijke derde (de herstructureringsdeskundige) een evenwichtiger akkoord kan aanbieden, in tegenstelling tot individuele schuldeisers of aandeelhouders die hun eigen belangen (kunnen) nastreven.¹⁵² Duitsland hanteert een vergelijkbare benadering: naast het bestuur kan ook een *Insolvenzverwalter* of een *Sachwalter* een akkoord aanbieden, al dan niet na verzoek hierom van de schuldeiserscommissie.¹⁵³

Onder de WHOA mag de deskundige zelf vervolgens bepalen welk akkoord ter homologatie wordt voorgelegd.¹⁵⁴ Dit voorkomt dat parallelle akkoordtrajecten aanhangig kunnen zijn.

De herstructureringsdeskundige moet de volledige bedrijfsadministratie kunnen inzien zodat hij een akkoord kan aanbieden.¹⁵⁵ Ook dient het bestuur (en ook aandeelhouders, werknemers en de eventuele raad van commissarissen) de deskundige gevraagd en ongevraagd van informatie te voorzien.¹⁵⁶ Het ligt voor de hand dat het

149 Art. 371 lid 5 Fw.

150 Art. 371 lid 1 Fw.

151 Art. 371 lid 1 laatste volzin Fw. Hierdoor sluit de bepaling uit de WHOA aan bij de Richtlijn (art. 9), waarin is bepaald dat de vennootschap altijd bevoegd is een akkoord aan te bieden.

152 Van Gangelen & Gispén (2012, par. 3.16.2) wijzen erop dat het toekennen van de bevoegdheid tot het aanbieden van een akkoord aan een insolventiefunctionaris (curator of bewindvoerder), de onafhankelijkheid van de functionaris in het geding brengt.

153 Zie par. 5.4.2.4. Een samenloop van akkoorden ligt in Engeland minder voor de hand, zie hiervoor.

154 *Kamerstukken II* 2019/20, 35 249, nr. 7, p. 3.

155 Art. 371 lid 7 Fw.

156 Art. 371 lid 8 Fw.

bestuur in ieder geval eerder geneigd is informatie te verschaffen aan een herstructureringsdeskundige dan aan een aandeelhouder of een schuldeiser die een akkoord zou mogen aanbieden, ook omdat de deskundige de verkregen informatie niet met derden mag delen.¹⁵⁷

6.5.2.4 Debtor in possession

Het uitgangspunt van de akkoordprocedure is dat het bestuur *in control* blijft. Het is een zogenoemde *debtor in possession* procedure.¹⁵⁸ De vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, verliest op geen enkel moment het beheer en de beschikking over het vermogen van de vennootschap, ook niet wanneer een herstructureringsdeskundige als aanbieder is benoemd.¹⁵⁹ In het laatste geval is een vergelijking te trekken met de beoogd curator bij een pre-pack procedure.¹⁶⁰ In een dergelijke procedure behoudt de vennootschap de beheers- en beschikkingsbevoegdheid, maar moet het bestuur gevraagd en ongevraagd informatie verstrekken aan de beoogd curator. De Richtlijn gaat ook uit van een *debtor in possession* procedure, hoewel het lidstaten toestaat in hun wetgeving op te nemen dat het bestuur gedeeltelijk de controle verliest ten gunste van een deskundige.¹⁶¹

De WHOA bevat, naast de mogelijkheid een deskundige als aanbieder van het akkoord te benoemen, ook de mogelijkheid tot het aanstellen van een observator wanneer de vennootschap zelf een akkoord voorbereidt.¹⁶² Dit is mogelijk in het kader van vroegtijdige beslissingen en maatwerkbepalingen ter beveiliging van de belangen van schuldeisers of aandeelhouders.¹⁶³ Deze observator houdt toezicht op de totstandkoming van een akkoord en heeft daarbij oog voor de belangen van de gezamenlijke schuldeisers.¹⁶⁴ Ook bij de aanstelling van een dergelijke observator blijft het bestuur van de vennootschap de controle behouden. De volgende paragrafen gaan verder in op vroegtijdige beslissingen en maatwerkbepalingen.

157 Art. 371 lid 9 Fw.

158 Tollenaar 2017a, p. 55.

159 MvT WHOA, p. 27. Dit is mijns inziens terecht aangezien een gedeeltelijk verlies van controle het bestuur juist afschrikt tijdig een akkoord aan te bieden. In Duitsland moet het bestuur daarentegen de rechter verzoeken om beheers- en beschikkingsbevoegd te blijven, zie par. 5.4.2.2.

160 Zie over de pre-pack het wetsvoorstel continuïteit ondernemingen I (*Kamerstukken I* 2015/16, 34 218, A).

161 Art. 5 Richtlijn. Zie voorts par. 3.3.4.4.

162 Vgl. de *nominee* bij de Engelse *cva*, zie par. 4.5.1.

163 Art. 378 lid 6 Fw en art. 379 Fw jo. art. 380 Fw.

164 Art. 380 lid 1 laatste volzin Fw.

6.5.2.5 Vroegtijdige beslissingen tijdens de onderhandelingen over een akkoord

Het uitgangspunt van de gehele akkoordprocedure is zo min mogelijk rechterlijke betrokkenheid en sowieso zo min mogelijk voorafgaand aan de homologatiezitting. Dit is in lijn met de Richtlijn. Naast de schorsing van de behandeling van de faillissementsaanvraag en het verzoeken van een afkoelingsperiode kan de aanbieder van een akkoord de rechter verzoeken zich in een vroeg stadium, dat wil zeggen voordat het akkoord ter stemming is voorgelegd, te uiten over aspecten die van belang zijn in het kader van de totstandkoming van een akkoord.¹⁶⁵ De wettekst zelf bevat een aantal niet limitatieve voorbeelden, zoals de klassenindeling. Het gaat om geschilpunten of onzekerheden die volgens de memorie van toelichting samen te vatten zijn in de hoofdvraag of het akkoord voor homologatie in aanmerking zou komen of zal stranden op een van de afwijzingsgronden voor homologatie.¹⁶⁶ Zou de mogelijkheid van een vroegtijdige beslissing niet bestaan, dan kan de rechter genooddaakt zijn het verzoek tot homologatie van het akkoord af te wijzen. Er wordt dan ook van *deal certainty* gesproken door vroegtijdig een rechterlijke uitspraak te kunnen verkrijgen. In Engeland vindt standaard bij een *scheme* een vroegtijdige beoordeling van in ieder geval de klassenindeling plaats tijdens de eerste hoorzitting.¹⁶⁷ Het gaat dan primair om het wel of niet bijeenroepen van stemklassen en niet zozeer om andere geschillen of onduidelijkheden. Ook in Duitsland toetst de rechter in de beginfase van de procedure tijdens een zogenaamde *Vorprüfung* het akkoord.¹⁶⁸ Het is in mijn ogen juist dat in Nederland een vroegtijdige beslissing optioneel is opdat geen onnodige vertraging optreedt en de kosten van de procedure niet oplopen.

Een vroegtijdige beslissing is bindend voor alle schuldeisers en aandeelhouders die in de gelegenheid zijn gesteld om hun zienswijze te geven.¹⁶⁹ Schuldeisers en aandeelhouders van wie de belangen rechtstreeks worden geraakt door de beslissing van de rechtbank, mogen hun zienswijze geven.¹⁷⁰ De aanbieder van het akkoord die om een vroegtijdige beslissing verzoekt, zal dus moeten aangeven wie dat zijn.¹⁷¹ Gaat het om een waarderingsgeschil, dan zijn in principe alle aandeelhouders en schuldeisers betrokken. Ook bij andere geschillen valt mijns inziens een ruime uitleg te bepleiten omdat geen rechtsmiddel openstaat tegen de beslissing.¹⁷²

¹⁶⁵ Art. 378 lid 1 Fw. Procesvertegenwoordiging is hierbij verplicht (art. 5 lid 1 Fw).

¹⁶⁶ MvT WHOA, p. 57.

¹⁶⁷ Zie par. 4.3.2.

¹⁶⁸ §231 InsO. Zie verder par. 5.4.2.4.

¹⁶⁹ Art. 378 lid 9 Fw.

¹⁷⁰ Art. 378 lid 8 Fw.

¹⁷¹ Eveneens Tollenaar 2017a, p. 64.

¹⁷² Van Vugt 2017, p. 214.

Aandeelhouders of schuldeisers mogen niet zelf de rechtbank verzoeken om een vroegtijdige beslissing. Dit voorkomt dat dwarsliggende aandeelhouders of schuldeisers de procedure onnodig vertragen.¹⁷³ Een aandeelhouder of een schuldeiser kan eventuele geschillen tijdig kenbaar maken aan de aanbieder van het akkoord en de aanbieder kan vervolgens een vroegtijdige beslissing verzoeken. Een aandeelhouder of een schuldeiser wordt hiertoe ook gestimuleerd, aangezien hij alleen een beroep kan doen op afwijzingsgronden voor de homologatie van een akkoord wanneer hij binnen bekwame tijd nadat hij het mogelijke bestaan van een afwijzingsgrond heeft ontdekt of redelijkerwijs had moeten ontdekken, dit bij de aanbieder van het akkoord heeft gemeld.¹⁷⁴

6.5.2.6 Waarborgen van belangen van schuldeisers en aandeelhouders gedurende de akkoordprocedure

Aandeelhouders en schuldeisers kunnen de rechtbank verzoeken om de aanwijzing van een herstructureringsdeskundige, ook wanneer het bestuur reeds een akkoord voorbereidt.¹⁷⁵ Afgezien van deze mogelijkheid en een aantal momenten van hoor en wederhoor op het moment dat de rechter voorafgaand aan de homologatie van het akkoord bij de procedure wordt betrokken,¹⁷⁶ staan aandeelhouders en schuldeisers weinig middelen ter beschikking gedurende de akkoordprocedure om hun belangen te beschermen. Zo staan geen rechtsmiddelen open tegen de beslissing aangaande de schorsing van een faillissementsaanvraag, de afkoelingsperiode, de benoeming van een deskundige of vroegtijdige beslissingen.¹⁷⁷ Dit staat in schril contrast met de regelingen van dwangakkoorden tijdens surseance van betaling en faillissement. Daarenboven staat tegen de homologatie zelf – in tegenstelling tot Engeland en Duitsland – ook geen rechtsmiddel open, behalve cassatie in het belang der wet.¹⁷⁸ Voorts mogen alleen aandeelhouders en schuldeisers die tegen het akkoord hebben gestemd of ten onrechte buiten de stemming zijn gelaten, de rechtbank verzoeken het homologatieverzoek af te wijzen.¹⁷⁹

Gelet op het voorgaande, is het van belang dat ook gedurende de akkoordprocedure de belangen van aandeelhouders en schuldeisers voldoende (kunnen) worden gewaarborgd. De WHOA biedt de mogelijkheid dat de rechtbank, op verzoek

¹⁷³ Zie ook Tollenaar 2016, p. 246.

¹⁷⁴ Art. 383 lid 9 Fw.

¹⁷⁵ Zie par. 6.5.2.3.

¹⁷⁶ Bijv. in het kader van het verlenen van een afkoelingsperiode (art. 376 lid 11 Fw), in het kader van vroegtijdige beslissingen (art. 378 lid 8 Fw) of in het kader van het verzoeken om afwijzing van het verzoek tot homologatie (art. 384 lid 7 Fw).

¹⁷⁷ Art. 369 lid 10 Fw.

¹⁷⁸ Art. 369 lid 10 Fw en MvT WHOA, p. 17.

¹⁷⁹ Zie par. 6.5.6.

van de aanbieder of ambtshalve,¹⁸⁰ voorzieningen kan treffen dan wel ‘zodanige bepalingen’ kan maken ter bescherming van de belangen van schuldeisers of aandeelhouders.¹⁸¹ Wat betreft de mogelijkheid dat de rechtbank ‘zodanige bepalingen’ maakt, is aangesloten bij het reeds bestaande wetsartikel van de surseance hierover.¹⁸² De rechtbank kan wettelijke bepalingen opzijzetten die van toepassing zijn op de totstandkoming van een dwangakkoord of afstemmen op een specifieke situatie. Onder voorzieningen valt bijvoorbeeld het stellen van een bepaalde termijn waarbinnen de stemming over het akkoord moet plaatsvinden en het benoemen van een onafhankelijke deskundige die de gang van zaken monitort.¹⁸³ Tijdens de voorbereiding van een akkoord door het bestuur van de vennootschap is een specifieke voorziening mogelijk, te weten dat een zogenaamde observator wordt aangesteld die toezicht houdt op de voorbereiding. Hij heeft daarbij oog voor de belangen van de gezamenlijke schuldeisers.¹⁸⁴ Wanneer de observator merkt dat het bestuur geen akkoord tot stand kan brengen of dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers worden geschaad, stelt hij de rechtbank hiervan op de hoogte. De rechtbank kan in een dergelijk geval een herstructureringsdeskundige aanstellen die de voorbereiding van het akkoord van het bestuur overneemt.¹⁸⁵

De aanstelling van een observator is in lijn met de Richtlijn die lidstaten de mogelijkheid biedt een deskundige aan te stellen.¹⁸⁶ Bij een *cva* wordt standaard een *nominee* (te vergelijken met een stille bewindvoerder) aangesteld die toezicht houdt op het bestuur.¹⁸⁷ Bij de Duitse akkoordprocedure wordt een *Sachwalter* door de rechter benoemd indien het bestuur verzoekt om *Eigenverwaltung* (behoud van de beheers- en beschikkingsbevoegdheid).¹⁸⁸

De tweede consultatieversie van de WHOA bevatte nog de mogelijkheid dat de schuldeiser die een faillissementsaanvraag heeft gedaan of jegens wie de afkoeingsperiode gold, eveneens mocht vragen om voornoemde maatregelen ter beveiliging van zijn belangen. Dit gold ook voor de aandeelhouders en de schuldeisers die betrokken waren bij een geschil dat vroegtijdig is voorgelegd aan de rechter.¹⁸⁹ Deze mogelijkheid is geheel geschrapt in de WHOA. Vanuit het oogpunt van efficiëntie is dit te begrijpen, omdat het schuldeisers en aandeelhouders ook een mogelijkheid biedt om de akkoordprocedure te frustreren of te vertragen.

180 Ambtshalve indien de rechtbank reeds betrokken is in de akkoordprocedure.

181 Art. 379 Fw. Procesvertegenwoordiging is hierbij verplicht (art. 5 lid 1 Fw).

182 Art. 225 Fw. Zie MvT WHOA, p. 60.

183 MvT WHOA, p. 59.

184 Art. 380 Fw.

185 Art. 380 lid 2 Fw en MvT WHOA, p. 59.

186 Art. 5 Richtlijn.

187 Par. 4.5.1.

188 Par. 5.4.2.2.

189 Art. 377 tweede consultatieversie WHOA.

6.5.3 Stemklassen

De aanbieder van het akkoord bepaalt of hij schuldeisers en aandeelhouders betreft bij een akkoord en, zo ja, welke. Wanneer sprake is van een wijziging van hun rechten zijn aandeelhouders of schuldeisers van rechtswege stemgerechtigd en dus betrokken bij de akkoordprocedure.¹⁹⁰ In het algemeen zullen aandeelhouders stemgerechtigd zijn. Dat is in ieder geval zo wanneer sprake is van een aandelenverwatering als gevolg van een *debt for equity swap* of wanneer hun gehele aandelenbelang wordt ingetrokken.¹⁹¹ De stemming vindt plaats in stemklassen. Aandeelhouders stemmen aldus niet in een algemene vergadering over het akkoord.

De betrokken aandeelhouders en schuldeisers stemmen in verschillende stemklassen indien “de rechten die zij bij een vereffening van het vermogen van de schuldenaar in faillissement hebben of de rechten die zij op basis van het akkoord aangeboden krijgen zodanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake is.”¹⁹² Dit criterium is geïnspireerd op dat bij een *scheme*: “persons whose rights are not so dissimilar as to make it impossible for them to consult together with a view to their common interest.”¹⁹³ In de WHOA ontbreekt een expliciete verwijzing naar het overleg over gemeenschappelijke belangen.¹⁹⁴ Ook de open norm voor een klassenindeling in de Richtlijn is grotendeels ontleend aan de Engelse norm: “de lidstaten zorgen ervoor dat de betrokken partijen in afzonderlijke categorieën worden behandeld die, krachtens nationaal recht, voldoende gedeelde belangen weerspiegelen op basis van verifieerbare criteria.”¹⁹⁵

De aanbieder van het akkoord moet aangeven welke stemklassen er zijn en wat de criteria zijn voor de klassenindeling.¹⁹⁶ Dit brengt met zich dat de aanbieder moet aangeven wie hij eventueel buiten het akkoord laat.¹⁹⁷ Hij kan bepaalde schuldeisers of aandeelhouders niet bij het akkoord betrekken zodat hun rechten ongewijzigd blijven. Tenzij alle stemklassen voor het akkoord stemmen, kan een akkoord niet worden gehomologeerd zonder dat de aanbieder een redelijke grond kan aandragen

190 Art. 381 lid 3 Fw.

191 Zie par. 6.5.11 over het wijzigen van aandeelhoudersrechten onder een akkoord.

192 Art. 374 Fw.

193 *Re Sovereign Life Assurance Co v Dodd* (1892) 2 Q.B. 573 en later *re Hawk Insurance Co Ltd* (2001) EWCA Civ 241.

194 O.a. Orbán 2018, p. 229. Zie verder par. 4.3.3.

195 Art. 9 lid 4 Richtlijn. Zie verder par. 3.3.5. Ook bij de Duitse akkoordprocedure geldt een vergelijkbaar criterium, zie par. 5.4.3.

196 Art. 375 lid 1 sub c Fw.

197 Art. 375 lid 2 sub c Fw.

voor het buiten het akkoord laten van sommige schuldeisers of aandeelhouders.¹⁹⁸ Wil de aanbieder dat alle stemklassen voorstemmen, dan zal hij gemotiveerd moeten aangeven waarom hij bepaalde schuldeisers of aandeelhouders buiten het akkoord laat.

Ratio klassenindeling

De gedachte achter het stemmen in verschillende klassen is dat partijen met een vergelijkbare juridische positie en dezelfde behandeling onder het akkoord legitiem de tegenstemmende minderheid kunnen binden.¹⁹⁹ Evenals bij de *scheme* en de Duitse akkoordprocedure staan bij de WHOA niet de uiteenlopende belangen van schuldeisers en aandeelhouders voorop, maar hun rechten. Een *verplichte* klassenindeling op basis van verschillende belangen is namelijk ondoenlijk, omdat belangen van schuldeisers en aandeelhouders zeer uiteenlopend en oneindig kunnen zijn. De klassenindeling staat niet van tevoren vast. Dit komt de flexibiliteit ten goede. Het is ook mogelijk aandeelhouders of schuldeisers met een vergelijkbare positie anders te behandelen en in verschillende stemklassen in te delen. Er dient dan sprake te zijn van een redelijke grond voor de indeling in meerdere stemklassen of de stemklasse die een lagere waarde ontvangt of behoudt ten opzichte van de andere stemklasse moet hiermee instemmen.²⁰⁰ Het maken van onderscheid tussen leveranciers die ook na het akkoord (noodzakelijke) goederen blijven leveren en leveranciers die dat niet doen, is een voorbeeld van een redelijke grond. Dit geldt mijns inziens eveneens wanneer de aanbieder van een akkoord een onderscheid aanbrengt tussen aandeelhouders die bereid zijn extra financiering in te brengen en aandeelhouders die daartoe niet bereid zijn.²⁰¹ Eerstgenoemden mogen bij een *cross class cramdown* wel (een deel van) hun aandelenbelang behouden. Dit komt in paragraaf 6.5.8.3 aan bod. Wanneer de aanbieder van een akkoord niet weet wie hiertoe bereid is en wie niet, vooral wanneer *alle* aandeelhouders nieuwe aandelen mogen kopen, kan mijns inziens één stemklasse volstaan. Alle aandeelhouders krijgen immers hetzelfde aanbod.

Verplichte klassenindeling

De WHOA geeft enkel aan wanneer een klassenindeling *in ieder geval* is vereist. Meerdere stemklassen van schuldeisers of aandeelhouders zijn in ieder geval vereist indien zij een verschillende rang zouden hebben bij het verhaal op het vermogen van de vennootschap overeenkomstig Titel 10 van Boek 3 BW ('Verhaalsrecht

198 MvT WHOA, p. 11 en art. 384 lid 4 sub a Fw.

199 O.a. Tollenaar 2016, par. 4.3.

200 MvT WHOA, p. 12 en art. 384 lid 4 sub a Fw.

201 Lastiger is de situatie dat aandeelhouders een aantal maanden voor het aanbieden van het akkoord reeds een kapitaalinjectie hebben gedaan en anders dan de andere aandeelhouders behandeld wensen te worden. Het hangt dan sterk af van de omstandigheden van het geval of een indeling in een andere stemklasse en een andere behandeling is toegestaan, bijv. of de kapitaalinjectie op grond van de statuten verplicht was en de termijn tussen de kapitaalinjectie en de voorbereiding van een akkoord.

op goederen'), een andere wet of een daarop gebaseerde (contractuele) regeling.²⁰² Het gaat om de rechten en de vorderingen bij vereffening van het vermogen in faillissement.²⁰³ De rechten van een geseceerde schuldeiser verschillen bijvoorbeeld dusdanig van de rechten van een concurrente schuldeiser dat meerdere stemklassen zijn vereist. De Richtlijn noemt enkel een verplichte klassenindeling voor schuldeisers met zekerheidsrechten en schuldeisers zonder zekerheidsrechten.²⁰⁴

Voor aandeelhouders heeft deze insolventierechtelijke kijk op de klassenindeling echter geen betekenis. In principe zijn zij de laatste in rij bij de uitdeling van enig resterend vermogen, de hekkensluiters. In het ongebruikelijke geval dat bij een faillissement alle verifieerbare vorderingen zijn voldaan, het faillissement daarom is geëindigd²⁰⁵ en ook niet-verifieerbare vorderingen, zoals rentevorderingen die zijn ontstaan na datum faillissement,²⁰⁶ volledig zijn voldaan, vindt uitkering plaats aan degenen die in de statuten daartoe zijn gerechtigd of ten slotte aan de aandeelhouders ex artikel 2:23b BW. In deze uitzonderlijke situatie is van belang te weten of aandeelhouders een 'gewoon' recht hebben op het liquidatiesaldo, of dat sprake is van een preferentie, uitsluiting of beperking op het liquidatiesaldo. Verschillende rechten op het liquidatiesaldo zou een eventuele verdeling van aandeelhouders in meerdere stemklassen kunnen rechtvaardigen, maar dat lijkt mij niet de bedoeling. Wanneer een vennootschap in financiële nood verkeert, ligt een uitkering aan aandeelhouders bij een vereffening immers niet voor de hand. De aandeelhouders zijn in de regel *out of the money*. Eén aandeelhoudersklasse als stemklasse volstaat dan. Dit is eveneens het geval bij de Engelse *scheme* en de Duitse akkoordprocedure.²⁰⁷ Meerdere stemklassen zijn echter wel mogelijk. Een akkoord probeert juist het faillissement van de vennootschap te voorkomen en mag aandeelhouders verschillend behandelen indien hiervoor een redelijke grond bestaat.

Aandeelhoudersklassen

De WHOA zwijgt over de indeling van aandeelhouders in meerdere stemklassen.²⁰⁸ De wet noemt enkel een insolventierechtelijk perspectief als ondergrens voor een klassenindeling. Vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief zijn van belang de verschillende rechten gekoppeld aan aandelen van een bepaalde soort of aanduiding,

202 Art. 374 Fw. In Duitsland bestaan minder verplichte stemklassen. De reden hiervoor is dat in tegenstelling tot Nederland in Duitsland bevoorrecht van vorderingen grotendeels is afgeschaft. Zie verder par. 5.4.3.

203 Tollenaar 2017a, p. 67-68.

204 Art. 9 lid 4 Richtlijn.

205 Art. 193 Fw.

206 Art. 128 Fw en HR 24 juni 2016, ECLI:NL:HR:2016:1294, *NJ* 2016/497 (*BSM*) m.nt. Verstijlen.

207 Zie par. 4.3.3 en par. 5.4.3.

208 De verdeling van schuldeisers in stemklassen laat ik verder buiten beschouwing. Zie bijv. over de klassenindeling van achtergestelde schuldeisers: Pannevis 2019, par. 8.7.

zoals gewone aandelen, preferente aandelen of prioriteitsaandelen.²⁰⁹ De Richtlijn hanteert eenzelfde benadering en geeft aan dat meerdere stemklassen mogelijk kunnen zijn wanneer sprake is van verschillende soorten aandelen met verschillende rechten.²¹⁰ Resteert de vraag wanneer dan sprake is van dusdanig verschillende rechten dat van een vergelijkbare positie geen sprake kan zijn. Een hele reeks aan soorten aandelen met verschillende rechten kan bestaan, maar dit betekent niet dat ieder soort aandeel een aparte stemklasse rechtvaardigt. Per akkoord moet mijns inziens worden bekeken of de rechten dusdanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie van aandeelhouders geen sprake is. Dit hangt af van de vraag of de rechten voor de totstandkoming van een akkoord, en de klassenindeling, relevant zijn. Dit is vergelijkbaar met de norm voor de klassenindeling van de Engelse *scheme* waarbij is vereist dat het moet gaan om dusdanig verschillende rechten dat overleg “with a view to their common interest” niet meer mogelijk is. Het gaat om zowel huidige als toekomstige rechten. Het ‘krijgen’ van rechten op basis van het akkoord moet niet strikt worden gelezen; ook het ontnemen of het wijzigen van rechten valt hieronder.

Wanneer aandeelhouders geen nieuwe rechten onder het akkoord verkrijgen – en alle aandeelhouders bijvoorbeeld een aandelenverwatering ondervinden – zijn de rechten die aandeelhouders hebben op het moment dat het akkoord wordt aangeboden het uitgangspunt. De stemgerechtigde aandeelhouders hebben dan doorgaans een vergelijkbare positie: zij zijn in de regel *out of the money* en hebben allen belang bij het financieel gezond worden van de vennootschap en dus bij de totstandkoming van het akkoord. De vennootschap maakt immers momenteel geen winst. Eén aandeelhoudersklasse volstaat. Dit verandert wanneer aandeelhouders verschillend worden behandeld onder het akkoord. Het verschillend behandelen van aandeelhouders onder het akkoord impliceert reeds dat aandeelhouders geen vergelijkbare positie hebben. Hier moet wel een redelijke grond voor aanwezig zijn en de minder bedeelde aandeelhouders mogen niet in hun belangen worden geschaad.²¹¹ Het is bijvoorbeeld mogelijk dat zogenoemde cruciale aandeelhouders een groter aandelenbelang dan de overige aandeelhouders mogen behouden in de geherstructureerde vennootschap of als enige een belang mogen behouden.²¹²

209 Naast een vennootschapsrechtelijk perspectief kan ook de fiscaliteit een rol spelen bij de indeling van aandeelhouders in stemklassen. Aandeelhouders kunnen recht hebben op een fiscaal aftrekbaar liquidatieverlies bij ontbinding en vereffening van de deelneming. Een akkoord voorkomt daarentegen de ontbinding en vereffening van de onderneming. Een fiscaal nadelige situatie is echter geen in de WHOA geregelde afwijzingsgrond. Bobeldijk stelt voor dat de liquidatieverliesregeling ook geldt bij toepassing van een akkoord, zie Bobeldijk 2017, par. 7.2 en par. 7.5.

210 Overweging 58 Richtlijn. In Duitsland is het mogelijk ‘kleine’ aandeelhouders in een aparte klasse in te delen en hen een aandelenbelang te laten behouden waardoor zij niet hoeven te stemmen over het akkoord, zie par. 5.4.3.

211 Art. 384 lid 4 sub a Fw en MvT WHOA, p. 12. Wanneer de aandeelhoudersklasse die een lagere uitkering ontvangt, instemt met de ongelijke behandeling is een redelijke grond niet vereist.

212 Zie par. 2.4 en par. 3.3.2 over cruciale aandeelhouders.

Dubbele hoedanigheden

Een aandeelhouder heeft niet altijd één hoedanigheid. Zo kan hij houder zijn van verschillende soorten aandelen of tevens schuldeiser zijn, bijvoorbeeld omdat hij een dividendvordering heeft of een lening heeft verstrekt aan de vennootschap. In principe vindt de stemming over het akkoord per hoedanigheid (per positie) plaats en wordt geen aparte stemklasse gevormd specifiek voor partijen met dubbele hoedanigheden. De belangen van aandeelhouders of schuldeisers staan immers niet voorop. Door het ‘gescheiden’ stemmen kan het echter voorkomen dat een aandeelhouder in één klasse voorstemt om zo zijn belangen uit hoofde van zijn andere hoedanigheid te bevorderen. Hij kan dan bijvoorbeeld als concurrente schuldeiser voorstemmen wanneer aandeelhouders aandelen mogen behouden onder het akkoord.²¹³ Wanneer deze manier van stemmen leidt tot een behaalde meerderheid per stemklasse, kan de minderheid binnen de stemklasse geen beroep doen op de aanvullende afwijzingsgronden voor homologatie van een akkoord. Een beroep op de aanvullende gronden (kort gezegd, de APR en de keuze voor een uitkering in contanten) is namelijk alleen mogelijk wanneer de klasse waarin de tegenstemmende aandeelhouder of de schuldeiser zich bevindt niet met het akkoord heeft ingestemd.²¹⁴

In Engeland mag de rechter bij de homologatie van het akkoord een stem buiten beschouwing laten voor de stemuitslag binnen een klasse wanneer deze geen *fair reflection* van de opvattingen van de stemklasse vormt.²¹⁵ Wordt in dat geval de benodigde stemmeerderheid niet behaald, dan weigert de rechter de homologatie van het akkoord. Het gaat kortom om de vraag of een dubbele hoedanigheid van een aandeelhouder het stemgedrag binnen een klasse dusdanig heeft beïnvloed dat de meerderheid die voor heeft gestemd niet een eerlijke vertegenwoordiging van de leden van de gehele klasse betreft. De WHOA bevat de mogelijkheid dat de rechtbank het homologatieverzoek niet afwijst indien weliswaar de vereisten voor de klassenindeling en de procedure tot stemming niet correct zijn gevolgd, maar het gebrek redelijkerwijs niet tot een andere stemuitslag had kunnen leiden.²¹⁶ Onduidelijk is of niet-representatieve stemmen in het kader van dubbele hoedanigheden als een dusdanig gebrek kwalificeren. Mijns inziens zou een rechtbank ambtshalve summierlijk moeten toetsen of sprake is van een niet-representatieve stem en moeten kijken naar het effect daarvan op de stemmeerderheid in een stemklasse en daarmee op de homologatie van het akkoord. Het zal echter moeilijk zijn voor de rechtbank ambtshalve te controleren of sprake is van niet-representatieve stemmen. In feite is het een misbruik van bevoegdheid-toets ex artikel 3:13 BW.

213 Zie Tollenaar 2016, par. 4.3.3 met voorbeelden van schuldeisers met dubbele hoedanigheden.

214 De aanvullende afwijzingsgronden komen aan bod in par. 6.5.8.

215 Bijv. *re Chevron (Sydney) Ltd* (1963) VR 249 en *re British Aviation Insurance Co Ltd* (2005) EWHC 162 (Ch). Zie par. 4.3.3.

216 Art. 384 lid 2 sub c Fw.

Overigens speelt ook in het kader van dwangakkoorden de problematiek van aandeelhouders die door het verstrekken van (gesecureerde) leningen in een betere positie terechtkomen ten koste van de overige schuldeisers. De aandeelhouder die een lening heeft verstrekt, stemt, in beginsel, in de hoedanigheid van schuldeiser in een klasse van concurrente schuldeisers en als aandeelhouder in een klasse van aandeelhouders. Een aandeelhouderslening wordt naar Nederlands recht niet automatisch achtergesteld.²¹⁷ De aandeelhouder die een gesecureerde lening heeft verstrekt, stemt in de hoedanigheid van schuldeiser in een klasse van gesecureerde schuldeisers. Dit is anders in Duitsland, waar een aandeelhouderslening van rechtswege in insolventie is achtergesteld en een aandeelhouder die een lening heeft verstrekt niet in een schuldeisersklasse stemt over het akkoord.²¹⁸ In beginsel vervalt in Duitsland van rechtswege het vorderingsrecht van achtergestelde schuldeisers.²¹⁹

Onder de WHOA spelen contractueel overeengekomen achterstellingen²²⁰ wel een rol bij de klassenindeling en kan een aandeelhouder die een lening verstrekt in een klasse van achtergestelde schuldeisers worden ingedeeld. De rang bij het verhaal op het vermogen van de vennootschap is, zoals hiervoor beschreven, van belang voor de klassenindeling. De aanbieder van het akkoord moet wel van de achterstelling op de hoogte zijn, hij maakt immers de klassenindeling.²²¹

6.5.4 Stemming over het akkoord

De vennootschap of de herstructureringsdeskundige wanneer deze door de rechtbank is aangewezen als aanbieder van een akkoord, is bevoegd het akkoord ter goedkeuring voor te leggen aan de betrokken partijen.²²² Een herstructureringsdeskundige – om wiens aanstelling niet is verzocht door de vennootschap zelf of een aandeelhouder – kan bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen enkel met instemming van de vennootschap, vertegenwoordigd door het bestuur, het akkoord voorleggen.²²³ De WHOA geeft aan dat aandeelhouders niet op een onredelijke wijze de instemming mogen frustreren, bijvoorbeeld door te dreigen met het ontslag van de bestuurders.²²⁴ Er kan dan worden verzocht om een uitspraak van de rechter in het kader van een vroegtijdige beslissing over de kwestie of het bestuur geen goede

217 Voor een discussie in de literatuur en rechtspraak, zie bijv. Barneveld & Corpeleijn 2014 en De Weijts 2016.

218 §39 lid 1 sub 5 InsO jo. §77 InsO jo. §237 InsO.

219 §225 InsO. Zie verder par. 5.4.3.

220 Art. 3:277 lid 2 BW. Zie ook Barneveld 2014, par. 14.3.2.

221 Vgl. de economisch gerechtigde tot een aandeel of een vordering, zie hierna par. 6.5.4.

222 Art. 381 lid 1 Fw.

223 Art. 383 lid 2 Fw en MvT WHOA, p. 66. Met andere woorden, de herstructureringsdeskundige moet zijn verzocht door een schuldeiser, de ondernemingsraad of een personeelsvertegenwoordiging.

224 Art. 381 lid 2 laatste volzin Fw.

reden heeft de instemming te weigeren.²²⁵ Dit vereist een actief optreden van de herstructureringsdeskundige om te bewijzen dat aandeelhouders op onredelijke wijze de instemming frustreren. De herstructureringsdeskundige kan de rechter verzoeken te bepalen dat zijn beslissing dezelfde kracht heeft als de instemming van het bestuur.²²⁶ Het instemmingsvereiste, dat zoals eerder vermeld voortvloeit uit de Richtlijn, biedt *out of the money* aandeelhouders mijns inziens een ongewenste machtspositie.²²⁷ Ook Tweede Kamerleden plaatsten hun vraagtekens bij het opnemen van het instemmingsvereiste in de WHOA.²²⁸ Het instemmingsvereiste levert namelijk in de surseanceregeling – de (toekomstige) implementatie van de Richtlijn – geen problemen op aangezien alleen de vennootschap een surseanceakkoord kan aanbieden. Waarom het vereiste ook nog opnemen in de WHOA? De minister handhaaft het vereiste echter en verwacht niet dat het instemmingsvereiste een wezenlijk probleem zal zijn in de praktijk, met name omdat een goede samenwerking tussen het bestuur van de vennootschap en de herstructureringsdeskundige van cruciaal belang is voor de totstandkoming van een akkoord.²²⁹

Iedere aandeelhouder en schuldeiser die in een stemklasse is ingedeeld (en dus betrokken is bij een akkoord), moet tijdig het ontwerpakkoord ontvangen zodat hij een goed geïnformeerd oordeel hierover kan vormen. Tijdig betekent minstens acht dagen voordat de stemming plaatsvindt.²³⁰ De stemming per stemklasse vindt plaats in een fysieke of via elektronische middelen gehouden vergadering.²³¹ Het kan ook schriftelijk. Een stemvergadering, zoals is vereist bij de Engelse *scheme*, is dus niet verplicht. Een stemvergadering kost tijd en brengt kosten met zich. Het voordeel van een vergadering is daarentegen de mogelijkheid dat schuldeisers of aandeelhouders met elkaar in discussie kunnen gaan. Iedere betrokken aandeelhouder, ongeacht of hij *out of the money* is, mag zijn stem uitbrengen.²³² Voor de oproeping tot de stemming gelden niet de vennootschapsrechtelijke vereisten voor de oproeping van een algemene vergadering, maar de vereisten uit de WHOA. Aandeelhouders stemmen niet in een algemene vergadering over het akkoord.

225 Art. 378 lid 1 sub g Fw.

226 Art. 378 lid 5 Fw.

227 Zie ook par. 3.3.4.2 en Tollenaar 2019, par. 6.

228 *Kamerstukken II* 2019/20, 35 249, nr. 5, p. 2.

229 *Kamerstukken II* 2019/20, 35 249, nr. 6, p. 3-4.

230 Art. 381 lid 1 Fw.

231 Art. 381 lid 6 Fw.

232 Het vaststellen van een registratiedatum is mogelijk via de maatwerkbepaling van art. 379 Fw.

Zie hierover Tollenaar 2017a, p. 68 en Josephus Jitta 2017, par. 4.2.2.

Economisch gerechtigde versus juridisch gerechtigde

Ingeval van certificering van aandelen, bepaalt de WHOA dat de aanbieder van het akkoord de certificaathouder *kan* uitnodigen om in plaats van de aandeelhouder te stemmen.²³³ Dit geldt eveneens voor vruchtgebruikers, aldus de WHOA.²³⁴ Dat zij stemmen, vindt zijn rechtvaardiging in het gegeven dat zij als economisch gerechtigden het financiële risico dragen.²³⁵

De memorie van toelichting geeft aan dat er verschillende manieren zijn waarop de aanbieder van het akkoord het stemrecht bij de economisch gerechtigde kan leggen.²³⁶ Dit kan ofwel getrapt – de juridisch gerechtigde stemt volgens de instructies van de economisch gerechtigde – ofwel rechtstreeks – de economisch gerechtigde komt het stemrecht toe in plaats van de juridisch gerechtigde. Het is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, zoals contractuele afspraken of toepasselijk buitenlands recht, of de economisch gerechtigde mag stemmen of dat de juridisch gerechtigde dit mag (al dan niet op steminstructie van de economisch gerechtigde).²³⁷ De aanbieder van het akkoord moet per geval bekijken wie stemgerechtigd is en bij twijfel over wie hij moet uitnodigen voor de stemvergadering kan hij de rechtbank verzoeken om een vroegtijdige beslissing hierover. Bij de Engelse *scheme* en de Duitse akkoordprocedure speelt dit alles niet. Het is de juridisch gerechtigde tot een aandeel die stemt over het akkoord.²³⁸ De Engelse rechter staat wel toe dat de economisch gerechtigde aangeeft hoe de juridisch gerechtigde moet stemmen.

Wanneer de aanbieder niet op de hoogte is van het bestaan van een economisch gerechtigde en hij dat ook redelijkerwijs niet had behoren te zijn, roept hij de juridisch gerechtigde op voor de stemvergadering. Met eventuele (afwijkende) afspraken tussen de juridisch gerechtigde en de economisch gerechtigde (maar ook een derde) hoeft de aanbieder van het akkoord mijns inziens geen rekening te houden. Dergelijke afspraken, zoals steminstructies, werken slechts onderling.²³⁹ Het bestuur zal op de hoogte zijn van de namen van vruchtgebruikers en de namen van certificaathouders indien deze op grond van de statuten van de vennootschap vergaderrechten toekomen.²⁴⁰ Het bestuur kan hen eenvoudig oproepen voor de

233 Art. 381 lid 5 Fw.

234 Art. 381 lid 5 laatste zin Fw. Josephus Jitta merkt terecht op dat de vruchtgebruiker niet zonder meer logisch is, aangezien vruchtgebruik alleen aanspraak geeft op de vruchten die een aandeel genereert en niet op de onderliggende waarde (Josephus Jitta 2017, par. 4.2.7).

235 MvT WHOA, p. 62.

236 MvT WHOA, p. 62.

237 Eveneens Tollenaar 2017a, par. 2.11.2 en de reactie van de NOvA op de eerste consultatieversie van de WHOA, p. 9-10.

238 Zie par. 4.3.4 en par. 5.4.4.

239 Vgl. Josephus Jitta 2017, p. 166.

240 Art. 2:227 lid 2 BW.

stemming omdat hun namen worden bijgehouden in het aandeelhoudersregister.²⁴¹ Bij certificaathouders zonder vergaderrecht ligt dit enigszins anders; de namen van de certificaathouders zijn niet per se bekend, maar het bestuur is wel op de hoogte van het bestaan van certificaten omdat in het aandeelhoudersregister staat dat de STAK een aandeelhouder is. Het bestuur heeft dan twee mogelijkheden: ofwel het bestuur vraagt de gegevens van de certificaathouders aan de STAK ofwel de oproeping voor de stemvergadering verloopt via de STAK.

Als de economisch gerechtigde stemt in plaats van de juridisch gerechtigde, betekent dit niet dat de juridisch gerechtigde de wijziging van rechten niet voelt. Dit doet hij wel degelijk, bijvoorbeeld wanneer het akkoord een aandelenverwatering teweegbrengt. De juridisch gerechtigde mag echter stemmen noch bezwaar maken tegen de homologatie van het akkoord.²⁴² Het is mijns inziens wenselijk dat in een dergelijk geval ook de juridisch gerechtigde bezwaar mag aantekenen tegen homologatie van het akkoord omdat hij wel gebonden is aan een akkoord. Dit komt verder aan bod in paragraaf 6.5.6.

Het is overigens de vraag of het voorgaande beperkt moet zijn tot certificaathouders en vruchtgebruikers. De memorie van toelichting bij de WHOA houdt het, in tegenstelling tot de wettekst, algemener en geeft aan dat wanneer het economisch belang bij een aandeel is overgedragen aan een ander, terwijl de juridische rechten bij de aandeelhouder blijven rusten, de economisch gerechtigde mag stemmen.²⁴³ Bij een BV moet dan met name worden gedacht aan de situatie dat een pandrecht is gevestigd op aandelen.²⁴⁴ Het uitgangspunt is mijns inziens dat de aandeelhouder (de pandgever) mag stemmen over het akkoord.²⁴⁵ De pandgever heeft immers het economisch eigendom in handen en de pandhouder is slechts houder van een voorwaardelijk economisch belang. Indien het stemrecht, met uitsluiting van de pandgever, toekomt aan de pandhouder omdat dit is bepaald bij de vestiging van het pandrecht

241 Art. 2:194 lid 1 BW. Overigens kan eventueel in de administratievoorwaarden van de STAK worden bepaald dat de STAK een volmacht heeft om te stemmen over een preventief herstructureringsakkoord.

242 Enkel een stemgerechtigde aandeelhouder mag een verzoek indienen tot afwijzing van het verzoek tot homologatie, zie art. 383 lid 8 Fw.

243 MvT WHOA, p. 62.

244 Bij een (beurs)NV kunnen daarnaast houders van zogenaamde synthetische aandelen een rol spelen. Dit laat ik buiten beschouwing. Zie uitgebreid over synthetische belangen de dissertatie van Oosterhoff (2017).

245 De Hoge Raad oordeelde dat een pandgever de bevoegdheid houdt handelingen te verrichten zoals het verlenen van kwijtschelding en het treffen van een afbetalingsregeling. Zie HR 21 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:415, *NJ* 2015/82 (*IAE/Neo-River*). Zie ook de reactie van De Brauw Blackstone Westbroek op de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 42-43.

of later is overeengekomen, is het mijns inziens goed verdedigbaar dat de pandhouder mag stemmen over het akkoord.²⁴⁶ De wetgever zou mijns inziens moeten aangeven of dergelijke afspraken worden gerespecteerd onder de WHOA.

Stemmeerderheid

Een klasse van aandeelhouders of schuldeisers stemt met het akkoord in, indien de voorstemmers ten minste twee derden van het totale bedrag aan geplaatst kapitaal of vorderingen behorend tot de aandeelhouders of de schuldeisers die hebben gestemd binnen de klasse, vertegenwoordigen.²⁴⁷ Het vennootschapsrecht is voor het stemrecht niet bepalend. Zo mag ook een houder van stemrechtloze aandelen stemmen over het akkoord. Eventueel meervoudig vennootschappelijk stemrecht (losgekoppeld van de nominale waarde van een aandeel) van aandeelhouders is niet relevant, het gaat om het financiële belang dat een aandeelhouder houdt.²⁴⁸ De Nederlandse stemmeerderheid sluit aan bij de voorschriften uit de Richtlijn dat een meerderheid van ten hoogste 75% van het bedrag van de vorderingen of de belangen toestaat.²⁴⁹ De tweede meerderheid uit de WHOA is mijns inziens een goede middenweg voor binding van de minderheid binnen een stemklasse.²⁵⁰ Nederland zit met de stemmeerderheid tussen de Duitse en Engelse stemmeerderheid in. Engeland hanteert een *head count* en een 75% meerderheid in bedrag bij de *scheme*.²⁵¹ Duitsland hanteert daarentegen een gewone stemmeerderheid wanneer aandeelhouders stemmen.²⁵²

Wanneer alle stemklassen hebben gestemd, stelt de aanbieder binnen zeven dagen na de stemming een verslag van de stemming op, stelt hij de stemgerechtigden in staat kennis te nemen van het verslag en deponeert hij het verslag ter griffie van de rechtbank.²⁵³

6.5.5 Homologatie van het akkoord

De homologatie van het akkoord vereist tussenkomst van de rechter. Bij de Engelse *cva* vindt daarentegen de homologatie in beginsel plaats zonder rechterlijke tussenkomst.²⁵⁴ Deze benadering acht ik in het kader van rechtsbescherming voor aandeelhouders (en schuldeisers) niet gewenst in Nederland (en bovendien niet in lijn met de Richtlijn).

²⁴⁶ Art. 2:198 lid 3 BW.

²⁴⁷ Art. 381 lid 7 en lid 8 Fw.

²⁴⁸ Dit is eveneens het geval in Duitsland, zie par. 5.4.4.

²⁴⁹ Art. 9 lid 6 Richtlijn.

²⁵⁰ Eveneens Tollenaar 2016, par. 8.8.2.

²⁵¹ Zie par. 4.3.4.

²⁵² §244 lid 3 InsO.

²⁵³ Art. 382 Fw.

²⁵⁴ Zie par. 4.5.3.

Nadat alle stemklassen hebben gestemd over het akkoord, dient de aanbieder van het akkoord een verzoek tot homologatie in bij de rechtbank.²⁵⁵ Wanneer niet alle klassen met het akkoord hebben ingestemd, kan de rechtbank bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen enkel op verzoek van de vennootschap of met instemming van de vennootschap het akkoord homologeren.²⁵⁶ Dit betekent dat een homologatieverzoek van een herstructureringsdeskundige – om wiens aanstelling niet is verzocht door de vennootschap zelf of een aandeelhouder – alleen mogelijk is met instemming van het bestuur bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.²⁵⁷ Dit is in lijn met de Richtlijn. In paragraaf 3.3.8 (en par. 6.5.4) gaf ik aan dat ik dit vereiste uit de Richtlijn niet wenselijk acht.²⁵⁸ *Out of the money* aandeelhouders hebben op deze manier een ongewenste machtspositie. De WHOA geeft aan dat aandeelhouders niet op een onredelijke wijze de instemming mogen frustreren, bijvoorbeeld door te dreigen met ontslag en dat de herstructureringsdeskundige de rechter in het kader van een vroegtijdige beslissing kan verzoeken om een uitspraak van de rechter over de kwestie of het bestuur geen goede reden heeft de instemming te weigeren.²⁵⁹ Dit vergt een actief optreden van de deskundige.

Voorts kan een verzoek tot homologatie alleen worden gedaan wanneer ten minste één klasse van schuldeisers met het akkoord heeft ingestemd.²⁶⁰ Het gaat om een klasse van *in the money* schuldeisers, schuldeisers die in faillissement naar verwachting een uitkering in geld zullen ontvangen.²⁶¹ Enigszins onduidelijk is of de rechtbank dit ook moet toetsen, nu de WHOA dit niet vermeldt. De WHOA volgt met dit vereiste de Richtlijn, die overigens een ambtshalve toetsing niet toestaat.²⁶² In de Verenigde Staten bestaat kritiek op een dergelijk vereiste, namelijk dat stemklassen zo ingedeeld (gemanipuleerd) kunnen worden dat aan het vereiste is voldaan.²⁶³

Wanneer een homologatieverzoek is gedaan aan de rechtbank, bepaalt zij bij beschikking de datum voor de homologatiezitting. De zitting moet plaatsvinden binnen acht tot veertien dagen nadat het verslag over de stemming ter griffie ter

255 Art. 383 lid 1 Fw. Procesvertegenwoordiging is hierbij verplicht (art. 5 lid 1 Fw).

256 Art. 383 lid 2 Fw.

257 Art. 383 lid 2 Fw en MvT WHOA, p. 66. Nederland heeft met de WHOA aansluiting gezocht bij de Europese definitie. Een engere definitie had ertoe geleid dat in minder gevallen het instemmingsvereiste van toepassing zou zijn.

258 Zie ook Tollenaar 2019, par. 6.

259 Art. 383 lid 2 laatste volzin Fw jo. art. 378 lid 1 sub g Fw. Een vroegtijdige beslissing kan alleen worden verzocht voorafgaand aan de stemming.

260 Art. 383 lid 1 Fw.

261 MvT WHOA, p. 66.

262 Art. 11 lid 1 sub b Richtlijn. Onder de Richtlijn is het vereiste overigens niet ingestoken als een vereiste voor het doen van een verzoek, maar als een homologatievereiste.

263 ABI, Commission to Study the Reform of Chapter 11, 2014, p. 260-261. Zie Tollenaar 2016, par. 6.12 voor meer verwijzingen.

inzage is gelegd.²⁶⁴ De aanbieder moet alle stemgerechtigden schriftelijk oproepen voor de zitting. Tot aan de dag van de zitting mogen zij tegen de homologatie bezwaar maken (zie par. 6.5.6 over de bezwaargerechtigden).²⁶⁵ Het bezwaar moet bestaan uit een beroep op een of meer algemene of aanvullende afwijzingsgronden. Algemene afwijzingsgronden zijn gronden die gelden ongeacht of een klasse heeft tegengestemd. Aanvullende afwijzingsgronden zijn gronden die alleen gelden wanneer een of meer klassen hebben tegengestemd. De memorie van toelichting bij de WHOA geeft het onderscheid als volgt weer: “De algemene afwijzingsgronden zijn vooral bedoeld om een zuivere besluitvorming te borgen. Met de aanvullende afwijzingsgronden wordt beoogd ervoor te zorgen dat het akkoord een herstructureringsplan omvat dat redelijk is.”²⁶⁶

De rechtbank toetst de algemene afwijzingsgronden (behalve de *best interest test*) ambtshalve.²⁶⁷ De aanvullende gronden toetst zij alleen op verzoek van een schuldeiser of een aandeelhouder. De WHOA is in lijn met de Richtlijn, die lidstaten de keuze biedt te bepalen welke afwijzingsgronden de rechter ambtshalve moet toetsen.²⁶⁸ De Richtlijn schrijft enkel voor dat de rechter de *best interest test* en de aanvullende afwijzingsgronden niet ambtshalve mag toetsen.²⁶⁹ De rechter mag op basis van de Richtlijn (namelijk) enkel op verzoek een beslissing over de waardebeoordeling van de vennootschap nemen.²⁷⁰ Daarvoor geldt dus een ‘piepsysteem’. In Duitsland moet de rechtbank daarentegen de vereisten voor een *cross class cram-down* wel ambtshalve nagaan.²⁷¹ De WHOA vereist wel, in aansluiting op de Richtlijn, dat ofwel een herstructureringsdeskundige ofwel een observator benoemd moet zijn wanneer niet alle stemklassen hebben ingestemd.²⁷²

Ik bespreek achtereenvolgens de mogelijkheid tot het indienen van een verzoek tot afwijzing van het homologatieverzoek wegens de aanwezigheid van een of meer algemene of aanvullende afwijzingsgronden (par. 6.5.6) en vervolgens de inhoud van de algemene en aanvullende afwijzingsgronden (par. 6.5.7-6.5.8).

264 Art. 382 Fw jo. art. 383 lid 6 Fw. Het verzoek tot homologatie en het indienen van het verslag ter griffie hoeft niet op hetzelfde moment plaats te vinden. Tollenaar pleit voor het aanvangen van de voorgeschreven termijn na het verzoek tot homologatie, zie Tollenaar 2017a, p. 73.

265 Art. 383 lid 8 Fw.

266 MvT WHOA, p. 67.

267 Soms komt de rechtbank ruimte toe om het homologatieverzoek niet af te wijzen, ook al doet zich een afwijzingsgrond voor. Dit komt hierna aan bod.

268 Overweging 50 Richtlijn. Zie verder par. 3.3.7.

269 Art. 9 lid 2 laatste zin Richtlijn.

270 Art. 14 Richtlijn.

271 Zie par. 5.4.6.

272 Art. 383 lid 4 Fw.

6.5.6 Beroep op algemene en aanvullende afwijzingsgronden

De rechtbank wijst een verzoek tot homologatie van het akkoord af indien een succesvol beroep wordt gedaan op een of meer van de algemene of aanvullende afwijzingsgronden.²⁷³ Stemgerechtigde aandeelhouders en schuldeisers mogen bij de rechtbank een verzoek tot afwijzing van het homologatieverzoek indienen tot aan de dag van de homologatiezitting, mits zij tijdig hun bezwaren hebben kenbaar gemaakt (zie hierna).²⁷⁴ Een beroep op de *best interest test* mag alleen worden gedaan door een stemgerechtigde aandeelhouder of schuldeiser die niet met het akkoord heeft ingestemd dan wel ten onrechte niet tot de stemming is toegelaten.²⁷⁵ Wanneer een beroep op een of meer aanvullende afwijzingsgronden wordt gedaan, is vereist dat de aandeelhouder of de schuldeiser niet met het akkoord heeft ingestemd of ten onrechte niet tot de stemming is toegelaten én zich bevindt in een klasse die niet met het akkoord heeft ingestemd.²⁷⁶

Piepsysteem

Een ‘piepsysteem’ bestaat voor de *best interest test* en de aanvullende afwijzingsgronden, aangezien de ambtshalve afwijzing van het verzoek tot homologatie door de rechtbank (ongeacht of een bezwaar is ingediend²⁷⁷) alleen ziet op de algemene afwijzingsgronden (behalve de *best interest test*). Vanwege de snelheid en de kosten van een akkoordprocedure is voor een ‘piepsysteem’ veel te zeggen wanneer een (ruime) meerderheid per stemklasse voor het akkoord heeft gestemd. Het ‘piepsysteem’ ligt mijns inziens echter niet in de rede bij een *cross class cramdown*. Dan is geen sprake meer van een door de meerderheid binnen een stemklasse aanvaard akkoord. Het uitgangspunt van de WHOA is dat de rechter zo min mogelijk betrokken is bij de gehele procedure, in het ‘gunstigste’ geval enkel bij de homologatie van het akkoord. Bovendien staat tegen de beschikking tot homologatie van het akkoord geen hogere voorziening open, enkel cassatie in het belang der wet.²⁷⁸ De niet-instemmende aandeelhouder of schuldeiser binnen een niet-instemmende klasse moet dus zelf in actie komen. In Duitsland daarentegen geldt het ‘piepsysteem’ enkel wanneer *alle* klassen hebben voorgestemd.²⁷⁹ Het Duitse systeem heeft

273 Alleen bij een beroep op de algemene *best interest test* lijkt de rechter discretionaire bevoegdheid toe te komen (‘kan afwijzen’ in tegenstelling tot ‘wijst af’), zie art. 384 lid 3 Fw. Overigens is voor indiening van het bezwaar bij de rechtbank een verzoekschrift vereist en moet griffierecht worden betaald, zie art. 19a Wet griffierechten burgerlijke zaken.

274 Art. 383 lid 8 Fw.

275 Art. 384 lid 3 Fw.

276 Art. 384 lid 4 Fw.

277 Vgl. de weigering van de homologatie van het huidige faillissementsakkoord (art. 153 Fw).

278 Art. 369 lid 10 Fw en MvT WHOA, p. 17-18. Ook kan ontbinding en vernietiging van het akkoord worden uitgesloten, zie art. 387 lid 2 Fw.

279 §251 InsO. Zie verder par. 5.4.5.

mijn voorkeur. Procedurele waarborgen wegen mijns inziens zwaarder dan het risico op vertraging van de procedure. De wetgever beoogt echter met de WHOA aan te sluiten bij de Richtlijn die expliciet bepaalt dat ambtshalve toetsing van de *best interest test* en het vereiste dat een instemmende stemklasse *in the money* is, niet is toegestaan. De rechter neemt enkel op verzoek een beslissing over de waardebepaling van de vennootschap.

Uitbreiding bezwaargerechtigden?

Ik vraag mij af of de kring van bezwaargerechtigden onder de WHOA niet te beperkt is. Het gevolg van een gehomologeerd akkoord is immers dat alle stemgerechtigden, ook die niet hebben (voor)gestemd, en de juridisch en economisch gerechtigden tot een aandeel bij een scheiding tussen de juridische gerechtigdheid en de economische gerechtigdheid tot een aandeel, worden gebonden aan het akkoord. In bijvoorbeeld Engeland mogen aandeelhouders en schuldeisers ongeacht of zij hebben (tegen)gestemd, bezwaar maken tegen de homologatie van een *scheme*.²⁸⁰ Bij de homologatie van het faillissements- en surseanceakkoord mag iedere schuldeiser, niet enkel de stemgerechtigde schuldeiser, bezwaar maken.²⁸¹ Een verruiming van de bezwaargerechtigden onder de WHOA kan echter tot oponthoud leiden, terwijl de Nederlandse wetgever juist een snelle en efficiënte akkoordprocedure beoogt. De wetgever geeft in de memorie van toelichting bij de WHOA bovendien aan dat veel aandacht is besteed aan het vinden van een goed evenwicht tussen het bieden van de nodige rechterlijke waarborgen en het voorkomen van onnodige beroepen op de rechter.²⁸² Er valt mijns inziens veel voor te zeggen dat degenen die juist zijn opgeroepen maar ervoor gekozen hebben niet te stemmen of vóór het akkoord te stemmen, geen bezwaar meer mogen maken ten aanzien van de *best interest test* en de aanvullende afwijzingsgronden.²⁸³ Wel is het mijns discutabel dat niet ook de juridisch gerechtigde tot een aandeel bezwaar mag maken wanneer sprake is van een scheiding tussen de juridisch en de economisch gerechtigde tot een aandeel en de economisch gerechtigde mag stemmen over het akkoord (en vice versa). Een akkoord bindt immers ook de juridisch gerechtigde.²⁸⁴ Mijns inziens is in het kader van de rechtsbescherming vereist dat in een dergelijk geval de

280 O.a. O'Dea, Long & Smyth 2012, p. 56 en Payne 2014, p. 69. Zie ook par. 4.3.5.

281 Art. 152 Fw en art. 271 Fw.

282 MvT WHOA, p. 18-19.

283 In Duitsland mag iedere aandeelhouder of schuldeiser die tegen het akkoord is (en niet per se tegen heeft gestemd) bezwaar maken op grond dat hij onder het akkoord slechter af is, zie §251 InsO. Zie par. 5.4.5 over de uitleg van 'tegen' het akkoord zijn.

284 Art. 385 Fw.

juridisch gerechtigde (omdat hij wordt gebonden) wordt opgeroepen voor de homologatiezitting en bezwaar mag maken.²⁸⁵ Hoor en wederhoor is een fundamenteel beginsel in het Nederlandse rechtstelsel.²⁸⁶

Overigens betekent de door mij voorgestelde uitbreiding van de kring van bezwaargerechtigden niet direct een toename van (onnodige) beroepen op de rechter. De WHOA bepaalt namelijk dat een beroep op een of meer afwijzingsgronden enkel is toegestaan indien de aandeelhouder of de schuldeiser niet eerder op de hoogte was (of had moeten zijn²⁸⁷) van de afwijzingsgrond.²⁸⁸ Artikel 383 lid 9 Fw spreekt over het binnen bekwame tijd op de hoogte brengen van de aanbieder van het akkoord nadat de aandeelhouder of de schuldeiser het mogelijke bestaan van een afwijzingsgrond heeft ontdekt of redelijkerwijs had moeten ontdekken. De gedachte achter het tijdig kenbaar maken van bezwaren is dat de aanbieder van het akkoord wellicht nog aanpassingen kan maken zodat de rechtbank niet voor een voldongen feit komt te staan en het homologatieverzoek moet afwijzen. Het gaat daarbij vooral om de periode voorafgaand aan de stemming. Alleen dan kan de stemuitslag eventueel nog veranderen door de aanpassingen die zijn gemaakt door de aanbieder.

6.5.7 Algemene afwijzingsgronden

De rechtbank wijst het verzoek tot homologatie van het akkoord af indien een van de algemene afwijzingsgronden zich voordoet. In totaal bevat de WHOA negen algemene afwijzingsgronden, waaronder de verplichte gronden uit de Richtlijn.²⁸⁹ De algemene afwijzingsgronden komen achtereenvolgens aan bod in deze paragraaf.

Insolventie criterium

Ten eerste wijst de rechtbank het verzoek tot homologatie van het akkoord af indien de vennootschap niet in een toestand verkeert dat het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet meer zal kunnen voortgaan.²⁹⁰ De aanbieder is alleen bevoegd een akkoord aan te bieden indien voldaan is aan het insolventie criterium.²⁹¹ De financiële situatie van de vennootschap vormt in

285 Een argument tegen het toekennen van een bezwaarmogelijkheid aan de juridisch (of economisch) gerechtigde is dat het een interne kwestie tussen de economisch gerechtigde en de juridisch gerechtigde betreft.

286 Zie Van Vugt 2017, p. 215 met verdere kritiek op het ontbrekende beginsel van hoor en wederhoor bij de homologatiezitting.

287 Bijv. in het kader van vroegtijdige beslissingen ex art. 378 Fw.

288 Vgl. art. 2:349 lid 1 BW waar de verzoeker van een enquête niet-ontvankelijk is wanneer hij zijn bezwaren niet vooraf kenbaar heeft gemaakt aan het bestuur en de raad van commissarissen.

289 Art. 384 lid 2 en lid 3 Fw.

290 Art. 384 lid 2 sub a Fw.

291 Art. 370 Fw en art. 371 lid 3 Fw. Zie par. 6.5.2.1.

belangrijke mate de rechtvaardiging voor het tegen de wil van een aandeelhouder of een schuldeiser wijzigen van rechten of vorderingen. Het is derhalve mijns inziens juist dat in de WHOA – in tegenstelling tot de eerdere consultatieversies – is opgenomen dat de rechtbank ambtshalve het homologatieverzoek afwijst indien niet aan het insolventiecriterium is voldaan. De toetsing van dit criterium zal overigens niet veel problemen opleveren aangezien de vennootschap als aanbieder informatie aan het akkoord moet hechten omtrent de financiële situatie van de vennootschap en de rechtbank bij twijfel een toelichting of meer informatie van de vennootschap zal verlangen.²⁹² Wanneer de rechtbank een herstructureringsdeskundige heeft aangewezen als aanbieder, zal zij bij de aanwijzing zelf al getoetst hebben of voldaan is aan het insolventiecriterium.²⁹³

Procedurevereisten

Voorts wijst de rechtbank een verzoek tot homologatie van het akkoord af indien procedurevereisten omtrent de oproeping voor de stemming en de homologatiezitting, de informatievoorziening, de klassenindeling of de stemprocedure niet zijn nageleefd.²⁹⁴ De rechter heeft hierbij enige ruimte. Zijn schuldeisers of aandeelhouders niet juist opgeroepen voor de stemming en de homologatiezitting, maar aanvaarden deze aandeelhouders of schuldeisers alsnog het akkoord, dan blijft een afwijzing van het homologatieverzoek achterwege. Ten aanzien van de andere proceduregebreken bepaalt de WHOA dat de rechtbank een verzoek tot homologatie van het akkoord moet afwijzen wanneer het gebrek (redelijkerwijs) tot een andere uitkomst van de stemming had kunnen leiden.²⁹⁵ Het is mij niet duidelijk waarom niet eenzelfde benadering geldt bij een onjuiste oproeping. In de situatie dat de niet juist opgeroepen aandeelhouders of schuldeisers het akkoord niet alsnog aanvaarden, zou de rechter kunnen toetsen of deze ‘tegenstem’ tot een andere stemuitslag heeft kunnen leiden. Wanneer dit niet het geval is, hoeft geen afwijzing van het homologatieverzoek te volgen. De rechtbank mag overigens onder de WHOA niet ambtshalve de aanvullende afwijzingsgronden toetsen wanneer de stemuitslag wel anders zou zijn, waardoor het akkoord eventueel alsnog kan worden gehomologeerd.²⁹⁶ Een andere algemene afwijzingsgrond is dat de vennootschap nieuwe financiering aan wil gaan en de belangen van de gezamenlijke schuldeisers daardoor wezenlijk worden geschaad.²⁹⁷

292 Art. 375 Fw.

293 MvT WHOA, p. 40.

294 Art. 384 lid 2 sub b-d Fw.

295 Dit is vergelijkbaar met de Duitse regeling, zie par. 5.4.5.

296 Dit wordt bepleit door Tollenaar, zie Tollenaar 2016, par. 8.7.2.1 en Tollenaar 2017a, p. 75.

297 Art. 384 lid 2 sub f Fw.

Afwijzingsgronden overeenkomstig de surseance- en faillissementsakkoordregeling

De WHOA bevat verder vier algemene afwijzingsgronden die reeds voorkomen in de regeling van het surseance- en faillissementsakkoord: de nakoming van het akkoord is onvoldoende gewaarborgd, er is sprake van bedrog en dergelijke, het loon van deskundigen is niet gestort of er is daarvoor geen zekerheid gesteld of andere redenen verzetten zich tegen homologatie.²⁹⁸ Het vereiste dat de nakoming van het akkoord voldoende is gewaarborgd, betreft geen *feasibility test*.²⁹⁹ Op de *feasibility test* bestaat kritiek, namelijk of een rechter wel in staat is dit te beoordelen.³⁰⁰ De test heeft, evenals de hierna te bespreken *best interest test*, een speculatief karakter. Het gaat er niet zozeer om dat de rechtbank toetst of de kans op insolventie afneemt door het akkoord (en met welk percentage).³⁰¹ Het gaat er om dat de nakoming van een akkoord voldoende is gewaarborgd als dat akkoord wordt aangeboden, het akkoord een hogere totaalwaarde genereert dan zonder het akkoord én niemand slechter af is dan zonder het akkoord.³⁰² In de memorie van toelichting komt dit ook tot uiting: “Onderdeel e strekt niet zo ver dat de rechter moet onderzoeken of de toekomstige nakoming van de verplichtingen uit de in het akkoord voorgestelde leningen zeker is.”³⁰³

Best interest test

De meest interessante algemene afwijzingsgrond betreft de schending van de zogenoemde *best interest test*.³⁰⁴ De rechtbank kan op verzoek van een tegenstemmende (of ten onrechte niet tot de stemming toegelaten) aandeelhouder of schuldeiser het verzoek tot homologatie van het akkoord afwijzen wanneer (summierlijk blijkt dat) de aandeelhouder of de schuldeiser onder het akkoord slechter af zou zijn dan bij een vereffening in faillissement. In de memorie van toelichting wordt verduidelijkt dat het moet gaan om een aanmerkelijk slechtere positie.³⁰⁵ In tegenstelling tot de

298 Art. 384 lid 2 sub e, g, h en i Fw. Zie voor het faillissements- en surseanceakkoord: art. 153 lid 2 Fw en art. 272 lid 2 Fw.

299 De Richtlijn geeft aan dat lidstaten ervoor moeten zorgen dat een rechtbank homologatie van het akkoord kan weigeren indien geen redelijk uitzicht bestaat op het voorkomen van de insolventie van de vennootschap en de levensvatbaarheid van de onderneming niet kan worden gewaarborgd (art. 10 lid 3 Richtlijn).

300 Zie hierover ook par. 3.3.7.

301 Pannevis 2017, p. 220-221 stelt een andere invulling van de *feasibility test* voor: er moet niet worden gekeken naar de kans een faillissement af te wenden, maar naar de invloed van het akkoord op de (collectieve) verhaalsverwachting.

302 Veder & Mennens 2018, p. 20. Zie voorts Tollenaar 2016, hfst. 2 en hfst. 3.

303 MvT WHOA, p. 68-69. Daarbij wordt naar de Oi-akkoorden verwezen. De eis of de nakoming van het akkoord voldoende is gewaarborgd, is geschreven uitgaande van de situatie dat de vennootschap niet alle vorderingen kan betalen, maar wel een geldsom beschikbaar is voor een directe gedeeltelijke betaling. De rechtbank hoeft slechts te toetsen of de ineens te betalen geldsommen voldoende zijn gewaarborgd. Zie Rb. Amsterdam 11 juni 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:5047, JOR 2018/259.

304 Art. 384 lid 3 Fw.

305 MvT WHOA, p. 69.

andere afwijzingsgronden is een rechter niet verplicht het verzoek tot homologatie van het akkoord af te wijzen. Dit is mijns inziens enigszins opmerkelijk. De *best interest test* betreft immers een minimumwaarborg dat schuldeisers en aandeelhouders niet slechter af zijn onder een akkoord dan zonder een akkoord. Wanneer mag de rechter hier dan aan voorbijgaan en het akkoord alsnog homologeren? In Duitsland biedt bijvoorbeeld de Insolvenzordnung de mogelijkheid dat in het akkoord middelen (geld, borg of garantie) worden opgenomen voor het geval dat sprake is van een schending van de *best interest test*.³⁰⁶ Wanneer een schuldeiser of een aandeelhouder aannemelijk maakt dat hij slechter af is onder het akkoord, kan hij uit deze middelen in eenzelfde positie worden gebracht als hij zou zijn bij liquidatie van de vennootschap. Hierdoor is de homologatie van het akkoord alsnog mogelijk. In de WHOA ontbreekt een dergelijke bepaling, maar ik acht een vergelijkbare handelwijze mogelijk aangezien de rechtbank het homologatieverzoek kan (en niet moet) afwijzen wegens strijd met de *best interest test*.

De *best interest test* heeft voor bij het akkoord betrokken aandeelhouders normaliter weinig betekenis. Zij hebben in faillissement in de regel geen verifieerbare vordering en een liquidatieoverschot is niet waarschijnlijk. Zij zijn met andere woorden *out of the money*. Voor (gedeeltelijk) *in the money* schuldeisers of aandeelhouders is de *best interest test* een minimumwaarborg dat zij in ieder geval niet in een slechtere positie komen te verkeren dan in geval van een vereffening in faillissement. Om dit te beoordelen, is een vergelijking tussen de situatie onder het akkoord en in liquidatie (zonder het akkoord) nodig.³⁰⁷ De aanbieder van een akkoord moet de geschatte opbrengst bij een vereffening van het vermogen in faillissement aangeven (liquidatiewaarde) én “de waarde die naar verwachting gerealiseerd kan worden als het akkoord tot stand komt” (reorganisatiewaarde).³⁰⁸ De positie zonder het akkoord vereist een waardering van de liquidatiewaarde, waarbij afhankelijk van de omstandigheden een *piecemeal* liquidatie of een *going concern* liquidatie (meestal het geval) de meeste waarde oplevert.³⁰⁹ Voor het voldoen aan de *best interest test* is, naast de totale liquidatiewaarde, ook van belang wat de klassen van schuldeisers (en aandeelhouders) volgens hun rang in faillissement zouden ontvangen.³¹⁰ Het stelt de stemgerechtigden beter in staat over het akkoord te stemmen: zij kunnen dan immers hun individuele positie onder het akkoord vergelijken met hun individuele

306 §251 lid 3 InsO.

307 De Richtlijn biedt lidstaten de keuze tussen de liquidatiewaarde of de *next best alternative*, zie art. 2 lid 1 sub 6 Richtlijn. Zie verder par. 3.3.7.1.

308 Art. 375 lid 1 sub d-f Fw.

309 Zie Tollenaar 2016, hfst. 5 en Van den Berg 2017 over waardering van ondernemingen.

310 Dit lijkt te volgen uit art. 375 lid 1 sub d Fw (‘de financiële gevolgen van het akkoord per klasse van schuldeisers en aandeelhouders’). In Duitsland is dit (ook) onderdeel van de informatie die een schuldeiser of aandeelhouder ontvangt, zie §220 InsO en MüKoInsO/Eilenberger 2014, InsO § 220 Rn. 4.

positie in faillissement.³¹¹ Ook kunnen zij daardoor een beroep doen op de *best interest test* en kan de rechtbank de *best interest test* toetsen. Zoals gezegd, is dit de enige algemene afwijzingsgrond die de rechtbank niet ambtshalve toetst.

Een groot nadeel van de *best interest test* is echter dat het een moeilijke en speculatieve waardering vergt.³¹² Het bepalen van de liquidatiewaarde is speculatief. En het waarden van de geschatte uitkering uit die liquidatiewaarde volgens de rangorde in faillissement is nog speculatiever aangezien een vereffening- en verificatieproces moet worden voorspeld. Bovendien is de uitkering in faillissement – een uitkering in contanten – lastig te vergelijken met een uitkering anders dan in contanten (of bijvoorbeeld wel in contanten maar uitgekeerd over meerdere jaren). Juist bij een preventieve herstructurering zijn uitkeringen anders dan in contanten vaak onderdeel van een akkoord. Dan moet worden geschat of de waarde van de uitkering anders dan in contanten overeenkomt met de waarde van de uitkering in contanten bij een vereffening in faillissement. Dit alles kan aanleiding vormen voor waarderingsdiscussies. De rechtbank kan, in het kader van de beslechting van vroegtijdige geschillen en de maatwerkbepaling, een (onafhankelijke) deskundige aanwijzen die een waarderingsrapport opstelt.³¹³

Mede gezien de onzekerheden als hierboven bedoeld, vragen verschillende auteurs zich af waarom de *best interest test* desverzocht moet worden verricht indien in elke klasse een meerderheid heeft ingestemd met het akkoord.³¹⁴ Mijns inziens moet een beroep op de *best interest test* ook dan mogelijk zijn.³¹⁵ Een andere aanname zou niet alleen niet in lijn zijn met de Richtlijn,³¹⁶ maar ook in strijd zijn met artikel 1 EP EVRM. Een *in the money* schuldeiser of aandeelhouder mag niet onrechtmatig, dat wil zeggen zonder compensatie, in een slechtere positie terechtkomen onder het akkoord dan zonder het akkoord.³¹⁷ Wanneer een meerderheid binnen een klasse instemt met een lagere uitkering dan in faillissement, moet de

311 Eveneens Van Galen 2017, p. 237. Zie Spierings & Kolthof 2017, p. 248 die eveneens menen dat de aanbieder van het akkoord meer onderliggende gegevens moet verschaffen. Van den Berg 2017, p. 256 noemt het irrationeel wanneer vermogensverschaffers voor een akkoord stemmen dat geen hogere (reorganisatie)waarde genereert dan de waarde zonder een akkoord.

312 Tollenaar 2016, par. 8.9.3.3 zet uitgebreid de nadelen van een liquidatie-analyse uiteen, zoals onzekerheden aan de actief- en passiefzijde. Dat waardering tot veel discussie kan leiden, is bijvoorbeeld te zien bij de onteigening van aandeelhouders bij SNS op grond van de Interventiewet. Al jaren wordt geprocedeerd over de hoogte van de schadeloosstelling. De minister voert aan dat nul euro schadevergoeding juist is omdat zonder de onteigening het faillissement van de bank zou plaatsvinden.

313 Art. 378-380 Fw. Zie verder par. 6.5.2.5-6.5.2.6.

314 O.a. McCormack 2017a, p. 553 en Tollenaar 2017a, p. 79.

315 Eveneens Van Galen 2015, p. 155 en Lennarts 2015, par. 9.10 (in het kader van de eerste consultatieversie van de WHOA).

316 Art. 10 lid 2 sub d Richtlijn.

317 MüKoInsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 43 en Van Galen 2015, p. 155.

minderheid de mogelijkheid hebben hiertegen in bezwaar te komen. De inmen-
ging in een eigendomsrecht kwam in paragraaf 3.4 aan bod. Samenvattend is een
inmenging in een eigendomsrecht toegestaan indien aan een drietal vereisten is
voldaan: de inmenging is voorzienbaar, in het algemeen belang en proportioneel.
Het schort bij het schenden van de *best interest test* aan het bestaan van de vereiste
proportionaliteit.³¹⁸

Tot slot kan het recht op vrijheid van vereniging een rol spelen bij de *best interest test*. Wanneer een schuldeiser in het kader van een *debt for equity swap* tegen zijn wil aandelen verkrijgt, is dit mijns inziens in beginsel in strijd met de negatieve vrijheid van vereniging: een schuldeiser kan in beginsel niet worden gedwongen aandelen te nemen in een geherstructureerde vennootschap.³¹⁹ In Duitsland kan een schuldeiser om die reden nooit worden gedwongen aandelen te nemen.³²⁰ Het verdient aanbeveling dit ook in de WHOA op te nemen. Onder de WHOA is een gedwongen aandeelhouderschap enkel niet mogelijk bij een *cross class cramdown*: een schuldeiser of een aandeelhouder kan de rechtbank verzoeken tot een afwijzing van het homologatieverzoek wanneer de schuldeiser op basis van het akkoord niet het recht heeft te kiezen voor een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat hij bij een vereffening van het vermogen in faillissement naar verwachting in geld zou ontvangen.³²¹ Het is mijns inziens van belang dat wanneer de rechtbank de *best interest test* toetst, zij beoordeelt of de klassenindeling juist is geschied. De aanbieder van het akkoord kan wellicht een uitkering in contanten omzeilen door zo min mogelijk stemklassen te maken waardoor de kans dat een gehele stemklasse tegenstemt, vermindert.

6.5.8 Aanvullende afwijzingsgronden bij tegenstemmende klasse(n)

Voor aandeelhouders zijn de aanvullende afwijzingsgronden relevanter. Het betreft afwijzingsgronden die alleen van toepassing zijn wanneer minimaal één (*in the money*) stemklasse het akkoord niet heeft aangenomen. De rechtbank wijst het verzoek tot homologatie van het akkoord af wanneer een schuldeiser of een aandeelhouder die niet met het akkoord heeft ingestemd én zich bevindt in een niet-instemmende klasse, een geslaagd beroep doet op een of meer van de aanvullende afwijzingsgronden.³²² De aanvullende afwijzingsgronden waarborgen dat aandeelhouders of schuldeisers in een niet-instemmende klasse krijgen waar zij volgens hun rang recht op hebben wanneer de vennootschap wordt geherstructureerd. De WHOA bevat twee aanvullende afwijzingsgronden.³²³ Ten eerste mag bij de verdeling van de

318 Zie hierover uitgebreid par. 3.4.2.3.

319 Art. 11 EVRM. Zie par. 3.5 over (negatieve) verenigingsvrijheid.

320 Zie par. 5.4.6.1.

321 Art. 384 lid 4 sub b Fw. Zie par. 6.5.8.4.

322 Art. 384 lid 4 Fw.

323 Art. 384 lid 4 sub a en sub b Fw.

reorganisatiewaarde niet ten nadele van de niet-instemmende klasse worden afgeweken van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap, tenzij voor die afwijking een redelijke grond bestaat én de schuldeisers of de aandeelhouders uit de niet-instemmende klasse niet in hun belangen worden geschaad. Met andere woorden, er moet sprake zijn van een eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde. De tweede aanvullende afwijzingsgrond is dat een niet-instemmende schuldeiser uit de niet-instemmende klasse op basis van het akkoord niet het recht heeft te kiezen voor een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat hij bij een vereffening van het vermogen in faillissement naar verwachting in geld zou ontvangen.

De eerste aanvullende afwijzingsgrond is ontleend aan de Amerikaanse *absolute priority rule*.³²⁴ De *absolute priority rule* houdt in dat een lager gerangschikte klasse niets mag ontvangen of behouden zolang de hoger gerangschikte klassen niet volledig zijn voldaan.³²⁵ De andere aanvullende afwijzingsgrond is gebaseerd op de *best interest test* en komt tegemoet aan een belangrijk hiervoor besproken bezwaar van de *best interest test*; het gaat bij de aanvullende afwijzingsgrond om het recht om te kiezen voor een uitkering in contanten ter hoogte van het bedrag dat een schuldeiser in faillissement in contanten zou ontvangen.

Bij beide aanvullende afwijzingsgronden moet een waardering van de onderneming plaatsvinden. De waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd (de reorganisatiewaarde³²⁶) dient eerlijk te worden verdeeld onder de betrokken schuldeisers en aandeelhouders. Dit betreft een *going concern* waardering.³²⁷ Bij de keuze voor een uitkering in contanten gaat het om de liquidatiewaarde (de opbrengst bij een *going concern* dan wel een *piecemeal* liquidatie). Soms leidt de onzekerheid omtrent deze waarderingen en daarmee samenhangend de disputen erover, ertoe dat senior partijen reeds voor de stemming waarde afstaan aan *out of the money* schuldeisers of aandeelhouders.³²⁸ Laatstgenoemden stemmen vervolgens voor het akkoord waardoor een *cross class cramdown* van die klasse(n) wordt vermeden.

De twee aanvullende afwijzingsgronden komen hierna achtereenvolgens aan bod. De paragrafen 6.5.8.1-6.5.8.3 zien op de eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde,³²⁹ specifiek gezien vanuit de positie van aandeelhouders en de mogelijkheden om af te wijken van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de

324 MvT WHOA, p. 17. De Amerikaanse wet gebruikt deze term overigens niet.

325 Art. 1129(b)(2)(B/C) US Bankruptcy Code. Deze regel is onderdeel van de overkoepelende Amerikaanse regeling dat een *cross class cramdown* alleen mogelijk is indien geen sprake is van *unfair discrimination* en het akkoord *fair and equitable* is.

326 Zie hierover Van den Berg 2019, par. 3.4.

327 MvT WHOA, p. 48.

328 Van den Berg 2015, p. 282. Zie hierover uitgebreid Baird & Bernstein 2006.

329 Ik gebruik hierna de termen 'APR' en 'eerlijke verdeling' afwisselend.

vennootschap. Paragraaf 6.5.8.4 ziet op het recht om te kiezen voor een uitkering in contanten ter hoogte van het bedrag dat een schuldeiser in faillissement in contanten zou ontvangen.

6.5.8.1 Eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde

Het staat de aanbieder van een akkoord vrij de reorganisatiewaarde volgens ‘zelf-bepaalde’ regels te verdelen onder de bij het akkoord betrokken schuldeisers en aandeelhouders, zolang alle stemklassen instemmen met de voorgestelde verdeling. Wanneer één of meer klassen niet instemmen met het akkoord, geldt dat in beginsel de reorganisatiewaarde verdeeld moet zijn overeenkomstig de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap.³³⁰

Waar de tweede consultatieversie van de WHOA nog een zeer omslachtige en rigide omschrijving gaf bestaande uit vier verschillende aanvullende afwijzingsgronden,³³¹ vat de WHOA deze thans samen onder het eenvoudige begrip ‘eerlijke verdeling’. Het uitgangspunt van de eerlijke verdeling is dat de verdeling van de reorganisatiewaarde geschiedt overeenkomstig de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap opgenomen in Titel 10 van Boek 3 BW, een andere wet of een daarop gebaseerde (contractuele) regeling.³³²

Een verdeling van de reorganisatiewaarde overeenkomstig de rangorde bij verhaal op het vermogen betekent dat aandeelhoudersklassen als laagst gerangschikte stemklassen in de regel niets mogen ontvangen of behouden. Eerst zullen de vorderingen van alle hoger gerangschikte schuldeisersklassen moeten worden voldaan. Dat de vorderingen van alle schuldeisers worden voldaan, is een illusie wanneer een vennootschap zware financiële problemen heeft. Kortom, aandeelhouders zullen in de regel hun aandelenbelang kwijtraken bij het volgen van de rangorde (de *APR*).³³³ De aandelen van de bestaande aandeelhouders zullen geheel verdwijnen door middel van intrekking van de aandelen.³³⁴ Een intrekkingbesluit van de algemene vergadering is niet vereist omdat het een besluit aangaande de uitvoering van een akkoord betreft (zie par. 6.5.11.4). Het is wel noodzakelijk dat dan nieuwe aandelen worden uitgegeven aan bijvoorbeeld schuldeisers omdat ten minste één aandeel met stemrecht door een ander dan de vennootschap moet worden gehouden.³³⁵

330 Art. 384 lid 4 sub a Fw.

331 Art. 381 lid 4 sub a-d tweede consultatieversie WHOA.

332 Zoals een overeengekomen achterstelling of de regeling uit de Leidraad Invordering 2008 (art. 26.3.5) dat de fiscus onder omstandigheden zijn medewerking aan een saneringsakkoord verleent wanneer hij ten minste een dubbel percentage krijgt uitgekeerd ten opzichte van de concurrente schuldeisers.

333 De positie van aandeelhouders bij een *APR* komt in par. 6.5.8.2 verder aan bod.

334 Zie par. 2.5.1.5 over kapitaalvermindering.

335 Art. 2:175 lid 1 BW.

Niet meer dan 100%-regel

Hoewel het niet expliciet blijkt uit de wettekst of de memorie van toelichting bij de WHOA moet onder eerlijke verdeling ook worden verstaan dat aandeelhouders en schuldeisers niet meer mogen ontvangen dan waarop zij recht hebben.³³⁶ Dit is de ‘niet meer dan 100%-regel’. De regel stond wel expliciet in de tweede consultatieversie van de WHOA.³³⁷ De regel is een logisch uitvloeisel van het feit dat iedereen onder een akkoord deelt in de reorganisatiewaarde overeenkomstig zijn rang. De eerlijke verdeling-regel is grotendeels gebaseerd op de Amerikaanse *absolute priority rule*. In de Amerikaanse rechtspraak is, als ‘omgekeerde regel’ van de *APR*, de niet meer dan 100%-regel van de *APR* ontwikkeld.³³⁸ Duitsland heeft de regel wettelijk verankerd ten aanzien van schuldeisers.³³⁹ Ook in de Richtlijn is de niet meer dan 100%-regel opgenomen.³⁴⁰

Schuldeisers mogen niet meer dan het bedrag van hun vorderingen ontvangen. Bij aandeelhouders ligt dit anders en hoeft de 100%-regel niet te gelden. Bij preferente aandelen is het percentage winst waarop de aandeelhouder recht heeft doorgaans gekoppeld aan de nominale waarde,³⁴¹ maar voor houders van gewone aandelen is in principe geen maximum te noemen. Zij delen ook boven het nominale bedrag in de winst of hetgeen resteert bij een vereffening. In het onwaarschijnlijke geval dat alle schuldeisersklassen volledig zijn voldaan, gelden de aanspraken die aandeelhouders hebben bij deling in de winst en bij vereffening in faillissement en verkrijgen aandeelhouders conform die aanspraken het gehele ‘overschot’ van de reorganisatiewaarde.

Gelijke behandeling

Voorts valt onder een ‘eerlijke verdeling’ dat in beginsel sprake moet zijn van een gelijke behandeling van aandeelhouders of schuldeisers met eenzelfde rang.³⁴² Een ongelijke behandeling (dat wil zeggen een afwijking van de rangorde³⁴³) is slechts toegestaan indien hiervoor een redelijke grond bestaat én de aandeelhouders of de

336 In art. 370 lid 2 Fw is wel opgenomen dat wanneer een derde een schuld van de vennootschap voldoet terwijl de schuldeiser onder het akkoord ook een uitkering ontvangt, de schuldeiser niet meer mag ontvangen dan het bedrag van zijn vordering.

337 Art. 381 lid 4 sub b tweede consultatieversie WHOA.

338 Zie bijv. *Genesis Health Ventures Inc.*, 266 B.R. 591, 612 (Bankr. D. Del. 2001). Zie Tollenaar 2016, p. 167 voor verdere verwijzingen naar Amerikaanse rechtspraak.

339 Zie par. 5.4.6.2

340 Zie par. 3.3.8.3.

341 Vgl. art. 2:206a lid 2 BW.

342 Overeenkomstig de hiervoor genoemde *no unfair discrimination test* uit de Verenigde Staten.

343 Een ongelijke behandeling in de vorm waarin de uitkering is gegoten (bijv. aandelen of geld), is wel toegestaan. Met Tollenaar (2017a, p. 83) ben ik het eens dat een gelijke behandeling qua uitkeringsvorm ondoenlijk is, omdat niet-contante uitkeringen lastig te vergelijken zijn met elkaar.

schuldeisers uit de niet-instemmende klasse niet in hun belangen worden geschaad.³⁴⁴ Ook deze regel komt voor in de Richtlijn en de Amerikaanse en Duitse wet en hangt samen met de *APR*.³⁴⁵ Zo moet in beginsel sprake zijn van een gelijke behandeling tussen stemklassen met aandeelhouders of schuldeisers met eenzelfde rang.³⁴⁶ De aanbieder van een akkoord heeft de mogelijkheid aandeelhouders met eenzelfde rang in meerdere stemklassen onder te verdelen. Hij moet daarbij de criteria aangeven aan de hand waarvan dit is geschied.³⁴⁷ Een redelijke grond kan bijvoorbeeld zijn dat bepaalde aandeelhouders bereid zijn extra financiering in te brengen.

Daarnaast mag de aanbieder van een akkoord bepaalde aandeelhouders en schuldeisers buiten het akkoord laten (hun vorderingen en rechten blijven onaangetast) mits hiervoor een redelijke grond aanwezig is. Het gaat dan met name om ‘cruciale’ aandeelhouders en schuldeisers.³⁴⁸ Zij zijn nodig voor de voortzetting van de onderneming van de vennootschap, bijvoorbeeld leveranciers die goederen leveren die noodzakelijk zijn voor de voortzetting van de onderneming en een eigendomsvoorbehoud kunnen uitoefenen.³⁴⁹ Het kan daardoor voorkomen dat schuldeisers die wel bij het akkoord zijn betrokken en eenzelfde rang hebben als de ‘cruciale’ schuldeisers, minder krijgen uitgekeerd terwijl degenen die buiten het akkoord zijn gehouden, hun vordering volledig voldaan (zullen) krijgen. Deze categorie van ongelijke behandeling zal minder snel aan de orde zijn bij aandeelhouders dan bij schuldeisers omdat aandeelhouders (ook cruciale aandeelhouders) eerder betrokken zijn bij een akkoord en aldus in een stemklasse moeten worden ingedeeld. Aandeelhouders zijn betrokken wanneer sprake is van een wijziging van rechten en daaronder valt tevens een aandelenverwatering. Vindt een uitgifte van aandelen plaats ten behoeve van een *debt for equity swap* of het aantrekken van nieuwe investeerders, dan kunnen aandeelhouders niet buiten het akkoord blijven.

De twee genoemde categorieën van gelijke behandeling vergen wel dat het akkoord voldoende duidelijke informatie bevat om vast stellen of een redelijke grond bestaat, te meer omdat een aandeelhouder of een schuldeiser zelf een beroep moet (kunnen) doen op de ongelijke behandeling (en de rechtbank het dan moet toetsen). Uiteraard zorgt dergelijke informatie ook eerder ervoor dat alle stemklassen zullen instemmen met de (on)gelijke behandeling. De wet vereist reeds dat de aanbieder van het akkoord informatie verstrekt omtrent de criteria voor een klassenindeling. In paragraaf 6.5.8.3 komt de redelijke grond voor afwijking van de rangorde verder aan bod.

344 Art. 384 lid 4 sub a Fw. Zie hierover verder par. 6.5.8.3.

345 Art. 11 lid 1 sub c Richtlijn (zie ook par. 3.3.8.2 onder c), art. 1129(b)(2) US Bankruptcy Code en §245 lid 2 sub 3 InsO (zie ook par. 5.4.6.2).

346 MvT WHOA, p. 49.

347 Art. 375 lid 1 sub c Fw.

348 Zie par. 2.4 en par. 3.3.2 over cruciale aandeelhouders.

349 Zie Van Gangelen & Gispén 2018, p. 20-21.

6.5.8.2 Eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde gezien vanuit de positie van aandeelhouders

Een eerlijke verdeling betekent aldus dat de reorganisatiewaarde wordt verdeeld onder de betrokken schuldeisers en aandeelhouders overeenkomstig de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap (*APR*). Aandelen en aandeelhoudersrechten blijven normaliter onaangetast totdat de vennootschap is ontbonden en het vermogen is vereffend. Bij een preventieve herstructureringsprocedure vindt echter, zoals ook uiteengezet in de paragrafen 3.2.2 en 3.3.8.2, al een wijziging van het aandelenkapitaal plaats vóórdat de vennootschap is geliquideerd. De toepassing van de *APR* houdt in dat aandeelhouders in de regel hun aandelenbelang kwijtraken. Er is dus niet slechts sprake van een directe of indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten.

In het navolgende ga ik verder in op het verschil tussen liquidatie en een preventieve herstructurering vanuit het perspectief van aandeelhouders. Ik zet uiteen of de *APR* uit de WHOA ten aanzien van aandeelhouders te verklaren is.³⁵⁰ Ik bekijk daarbij welke aanspraak aandeelhouders naar Nederlands recht hebben op het vermogen van de vennootschap bij liquidatie buiten faillissement, bij liquidatie in faillissement, bij een surseance- en faillissementsakkoord en tot slot bij een preventief herstructureringsakkoord onder de WHOA.

a. Aandeelhouders bij een vereffening van het vermogen buiten faillissement

Aandeelhouders zijn afhankelijk van de mate van succes van de vennootschap. Aandeelhouders hebben geen recht op dividend, voor zover de dividenduitkering de schuldeisers in een slechtere verhaalspositie brengt. De BV kent namelijk vermogensbeschermingsregels die gelden bij een dividenduitkering (en ook bij de inkoop en de intrekking van aandelen).³⁵¹ Op het moment dat het voorzienbaar is dat de vennootschap haar opeisbare schulden niet meer kan betalen, mag het bestuur geen goedkeuring verlenen aan een besluit tot dividenduitkering en heeft een aandeelhouder dus geen aanspraak op het vermogen van de vennootschap. De aandeelhouder kan wachten totdat de vennootschap weer gaat floreren of kan proberen zijn aandelen te verkopen en over te dragen aan een medeaandeelhouder of een derde. Dit laatste zal alleen lastig zijn bij een vennootschap in financieel zwaar weer, althans het zal lastig zijn een goede prijs voor de aandelen te verkrijgen. Waar aandeelhouders niets te vorderen hebben wanneer het financieel slecht gaat met de vennootschap, kunnen schuldeisers hun verhaalsrechten uitoefenen indien hun opeisbare vorderingen niet

³⁵⁰ De navolgende paragrafen onder a t/m d zijn grotendeels gebaseerd op een eerder gepubliceerd artikel van mijn hand: S.C.E.F. Moulen Janssen, 'APR en aandeelhouders: botsing van het vennootschapsrecht met het insolventierecht', *WPNR* 2018/7219.

³⁵¹ Art. 2:216 BW, art. 2:207 BW en art. 2:208 BW.

worden voldaan. Tussen schuldeisers bestaat een rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap.³⁵² Aandeelhouders maken geen deel uit van deze rangorde omdat zij geen schuldeisers zijn.³⁵³

Ook bij een vereffening van het vermogen van de vennootschap buiten faillissement door ontbinding van de vennootschap is de aanspraak van aandeelhouders anders dan die van schuldeisers. De vereffenaar vereffent het vermogen van de vennootschap ten behoeve van de schuldeisers. De vereffening ziet enkel op het vermogen van de vennootschap en niet op de vennootschapsrechtelijke structuur van de vennootschap zelf en het functioneren van haar organen. Dit onderscheid is van geringe betekenis, nu de ontbonden vennootschap weliswaar tijdens de vereffening blijft voortbestaan (en ook de vennootschapsorganen), maar enkel voor zover dat voor de vereffening nodig is.³⁵⁴ Wanneer de vorderingen van alle schuldeisers zijn voldaan bij de vereffening én nog een positief saldo resteert, zijn de aandeelhouders hiertoe gerechtigd, tenzij de statuten anders bepalen.³⁵⁵ Ook uit dit recht op het liquidatiesaldo blijkt dat aandeelhouders geen onvoorwaardelijke aanspraak hebben op het vermogen van de vennootschap. Zij ontvangen slechts een uitkering indien het vermogen van de vennootschap dat toelaat. In wezen geldt dan de *APR*. De aandeelhouder staat helemaal onderaan bij een uitkering uit het vermogen bij liquidatie buiten faillissement.³⁵⁶

b. Aandeelhouders bij een vereffening van het vermogen in faillissement

Vereffening buiten faillissement zoals hiervoor besproken, kan alleen plaatsvinden indien er genoeg baten zijn.³⁵⁷ Dit zal juist bij het overgrote deel van de vennootschappen die in aanmerking komen voor een preventieve herstructureringsprocedure niet het geval zijn: zij verkeren in de situatie waarin het redelijkerwijs aannemelijk is dat zij hun opeisbare schulden niet meer zullen kunnen voldoen. Wanneer de schulden de baten overstijgen, doet de vereffenaar aangifte tot faillietverklaring.³⁵⁸

352 Titel 10 Boek 3 BW.

353 Een aandeelhouder kan tevens de hoedanigheid van een schuldeiser hebben indien hij bijv. een lening heeft verstrekt aan de vennootschap of een vordering uit hoofde van betaalbaar gesteld dividend heeft.

354 Art. 2:19 lid 5 BW.

355 Art. 2:23b BW.

356 Hummelen 2014, p. 5.

357 Bij gebrek aan baten is turboliquidatie (art. 2:19 lid 4 BW) mogelijk, maar bij turboliquidatie ontbreekt juist een vereffening van het vermogen.

358 Art. 2:23a lid 4 BW. Turboliquidatie (art. 2:19 lid 4 BW) is niet (snel) aan de orde omdat daarvoor is vereist dat de vennootschap überhaupt geen (bekende) baten meer heeft. Een levensvatbare onderneming die voorziet dat zij haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen, heeft doorgaans baten. Tevens is de medewerking van de algemene vergadering vereist voor turboliquidatie (art. 2:19 lid 1 sub a BW).

Dan vindt een vereffening van het vermogen in faillissement plaats.³⁵⁹ De curator is belast met de vereffening van het vermogen van de vennootschap ten behoeve van de schuldeisers.³⁶⁰ Alleen schuldeisers mogen een vordering ter verificatie indienen en zo aanspraak maken op het vermogen van de vennootschap. De vennootschap zelf en haar organen blijven voortbestaan – de vennootschap is niet ontbonden – maar hun handelingen kunnen de boedel niet binden.³⁶¹ De aandeelhouder staat de facto geheel buiten het faillissement en de vennootschapsrechtelijke structuur blijft onveranderd. Hij is geen schuldeiser en artikel 2:23b BW (het recht op liquidatiesaldo) is niet van toepassing op vereffening in faillissement.³⁶² Na de vereffening van het vermogen eindigt het faillissement en wordt de vennootschap ontbonden. Op dát moment houdt de vennootschap op te bestaan, en daarmee ook de vennootschapsorganen. En pas op dat moment vindt een aantasting van de rechten van aandeelhouders plaats en neemt het aandeelhouderschap een einde.³⁶³

Enkel indien alle vorderingen van schuldeisers zijn voldaan, hebben aandeelhouders nog eventueel een aanspraak op het vermogen van de vennootschap. Resteert nog vermogen (een boedelsurplus), dan zullen eerst de niet-verifieerbare vorderingen, zoals rentevorderingen, moeten worden uitbetaald. Dit zal een vereffening conform de regels van Boek 2 BW zijn indien de som van de niet-verifieerbare vorderingen de baten niet overstijgt.³⁶⁴ Een eventueel batig saldo dat resteert na uitbetaling van alle verifieerbare vorderingen gaat naar de aandeelhouders, tenzij de statuten andere gerechtigden hiertoe noemen. Deze geschetste situatie komt echter zelden voor. Evenals bij liquidatie buiten faillissement, is in wezen sprake van de APR. Een eventueel resterend vermogen gaat naar de aandeelhouders.

c. Aandeelhouders bij een surseance- en faillissementsakkoord

Hoewel de huidige surseance- en faillissementsakkoordregelingen enkel zien op concurrente schuldeisers,³⁶⁵ bevatten de regelingen een zekere APR. Eén van de verplichte wettelijke weigeringsgronden voor homologatie van het akkoord is dat de

359 Titel 10 Boek 3 BW en art. 57 Fw.

360 Art. 68 Fw.

361 Kortmann 1988 en Wessels 2016, nr. 2242.

362 Art. 2:23a lid 5 BW. Zie verder Soedira 2011, par. 6.9 en Hummelen 2014, p. 4-5.

363 Art. 2:19 lid 1 sub c BW.

364 De vereffenaar kan dan bijv. de ex-curator zijn, zie bijv. Rb. Den Haag 22 januari 2016, ECLI:NL:RBDHA:2016:3012. Wanneer echter de rentevorderingen de baten overstijgen, zal het faillissement worden aangevraagd en resteert met een aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid geen vermogen voor de aandeelhouders. Zie bijv. HR 24 juni 2016, ECLI:NL:HR:2016:1294, NJ 2016/497 (*Boele's Scheepswerven*).

365 Art. 157 Fw en art. 273 Fw. Zie over de surseanceregeling par. 6.4.

baten van de boedel de bij het akkoord bedongen som aanmerkelijk te boven gaan.³⁶⁶ Deze weigeringsgrond waarborgt dat de concurrente schuldeisers niet aanmerkelijk minder ontvangen onder het akkoord dan bij liquidatie van het vermogen. Ontvangen de concurrente schuldeisers aanmerkelijk minder dan betekent dit indirect dat waarde naar de aandeelhouders toevloeit.³⁶⁷ De rechtbank moet dan de homologatie weigeren. Deze weigeringsgrond verandert echter niets aan het feit dat aandeelhouders geheel buiten een surseance- en faillissementsakkoord staan. De vennootschap blijft voortbestaan bij een gehomologeerd surseance- of faillissementsakkoord en een wijziging in het aandelen(belang) kan niet optreden tegen de wil van aandeelhouders.³⁶⁸ Aandeelhouders profiteren echter wel van een geslaagd akkoord. De vennootschap kan immers weer gaan floreren na het akkoord.

d. Aandeelhouders bij een preventieve herstructureringsprocedure

Bij een preventieve herstructureringsprocedure is geen sprake van liquidatie van de vennootschap: de vennootschap blijft immers voortbestaan en wordt niet ontbonden. Dat ook in geval van een dwangakkoord buiten faillissement de APR de norm is, is te verklaren doordat in feite wel sprake is van een vereffening van het vermogen. Het is echter geen vereffening in traditionele zin, omdat de vennootschap blijft bestaan én schuldeisers (doorgaans) niet krijgen uitbetaald in contanten. De *in the money* schuldeisers verkrijgen herschikte of nieuwe financiële instrumenten, bijvoorbeeld in de vorm van aandelen.³⁶⁹ De onderneming wordt als het ware aan de *in the money* schuldeisers overgedragen waardoor de (onderneming binnen de) vennootschap blijft voortbestaan.³⁷⁰ Het is geen overdracht in juridische zin, maar een overdracht in economische zin: de waarde van de onderneming wordt overgedragen aan de *in the money* schuldeisers. Het is een alternatief voor het overdragen van de onderneming aan een derde, met ‘traditionele’ vereffening van het vermogen van de vennootschap als gevolg.³⁷¹

366 Art. 153 Fw en art. 272 lid 1 sub 1 Fw. Bij de surseancebepaling ontbreekt het woord ‘aanmerkelijk’. Dit lijkt een vergissing te zijn, zie Hof Amsterdam 5 november 2005, ECLI:NL:GHAMS:2005:AZ8881, JOR 2007/51.

367 Soedira 2011, par. 6.9 en Hummelen 2014, par. 3.1.2. Zie Rb. Utrecht 9 augustus 1989, ECLI:NL:RBUTR:1989:AC0987, NJ 1990/399 (*Bredero*) voor een faillissementsakkoord waarbij de aandeelhouders een (klein) aandelenbelang behielden.

368 INSOLAD ontwierp derhalve een conceptwetsvoorstel voor een nieuwe surseanceregeling waarbij een surseanceakkoord wel kan worden opgelegd aan aandeelhouders en zij zelfs hun gehele aandelenbelang kunnen verliezen (https://static.basenet.nl/cms/105928/Publicaties/2015_01_30-Titel-II-Van-surseance-van-betaling.pdf).

369 Tollenaar 2016, p. 23.

370 Jackson 1982, p. 893, Tene 2003, p. 390, Baird & Bernstein 2006, p. 1937, Tollenaar 2016, p. 22 en Van den Berg 2017, p. 256.

371 In par. 1.4.2 kwamen redenen aan bod voor het behouden van de vennootschapsrechtelijke entiteit.

Bij liquidatie zowel in als buiten faillissement geldt, zoals hiervoor bleek, in zekere zin een *APR* ten aanzien van aandeelhouders. In zekere zin, omdat de vereffening enkel ziet op schuldeisers en voorts aandeelhouders alleen iets ontvangen indien een batig saldo overblijft nadat de vorderingen van de schuldeisers volledig zijn voldaan. De eigendomsstructuur – de aandelen – wijzigt of verdwijnt pas op het moment de vennootschap ophoudt te bestaan. De rangorde ten aanzien van aandeelhouders bij een preventieve herstructurering leidt ertoe dat aandeelhouders ook onderdeel zijn van de vereffening en de eigendomsstructuur (daardoor) kan wijzigen zonder dat de vennootschap ophoudt te bestaan. De rechtspraak met betrekking tot noodzaakfinanciering laat al zien dat het mogelijk is dat buiten een liquidatie om, de eigendomsstructuur van de vennootschap wijzigt tegen de wil van een aandeelhouder.³⁷² Zo moet een aandeelhouder in het kader van noodzaakfinanciering een aandelenemissie (inclusief uitsluiting van het voorkeursrecht) dulden indien, gechargeerd gezegd, zonder de financiering de vennootschap zeer waarschijnlijk failliet gaat. Een aandelenverwatering is het gevolg. Het verschil met liquidatie is dat de aandeelhouder wel zijn (soms heel gering) aandelenbelang behoudt. Het onderscheid tussen een gehele verdwijning van het aandelenbelang en een vergaande aandelenverwatering kan bij noodzaakfinanciering echter bijna nihil zijn.³⁷³ Toepassing van de *APR* ten aanzien van aandeelhouders bij een preventieve herstructurering is in dat geval slechts een kleine stap verder die bovendien alleen geldt indien niet alle stemklassen met het akkoord instemmen.³⁷⁴ Deze stap verder is te rechtvaardigen. Zouden de *in the money* schuldeisers de onderneming niet ‘overnemen’, dan is het gevolg van het niet tot stand komen van een preventieve herstructurering naar alle waarschijnlijkheid het faillissement van de vennootschap. Deze rechtseconomische benadering van het vermogen van de vennootschap en haar structuur is geen nieuw fenomeen, mede gelet op de noodzaakfinanciering-jurisprudentie en de balans- en continuïteitstest bij dividenduitkering.³⁷⁵ Aandeelhouders ontvangen geen dividend en moeten ingrijpen in hun aandelenbelang dulden omdat het financieel slecht gaat met de vennootschap.

Een verdere rechtseconomische ondersteuning voor toepassing van een *cross class cramdown* (en niet zozeer de *APR*) ten aanzien van aandeelhouders is de gedachte dat aandeelhouders zeggenschapsrechten hebben omdat zij *residual claimants* zijn. Dit kwam in paragraaf 2.3.4 aan bod. Aandeelhouders zijn niet de enige *residual claimants*, maar wel degenen die het meest afhankelijk zijn van

³⁷² Zie par. 6.2.

³⁷³ Bijv. EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, *JOR* 2003/112 (*Olczak t. Poland*) waar een aandeelhouder zijn aandelenbelang zag verwateren van 45 procent naar 0,4 procent.

³⁷⁴ Een belangrijk onderscheid is dat noodzaakfinanciering zich richt op dwarsliggende aandeelhouders en een *APR* op alle aandeelhouders.

³⁷⁵ Zie ook De Leo 2018 die in zijn artikel o.a. democratische besluitvorming onderzoekt bij een vennootschap in financiële nood. Hij sluit zijn artikel af met de zin: *economics trumps politics*.

het succes van de vennootschap omdat zij slechts een voorwaardelijke aanspraak hebben op het vermogen van de vennootschap. Zonder ‘succes’ ontvangen aandeelhouders niets. Zij hebben derhalve de juiste (economische) prikkels het bestuur goed en efficiënt te laten besturen (en te controleren). Die juiste prikkels vallen echter grotendeels weg wanneer insolventie dreigt: de aandelen zijn immers (bijna) niets meer waard en de belangen van aandeelhouders vallen doorgaans niet samen met het vennootschappelijk belang.³⁷⁶ De schuldeisers hebben bij een vennootschap in financiële moeilijkheden eigenlijk de *residual claim*.³⁷⁷ De zeggenschap verschuift in feite van de aandeelhouders naar de schuldeisers. Het is vanuit die gedachte te verklaren dat wanneer een klasse van aandeelhouders tegen het akkoord stemt, dit geen invloed heeft op de totstandkoming van het akkoord (mits waarborgen zijn ingebouwd).

Indien niet alle stemklassen voor het akkoord stemmen, is mijns inziens de rangorde waar de WHOA vanuit gaat (rangorde bij verhaal op het vermogen), een juist *uitgangspunt* dat recht doet aan dat omslagpunt tussen een solvete en insolvente vennootschap. Alleen wanneer daadwerkelijk sprake is van dreiging van insolventie is de APR toegestaan, dan zijn aandeelhouders immers in de regel (gedeeltelijk) *out of the money*. De rechtbank wijst ambtshalve (of op verzoek) het verzoek tot homologatie van het akkoord af wanneer niet voldaan is aan het insolventiecriterium. De noodzaak van toepassing van de APR moet daarnaast ook blijken; waarom is een akkoord nodig dat *out of the money* aandeelhouders en schuldeisers buiten spel zet. Artikel 1 EP EVRM vergt, in het kader van de proportionaliteitstoets, dat een inmenging in een eigendomsrecht noodzakelijk moet zijn.³⁷⁸ Zo zal de aanbieder van een akkoord in het akkoordvoorstel de financiële situatie van de vennootschap uiteen moeten zetten en moeten onderbouwen op welke manier een inmenging in de rechten van aandeelhouders en schuldeisers bijdraagt aan een herstructurering zodat insolventie naar alle waarschijnlijkheid wordt voorkomen.³⁷⁹

6.5.8.3 Eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde: afwijken van de rangorde

De WHOA staat afwijking van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap toe wanneer hiervoor een redelijke grond aanwezig is én de schuldeisers of de aandeelhouders uit de niet-instemmende klasse daardoor niet in hun belangen worden geschaad.³⁸⁰ Dit is een vergelijkbare norm als die uit de Richtlijn.³⁸¹ Hierdoor is het mogelijk schuldeisers en aandeelhouders met eenzelfde

³⁷⁶ Zie par. 2.7.1.1 en par. 6.2. Easterbrook & Fischel 1983, p. 404.

³⁷⁷ Kemp 2015, par. 3.3 en De Leo 2018, p. 1256.

³⁷⁸ Par. 3.4.2.3.

³⁷⁹ Zie ook Schmidt-Preuß 2016, p. 1271 die aangeeft dat een *debt for equity swap* in het kader van een herstructurering een geschikt middel is.

³⁸⁰ Art. 384 lid 4 sub a Fw.

³⁸¹ Art. 11 lid 2 tweede volzin Richtlijn. Zie hierover par. 3.3.8.2 onder b.

rang in verschillende stemklassen in te delen en een verschillende uitkering onder het akkoord aan te bieden, alsook bepaalde aandeelhouders of schuldeisers buiten het akkoord te laten.³⁸² De memorie van toelichting bij de WHOA noemt slechts deze twee voorbeelden.³⁸³ Naast deze toegestane ongelijke behandeling van aandeelhouders en schuldeisers is het, gelet op de ongeclausuleerde formulering van de afwijkingsmogelijkheid, ook anderszins mogelijk af te wijken van de rangorde. Dit is van belang omdat met name in de Verenigde Staten, waar de *APR* het langst bestaat, ingewikkelde constructies worden opgetuigd teneinde te kunnen afwijken van de starre *APR*.³⁸⁴ In feite komt de afwijkingsmogelijkheid uit de WHOA er mijns inziens op neer dat afwijking van de rangorde mag indien dit nodig is om de reorganisatiewaarde te realiseren.³⁸⁵ Dat vormt een redelijke grond. Voorts schaaft het de belangen van de leden van een tegenstemmende klasse niet wanneer zij niet minder ontvangen dan waar zij recht op zouden hebben indien niet zou zijn afgeweken van de rangorde.

Nederland loopt met deze ‘algemene’ afwijkingsmogelijkheid voor op Duitsland. De Duitse *APR* is meer rigide. In Duitsland is een afwijkingsmogelijkheid niet opgenomen in de wet, maar bestaat er wel discussie over in de literatuur.³⁸⁶ In het navolgende komen de afwijkingsmogelijkheden ten aanzien van aandeelhouders aan bod die (naast de uitzonderingen op gelijke behandeling) mijns inziens onder de WHOA zijn toegestaan vanwege de algemeen geformuleerde afwijkingsmogelijkheid.³⁸⁷ Aandeelhouders die ‘cruciaal’ zijn, extra financiering inbrengen of waarde krijgen van een senior klasse, mogen hun aandelenbelang (gedeeltelijk) behouden onder het akkoord.

Cruciale aandeelhouders

Cruciale aandeelhouders mogen hun aandelenbelang behouden.³⁸⁸ Cruciale aandeelhouders zijn namelijk van belang voor de toekomst van de (onderneming van de)

382 Zie par. 6.5.8.1.

383 MvT WHOA, p. 11-12 en p. 49.

384 Zie hierover Tollenaar 2016, par. 6.14.3 met verdere verwijzingen.

385 Zie ook Tollenaar 2016, p. 290.

386 Zie par. 5.4.6.2.

387 Hetgeen hierna komt in deze paragraaf is deels ontleend uit par. 4.1 van een eerder gepubliceerd artikel van mijn hand: S.C.E.F. Moulen Janssen, ‘Het dwangakkoord buiten faillissement onder de WHOA en de aandeelhouder. Onder druk worden vennootschappelijke verhoudingen vloeibaar?’, *Ondernemingsrecht* 2019/147.

388 Het is goed dat de WHOA de mogelijkheid biedt af te wijken van de rangorde ten aanzien van cruciale aandeelhouders. In de Verenigde Staten wordt daarentegen een lastige constructie aangedragen voor kleine en middelgrote ondernemingen, het *Equity Retention Plan*, teneinde te verzekeren dat aandeelhouders betrokken blijven na de herstructurering. Zie hierover par. 3.3.8.2 onder a. In de Small Business Reorganization Act 2019 is thans opgenomen dat aandeelhouders bij kleine vennootschappen onder strikte voorwaarden hun aandelenbelang mogen behouden.

vennootschap.³⁸⁹ Cruciale aandeelhouders dragen ook op een andere manier dan louter financiële inbreng bij aan de vennootschap, zoals door managementexpertise. Denk bijvoorbeeld aan de directeur-grotaandeelhouder of een arts die tevens aandelen in de artsenpraktijk houdt.³⁹⁰ De ervaring, kennis, reputatie of zakelijke contacten van de cruciale aandeelhouder is bijvoorbeeld nodig voor de herstructurering.³⁹¹ Cruciale aandeelhouders beschikken over meer informatie dan buitenstaanders. Schatten zij het risico hoog in dat een klasse gaat tegenstemmen, dan zullen zij wellicht geen prikkel hebben mee te werken aan het akkoord. Zij verliezen immers in de regel hun aandelenbelang. Ook een sterke verwatering van hun aandelenbelang zullen zij niet dulden. Het afwijken van de rangorde ten aanzien van cruciale aandeelhouders stimuleert tevens dat het bestuur van een vennootschap dat bestaat uit cruciale aandeelhouders tijdig(er) een akkoord aanbiedt. Het bestuur (en ook de aandeelhouder die invloed kan uitoefenen in de vennootschap) moet zich naar het vennootschappelijk belang richten en tijdig maatregelen nemen wanneer de vennootschap in financieel zwaar weer verkeert.³⁹² De toegestane afwijking van de rangorde staat het aanbieden van een akkoord door het bestuur in ieder geval niet in de weg.

Wanneer de vennootschap cruciale aandeelhouders heeft, is het behoud van hun inbreng nodig voor de voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap, met andere woorden voor het realiseren van de reorganisatiewaarde. Dit maakt ook dat cruciale aandeelhouders daarvoor moeten worden beloond, ervan uitgaande dat voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap – gelet op het belang van de schuldeisers – te verkiezen is boven een *going concern* of *piecemeal* liquidatie.³⁹³ Ook na de reorganisatie moeten zij hun werk kunnen voortzetten.³⁹⁴ Zonder hun medewerking volgt naar alle waarschijnlijkheid liquidatie van de vennootschap.³⁹⁵ Hun inbreng leidt tot een waardeverhoging van de onderneming. De onderneming is echter geen eigenaar van hun expertise, *know-how*, netwerk of ideeën.³⁹⁶ Deze inbreng betreft immers persoonlijke goodwill. In tegenstelling tot zakelijke goodwill, gaat

389 Zie verder par. 2.4 en par. 3.3.2 over cruciale aandeelhouders.

390 Daarbij wordt er uiteraard van uitgegaan dat de bestuurder niet debet is aan de financiële situatie van de vennootschap, zie Baird & Rasmussen 2001, p. 953.

391 Zie ook overweging 59 Richtlijn.

392 Zie par. 2.7.1.1.

393 Tene 2003, p. 378 en Harner 2015, p. 540. Hetzelfde geldt voor schuldeisers die van cruciaal belang zijn voor de voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap, zoals cruciale handelscrediteuren.

394 Baird & Rasmussen 2001, p. 937.

395 Baird & Rasmussen 2001, p. 924 en Tene 2003, p. 323.

396 Harner 2015, p. 522 e.v.

het bij persoonlijke goodwill om de persoonlijke kwaliteiten van mensen. Persoonlijke goodwill kan niet worden overgedragen aan een overnemer van de onderneming.³⁹⁷ Schuldeisers, de ‘overnemers’ bij een preventieve herstructureringsprocedure, hebben er dus geen aanspraak op bij de herstructurering.³⁹⁸ Er zal voor moeten worden betaald.³⁹⁹ Cruciale aandeelhouders hebben hierdoor een sterke positie in de onderhandelingen over een akkoord. Het is uiteindelijk aan de rechter te beoordelen of hij daadwerkelijk overtuigd is dat sprake is van een cruciale aandeelhouder wanneer deze oordeelt of sprake is van een eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde.⁴⁰⁰ Cruciale aandeelhouders zullen vooral aanwezig zijn bij kleine en middelgrote ondernemingen omdat daar de ondernemer als persoon van belang is voor de voortzetting van de onderneming.⁴⁰¹

Het ten nadele van de leden van een tegenstemmende klasse afwijken van de rangorde ten gunste van de cruciale aandeelhouders vindt zijn rechtvaardiging in het feit dat de belangen van eerstgenoemden niet worden geschaad. Zij krijgen datgene van de reorganisatiewaarde waar ze recht op zouden hebben indien niet van de rangorde was afgeweken. Bij de berekening van de reorganisatiewaarde (bij afwijking van de rangorde) wordt rekening gehouden met de cruciale aandeelhouders. De inbreng van de cruciale aandeelhouders is onderdeel van de waarde van de onderneming *going concern*.⁴⁰² Aangezien de reorganisatiewaarde niet kan worden gerealiseerd zonder de betrokkenheid van cruciale aandeelhouders na de herstructurering, is de waarde van de onderneming na de herstructurering het bedrag waarop de waardetoekenning aan cruciale aandeelhouders (en ook dwangcrediteuren) in mindering is gebracht.⁴⁰³ Hetzelfde geschiedt bij de ongelijke behandeling tussen schuldeisers en aandeelhouders met eenzelfde rang. De waardetoekenning aan de schuldeisers of de aandeelhouders die een gunstigere behandeling krijgen, zit al in de reorganisatiewaarde verdisconteerd waardoor de belangen van de tegenstemmende klasse niet worden geschaad. Het draait immers, zoals gezegd, om het realiseren van de reorganisatiewaarde en dat de tegenstemmende klasse datgene krijgt waar zij recht op heeft.

397 Essers 2017, IB.3.2.18.F.b.

398 Baird 1986, p. 139 en Harner 2015, p. 535.

399 Zo dient ook over het salaris van een bestuurder te worden onderhandeld.

400 Jonkers & Van Moorsel (2019, p. 949) uiten hier hun zorgen over. Zij noemen het voorbeeld dat een aandeelhouder IE-rechten heeft ondergebracht in een andere juridische entiteit en deze aanbiedt in ruil voor een deel van de reorganisatiewaarde. Zie ook het opiniestuk van Bartstra, Jonkers & De Weijs van 14 januari 2020 in het FD (‘Nieuwe wet in faillissementsrecht benadeelt vooral kleine ondernemingen’). Zie als tegenreactie daarop het opiniestuk van Tollenaar & Verstijlen van 21 januari 2020 in het FD (‘Nieuwe regeling faillissementswet goed voor groot én klein’) en de blog van Vriesendorp (<https://leidenlawblog.nl/articles/de-nederlandse-faillissementsrechter-is-geen-onbenul>). Zij hebben meer vertrouwen in de rechter.

401 Zie ook par. 3.3.2.

402 Harner 2015, p. 536.

403 Tollenaar 2016, par. 5.9.6 en par. 6.14.5. Zie ook Cleveland 2003, p. 206 die aangeeft dat *retention plans* vaak veel kosten en onderdeel moeten zijn van de waardering.

In de considerans van de Richtlijn wordt expliciet bepaald dat een *cross class cram-down* optioneel moet blijven voor micro-, kleine en middelgrote ondernemingen vanwege cruciale aandeelhouders.⁴⁰⁴ Alleen met steun van de vennootschap kan bij dergelijke ondernemingen om de homologatie van een akkoord bij een *cross class cramdown* worden verzocht.⁴⁰⁵ De identiteit van aandeelhouder en bestuurder is bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen vaak dezelfde.⁴⁰⁶ Bij grotere vennootschappen zijn de bestuurders professionals en kunnen zij gemakkelijk(er) worden vervangen.⁴⁰⁷ Bovendien hebben kleine familieondernemingen doorgaans geen andere financieringsopties dan hun aandeelhouders.⁴⁰⁸ Het is dan ook vaak beter dat cruciale aandeelhouders betrokken blijven na de herstructurering: “old equity may well be in the best position to make a go of the reorganized enterprise and so may be the party most likely to work out an equity-for-value reorganization.”⁴⁰⁹

New value

Een andere toegestane afwijking van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap bestaat wanneer een aandeelhouder nieuw kapitaal⁴¹⁰ inbrengt en dit een marktconforme tegenprestatie vormt voor het aandelenbelang dat de aandeelhouder mag behouden.⁴¹¹ Dit is de zogenaamde *new value exception* die is ontwikkeld in de Verenigde Staten.⁴¹² Nieuwe financiering is doorgaans noodzakelijk voor een succesvolle herstructurering.⁴¹³ In feite koopt de aandeelhouder opnieuw zijn aandelenbelang door nieuwe financiering in te brengen en behoudt hij op die manier (een deel van) zijn aandelenbelang.⁴¹⁴ De belangen van leden van niet-instemmende klassen worden niet geschaad: zij krijgen hetgeen waar zij ook recht op zouden hebben gehad indien niet was afgeweken van de rangorde. Van

404 Overweging 58 Richtlijn. Zie voorts par. 3.3.8.2 onder b.

405 Art. 383 lid 2 Fw.

406 Baird & Rasmussen 2001, p. 923.

407 Baird & Bernstein 2006, p. 1938. Eenzelfde redenering gaat op voor bestuurders die niet tevens aandeelhouder zijn. Dit laat ik verder buiten beschouwing. Zie bijv. Baird 1986, p. 142.

408 Tene 2003, p. 377.

409 *Re Bank of America Nat'l Trust & Sav. Ass'n v. 203 North LaSalle St. P'ship*, 526 U.S. 434, 452 (1999).

410 In de Verenigde Staten gaat het om een bijdrage *in money or money's worth*. Toekomstige arbeid van een aandeelhouder valt niet onder *money's worth*, zie *re Norwest Bank Worthington v. Ahlers*, 485 U.S. 197 (1988). Zie ook Markell 1991, p. 96.

411 Dit was de enig toegestane afwijking van de rangorde onder de tweede consultatieversie van de WHOA (art. 381 lid 4 sub a tweede consultatieversie WHOA). In de Verenigde Staten is de tegenprestatie in geld marktconform indien de marktwaarde is vastgesteld door een biedproces of een concurrerend plan aan te bieden, zie o.a. *re Bank of America National Trust and Savings Association v. 203 LaSalle Street Partnership*, 526 US 434. Zie voorts Tollenaar 2016, par. 6.14.5.

412 Zie ook par. 3.3.8.2 onder b.

413 Vgl. noodzaakfinanciering (par. 6.2). Zie ook Garrido 2012, nr. 26 over het belang van financieringsmogelijkheden voor een vennootschap in financiële nood.

414 Markell 1991, p. 98 betoogt dan ook dat niet zozeer sprake is van een uitzondering op de APR omdat schuldeisers hetzelfde bedrag krijgen.

belang is dat het gaat om een marktconforme tegenprestatie omdat aandeelhouders anders goedkoop aandelen kunnen verkrijgen in de vennootschap en profiteren van de (kans op de) opleving van de vennootschap.

Een zekere analogie is te trekken met de toepassing van het voorkeursrecht: zittende aandeelhouders kunnen niet alleen voorkomen dat hun aandelenbelang verwatert maar kunnen bij een akkoord ook voorkomen dat hun gehele belang verdwijnt. De vraag rijst of iedere aandeelhouder (nieuwe) aandelen mag kopen en daardoor aandeelhouder kan blijven in de geherstructureerde vennootschap. Wanneer vrijwel alle aandeelhouders een nieuw belang kopen, zullen schuldeisers doorgaans geen interesse hebben in het verkrijgen van aandelen. Zij verkrijgen dan immers relatief weinig zeggenschap in de vennootschap. Ook kan het zijn dat *in the money* schuldeisers niet willen dat de bestaande aandeelhouders betrokken blijven bij de geherstructureerde vennootschap.⁴¹⁵ Indien bijvoorbeeld een *debt for equity swap* noodzakelijk is om *in the money* schuldeisers hun deel van de reorganisatiewaarde te geven (en hen te laten instemmen met de noodzakelijke herstructurering), moet het niet mogelijk zijn dat (alle) aandeelhouders hun aandelenbelang kunnen behouden door middel van het inbrengen van *new value*.⁴¹⁶ Hier is al snel sprake van indien blijkt dat de vennootschap geen andere financiële middelen ter beschikking staan om de vorderingen van schuldeisers te kunnen voldoen. Het hangt aldus af van de omstandigheden van het geval of een aandeelhouder zijn aandelenbelang (gedeeltelijk) mag 'terugkopen'. Voor het aanbrengen van onderscheid tussen aandeelhouders die wel of niet van de mogelijkheid tot het kopen van aandelen gebruik mogen maken, is een redelijke grond vereist. Deze benadering voldoet aan de reeds genoemde proportionaliteitstoets van artikel 1 EP EVRM wanneer voldoende is onderbouwd dat een *debt for equity swap* nodig is.⁴¹⁷

Gifting

Voorts is het zogenoemde *gifting* toegestaan als afwijking van de rangorde bij verhaal op het vermogen van de vennootschap: een senior klasse staat waarde af aan een junior (aandeelhouders)klasse zodat die klasse zijn (aandelen)belang niet (geheel) verliest. Wanneer immers een klasse vrijwillig waarde afstaat aan een klasse van aandeelhouders, bijvoorbeeld omdat zij weet dat (een aantal van) de aandeelhouders belangrijk zijn voor de voortzetting van de (onderneming van de) geherstructureerde vennootschap ('cruciale' aandeelhouders), mag een stemklasse tussen de klasse die waarde afstaat en de klasse die waarde ontvangt, niet het akkoord frustreren.

415 Het kan ook voorkomen dat een derde een betere *deal* (hogere reorganisatiewaarde) voorstelt en eist dat bestaande aandeelhouders niet betrokken blijven bij de vennootschap. Dit kan leiden tot *loan to own* strategieën: het verkrijgen van *distressed debt* om zo zeggenschap te verkrijgen in de vennootschap. Het hangt van de omstandigheden van het geval af of dit redelijk is.

416 Markell 1991, p. 111-112.

417 Zie par. 3.4.2.3.

De tegenstemmende klasse wordt immers niet benadeeld en krijgt datgene van de reorganisatiewaarde waar hij recht op heeft.⁴¹⁸ In paragraaf 3.3.8.2 onder b kwam de kritiek op *gifting* aan bod. Evenals bij cruciale aandeelhouders geldt dat de rechter uiteindelijk moet beoordelen of een specifiek geval van *gifting* daadwerkelijk een eerlijke verdeling van de reorganisatiewaarde behelst.

6.5.8.4 De keuze voor een uitkering in contanten

De tweede aanvullende afwijzingsgrond ziet op de vorm waarin een uitkering geschiedt: schuldeisers uit een niet-instemmende klasse moeten het recht hebben te kiezen voor een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat zij bij een vereffening van het vermogen in faillissement naar verwachting in geld zouden ontvangen.⁴¹⁹ Schuldeisers krijgen doorgaans onder een akkoord een hogere uitkering aangeboden dan zij in faillissement zouden ontvangen, zij het dat die uitkering vaak niet in contanten maar bijvoorbeeld in de vorm van aandelen geschiedt. Schuldeisers uit een niet-instemmende klasse moeten aldus de mogelijkheid hebben te kiezen voor een uitkering in contanten ter hoogte van het bedrag dat zij in faillissement zouden ontvangen.⁴²⁰ Eenzelfde redenering is ook toe te passen op aandeelhouders. De WHOA noemt hen echter niet bij deze aanvullende afwijzingsgrond. Ook aandeelhouders hebben bij een liquidatie recht op geld indien nog een bedrag overblijft na voldoening van alle schuldeisers, zij het dat dit niet waarschijnlijk is bij een vereffening in faillissement.

Waar het bij de *best interest test* gaat om uitkeringen in (vooral) een andere vorm dan contanten, vergt deze aanvullende afwijzingsgrond een uitkering in contanten. Zoals vermeld in paragraaf 6.5.7, is de waardering overeenkomstig de *best interest test* behoorlijk speculatief omdat het bepalen van de liquidatiewaarde onzeker is en een uitkering overeenkomstig die waarde moeilijk te vergelijken is met een uitkering anders dan in contanten. Een uitkering in contanten vergt in ieder geval die vergelijking niet, maar is daarentegen weer lastig nu bij een preventieve herstructurering juist de uitkering in een andere vorm dan contanten geschiedt. Wanneer een meerderheid van de schuldeisers binnen een klasse instemt met een uitkering in een andere vorm dan contanten, wordt dit voorstel als redelijk beschouwd en kan een minderheid binnen een stemklasse enkel een beroep doen op het feit dat de uitkering in een andere vorm dan contanten (naar schatting) niet overeenkomt met het bedrag dat zij bij een vereffening in faillissement zou ontvangen. Dit brengt met

418 Een voorbeeld ter verduidelijking: de senior klasse zou volgens zijn rang 80 (euro) krijgen en de schuldeisersklasse tussen de senior klasse en de aandeelhoudersklasse 30. Wanneer de senior klasse 10 afstaat aan de aandeelhoudersklasse, verandert dit niets voor de schuldeisersklasse die nog steeds 30 ontvangt. Zie ook Tollenaar 2016, par. 6.14.4.

419 Art. 384 lid 4 sub b Fw.

420 Zie uitgebreid Tollenaar 2016, par. 8.9.6.1.

zich dat een juiste klassenindeling van belang is. Zou immers een meerderheid niet voorstemmen, dan kan een tegenstemmend lid van de klasse een beroep doen op het feit dat de keuze voor een uitkering in contanten ontbreekt. Voor de aanbieder van het akkoord kan dit een reden zijn minder stemklassen te vormen waardoor de kans op een tegenstemmende klasse vermindert.⁴²¹

De Richtlijn biedt lidstaten de ruimte zelf te bepalen in welke vorm de vorderingen worden voldaan onder een akkoord bij een *cross class cramdown*.⁴²² De Nederlandse wetgever heeft dus gekozen voor de keuze voor een uitkering in contanten bij een *cross class cramdown*. Schuldeisers uit de tegenstemmende klasse hoeven geen genoegen te nemen met een uitkering in de vorm van aandelen. In Duitsland kan een schuldeiser ook bij een enkele *cramdown* niet tegen zijn wil aandelen verkrijgen onder een akkoord.⁴²³ Dit heeft te maken met de negatieve verenigingsvrijheid: een schuldeiser kan in beginsel niet worden gedwongen aandelen te nemen in de geherstructureerde vennootschap.⁴²⁴

De waarborg van een uitkering in contanten is met name van belang voor zekerheidsgerechtigden. Normaliter mogen zekerheidsgerechtigden hun zekerheden uitwinnen in faillissement.⁴²⁵ Wanneer zij onder een akkoord genoegen moeten nemen met een uitkering anders dan in contanten, worden zij in feite gedwongen de vennootschap door te financieren. Het kan zelfs voorkomen dat een zekerheidsgerechtigde daardoor minder zekerheid ontvangt dan voorheen, bijvoorbeeld doordat de lening na homologatie van het akkoord een niet gesecureerde lening wordt. Ook voor andere *in the money* schuldeisers (en eventueel *in the money* aandeelhouders) kan dit gelden.⁴²⁶ Waar de APR waarborgt dat de stemklassen datgene van de reorganisatiewaarde ontvangen volgens hun rang, laat deze tweede aanvullende afwijzingsgrond zien dat een akkoord niet koste wat kost moet kunnen worden opgelegd aan een tegenstemmende klasse van schuldeisers (of aandeelhouders). Het zijn de *in the money* schuldeisers (en aandeelhouders) die de onderneming overnemen bij een preventieve herstructurering. Bestaat onder hen blijkbaar te weinig animo voor een preventieve herstructurering en het realiseren van de bijbehorende hogere waarde, dan is liquidatie (en de daarbij horende uitkering in contanten) te verkiezen. Buiten de akkoordprocedure om mogen schuldeisers immers hun verhaalsrechten uitoefenen.

421 Zie hierover par. 6.5.3 en par. 6.5.7.

422 Overweging 55 Richtlijn.

423 §225a lid 2 InsO jo. §230 lid 2 InsO. Zie voorts par. 5.4.6.1. In Duitsland bestaat geen vereiste dat een tegenstemmende klasse de keuze moet hebben voor een uitkering in contanten.

424 Art. 11 EVRM. Zie par. 3.5 over de (negatieve) verenigingsvrijheid.

425 Art. 57 Fw.

426 *Out of the money* schuldeisers (en aandeelhouders) zullen daarentegen over het algemeen wel instemmen met een uitkering in een andere vorm dan contanten omdat de uitkering hoger zal zijn dan een uitkering in liquidatie, te weten geen uitkering.

Het voorgaande betekent, dat indien de schuldeisers uit de tegenstemmende klasse contanten willen verkrijgen, andere schuldeisers (of aandeelhouders) dit moeten financieren. Zijn zij hier niet toe bereid – en vinden ze dus in feite dat een preventieve herstructurering geen meerwaarde oplevert ten opzichte van een liquidatie – dan volgt naar alle waarschijnlijkheid het faillissement van de vennootschap. Tollenaar verwoordt het treffend als volgt:

“Tegelijkertijd is echter het feit dat er niemand in de markt te vinden is die bereid is de schuld aan de senior crediteur te herfinancieren een belangrijke aanwijzing dat het zakelijk niet verantwoord is de senior schuldeisers te dwingen de onderneming door te financieren indien zij dat bij meerderheid evenmin wensen.”⁴²⁷

Ook al is gelet op het voorgaande veel te zeggen voor een uitkering in contanten voor een tegenstemmende klasse, vraag ik mij af of het per se in deze vorm als afwijzingsgrond moet zijn opgenomen. Waarom *in the money* schuldeisers (en aandeelhouders) de mogelijkheid van een *hold-out* positie verschaffen?⁴²⁸ In de Verenigde Staten is bijvoorbeeld in de wet bepaald dat zekerheidsgerechtigden geen uitkering met een hoger risico hoeven te accepteren, zoals ongesecureerde aandelen.⁴²⁹ Is een dergelijke regeling niet voldoende? Is het afdoende – ervan uitgaande dat een akkoord meerwaarde heeft boven een liquidatie – dat de rechtbank bij de beoordeling van de *best interest test* rekening houdt met het feit dat de leden van de klasse bij een vereffening in faillissement contanten zouden krijgen en derhalve ook met de voorwaarden waaronder de uitkering onder het akkoord geschiedt, zoals de marktrente en de termijn waarin de uitkering geschiedt?⁴³⁰ Uiteraard vergt dit een lastige exercitie, waarbij een deskundige een rol kan spelen. Bovendien kunnen schuldeisers de vorderingen of de aandelen die zij onder het akkoord ontvangen, zij het niet altijd gemakkelijk, weer verkopen. Zij zijn dan alsnog beter af dan bij een vereffening in faillissement en ontvangen wel contanten.⁴³¹ Gelet op de negatieve vrijheid van vereniging zou het wel aanbeveling verdienen dat in de WHOA, zoals in de Insolvenzordnung, wordt opgenomen dat een schuldeiser niet tegen zijn wil aandelen kan verkrijgen onder een akkoord.⁴³²

427 Tollenaar 2016, p. 77.

428 Eveneens Rotaru (2019, par. 147) die aangeeft dat dit indruist tegen de gedachte van een *cross class cramdown*.

429 Art. 1129(b)(2)(A)(iii) US Bankruptcy Code.

430 Zie ook de reacties op de tweede consultatieversie van de WHOA van onder meer De Brauw Blackstone Westbroek (p. 13-14) en NautaDutilh (p. 3-5). Zeer kritisch hierover: Tollenaar 2016 par. 3.4.7.1 en par. 6.16.7, Tollenaar 2017, par. 3.5 en Tollenaar 2017a, p. 83-84. Tollenaar acht de aanspraak in contanten cruciaal omdat een akkoordprocedure in feite een vereffening inhoudt en een uitkering anders dan in contanten de wettelijke rangorde verstoort.

431 Van Galen 2017, p. 240.

432 Art. 11 EVRM. Zie hierover par. 3.5.

6.5.9 Gevolgen van een gehomologeerd akkoord

Wanneer de hiervoor genoemde afwijzingsgronden zich niet voordoen, homologeert de rechtbank het akkoord. Een gehomologeerd akkoord is verbindend voor alle aandeelhouders en schuldeisers die stemgerechtigd zijn.⁴³³ Dit betekent dat niet alleen de aandeelhouders en de schuldeisers die hebben ingestemd met een wijziging van hun rechten en vorderingen gebonden zijn, maar ook de tegenstemmende, stem onthoudende of blanco stemmende aandeelhouders en schuldeisers. Zelfs aandeelhouders en schuldeisers die niet aanwezig waren bij de stemming zijn gebonden, zolang zij juist zijn opgeroepen.⁴³⁴ Zij hadden de mogelijkheid zich uit te spreken over het akkoord. Bij aandeelhouders zal de oproeping geen problemen opleveren, aangezien in het aandeelhoudersregister staat wie aandelen houdt in de vennootschap.

Wanneer sprake is van een scheiding tussen de juridische gerechtigdheid en de economische gerechtigdheid tot een aandeel of een vordering en de economisch gerechtigde stemt over het akkoord, bindt het akkoord ook de juridisch gerechtigde.⁴³⁵ Anders zou de laatstgenoemde zijn rechten kunnen blijven uitoefenen jegens de vennootschap.⁴³⁶ Zoals vermeld in paragraaf 6.5.6, meen ik dat de juridisch gerechtigde, gezien zijn gebondenheid aan het akkoord, ook moet worden opgeroepen voor de homologatiezitting en bezwaar moet kunnen maken. Dit is wenselijk uit een oogpunt van rechtsbescherming. Het zou dan ook zuiverder zijn in de WHOA op te nemen dat alle betrokken partijen wier rechten wijzigen door het akkoord en die door de vennootschap zijn opgeroepen voor de homologatiezitting (en bezwaar mogen maken⁴³⁷), gebonden zijn aan het akkoord.⁴³⁸ Eenzelfde benadering komt in Duitsland en Engeland voor.⁴³⁹ Overigens speelt in deze landen niet het probleem van scheiding van de economische gerechtigdheid en de juridische gerechtigdheid tot een aandeel of een vordering, aangezien de juridisch gerechtigde partij is bij een akkoord en mag stemmen.⁴⁴⁰

De beschikking van de rechtbank treedt in de plaats van besluiten van de algemene vergadering die nodig zijn voor de uitvoering van het akkoord.⁴⁴¹ Deze besluiten en de (eventueel) benodigde uitvoeringshandelingen komen apart in paragraaf 6.5.11.4 aan bod.

433 Art. 385 Fw jo. art. 369 lid 2 Fw.

434 Zijn schuldeisers of aandeelhouders niet juist opgeroepen, dan moet de rechtbank het homologatieverzoek afwijzen (tenzij ze alsnog het akkoord aanvaarden), zie par. 6.5.7.

435 Art. 385 tweede volzin Fw.

436 In de eerdere consultatieversies van de WHOA ontbrak een vergelijkbare bepaling nog.

437 Zie hierover uitgebreid par. 6.5.6.

438 Vgl. Bork 2012, p. 257 en Tollenaar 2017a, p. 75 en p. 88. Zo stond het ook vermeld in art. 382 eerste consultatieversie WHOA.

439 Zie par. 5.4.5, par. 5.4.7 en par. 4.3.7.

440 Payne 2014, p. 40 en p. 85. Zie voor Duitsland par. 5.4.4.

441 Art. 370 lid 5 laatste zin Fw.

Tot slot levert het vonnis van homologatie voor schuldeisers met niet betwiste vorderingen in beginsel tevens een voor tenuitvoerlegging vatbare titel op jegens de vennootschap (en borgen), voor zover de schuldeisers onder het akkoord een vordering krijgen tot betaling van een geldsom.⁴⁴² Komt de vennootschap het akkoord niet na, dan kunnen de bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers een schadevergoeding vorderen van de vennootschap.⁴⁴³ De ontbinding van het akkoord kan onder het akkoord worden uitgesloten.⁴⁴⁴

6.5.10 Rechtsmiddelen

Heeft de rechtbank het akkoord eenmaal gehomologeerd, dan staat geen hogere voorziening open tegen de beslissing tot afwijzing of toewijzing van het homologatieverzoek. Enkel cassatie in het belang der wet is nog mogelijk.⁴⁴⁵ Dit is niet in strijd met de Richtlijn. De Richtlijn bevat geen dwingende beroepsmogelijkheid.⁴⁴⁶ De memorie van toelichting bij de WHOA refereert aan de “klemmende situatie van een dreigende insolventie” als argument voor het niet openstellen van hogere voorzieningen.⁴⁴⁷ Hier valt vanwege de snelheid (en de kosten) van de procedure, de rechtszekerheid en het daadwerkelijk tot stand komen van een effectief akkoord, veel voor te zeggen.⁴⁴⁸

Toch meen ik dat het anders moet. De eerste consultatieversie van de WHOA bevatte wel de mogelijkheid om, binnen acht dagen na de afwijzing dan wel toewijzing van de homologatie van het akkoord, hoger beroep (en cassatie) in te stellen door de aanbieder van het akkoord, respectievelijk de tegenstemmende schuldeisers en aandeelhouders.⁴⁴⁹ De memorie van toelichting bij de eerste consultatieversie van de WHOA gaf als belangrijkste reden hiervoor: “Een inmenging in de eigendom is een zo zwaar middel dat een procedure in twee instanties aangewezen wordt geacht.”⁴⁵⁰ Later is de keuze voor het openstellen van rechtsmiddelen echter radicaal gewijzigd met de WHOA. De wetgever breekt hiermee met het systeem van de Faillissementswet dat rechtsmiddelen openstelt tegen rechterlijke beslissingen die rechten en plichten van betrokkenen vaststellen.⁴⁵¹ Zo staan tegen de beschikking van de rechtbank tot (weigering van de) homologatie van een surseance- of faillissementsakkoord rechtsmiddelen open.⁴⁵²

442 Art. 386 Fw.

443 Art. 387 lid 1 Fw.

444 Art. 387 lid 2 Fw.

445 Art. 369 lid 10 Fw en MvT WHOA, p. 17. De MvT geeft aan dat het stellen van prejudiciële vragen wel mogelijk is.

446 Art. 16 Richtlijn.

447 MvT WHOA, p. 17.

448 Tollenaar is voorstander van het niet openstaan van rechtsmiddelen, zie Tollenaar 2017a, par. 2.14.

449 Art. 379 eerste consultatieversie WHOA.

450 MvT eerste consultatieversie WHOA, p. 75.

451 Van Vugt 2017, p. 208.

452 Art. 154-156 Fw en art. 272 lid 6 Fw.

De benadering van de WHOA gaat te ver.⁴⁵³ De rechtvaardiging voor een dwangakkoord – en het ingrijpen in rechten van aandeelhouders en zelfs het verdwijnen van een aandelenbelang – is sterk afhankelijk van de mate van financiële nood waarin de vennootschap zich bevindt en de overige hiervoor besproken waarborgen voor homologatie. Hoewel vanuit artikel 6 EVRM (het recht op een eerlijk proces) bezien geen *recht* op hoger beroep bestaat,⁴⁵⁴ kan het wel meewegen bij de beoordeling of een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders (ex art. 1 EP EVRM⁴⁵⁵) geoorloofd is. Dit was bijvoorbeeld aan de orde in de zaak *Bäck t. Finland* waar de vraag speelde of sprake was van een *excessive burden* voor een schuldeiser wiens vordering was verminderd in het kader van een schuldenreductieprocedure van zijn schuldenaar. Het antwoord op deze vraag hing mede af van de omstandigheid of de procedure een eerlijke mogelijkheid bood aan de schuldeiser om zijn rechten te verdedigen. Het EHRM oordeelde dat daar sprake van was omdat de schuldeiser zijn mening kon geven over de schuldenreductie aan de rechtbank, de rechtbank een grondige en zorgvuldige beoordeling heeft gemaakt én appellant de mogelijkheid had om in beroep te gaan.⁴⁵⁶ Mijns inziens is het eigendomsrecht van aandeelhouders dusdanig fundamenteel, juist wanneer nog geen sprake is van insolventie van de vennootschap, dat het openstellen van rechtsmiddelen prevaleert boven een snel en efficiënt tot stand gekomen akkoord zonder de mogelijkheid van beroep. Het hanteren van korte termijnen die gebruikelijk zijn bij een faillissementsakkoord (behandeling van het hoger beroep binnen twintig dagen na de beschikking in eerste aanleg⁴⁵⁷) – ook het uitgangspunt bij de eerste consultatieversie van de WHOA – bespoedigt de voortgang van het akkoord. In aanvulling daarop zou, in lijn met de Richtlijn, het instellen van rechtsmiddelen geen schorsende werking van de uitvoerbaarheid van het akkoord met zich moeten brengen.⁴⁵⁸

De nadelen van het openstellen van rechtsmiddelen kunnen ook worden beperkt door aan het instellen van hoger beroep of cassatie bepaalde voorwaarden te verbinden. Het ligt voor de hand voor de kring van bevoegden de regels omtrent een faillissements- of surseanceakkoord te volgen: aandeelhouders of schuldeisers die tegen hebben gestemd of bij de stemming (geldig) afwezig waren, mogen in hoger beroep komen tegen de toewijzing van een homologatieverzoek.⁴⁵⁹ Aandeelhouders of schuldeisers die voor het akkoord hebben gestemd en de vennootschap zelf mogen in hoger beroep komen tegen de afwijzing van een homologatieverzoek. Voorts gaat

453 Zie ook Van Vugt 2017, par. 6.2 en *Kamerstukken II* 2018-19, 35 249, nr. 4, p. 4 (Advies Afdeling advisering Raad van State inzake de WHOA).

454 EHRM 17 januari 1970, nr. 2689/65 (*Delcourt v. Belgium*), par. 25.

455 Zie uitgebreid par. 3.4.2.

456 EHRM 20 juli 2004, nr. 37598/97, *NJ* 2005/479 (*Bäck t. Finland*), par. 64.

457 Art. 155 Fw.

458 Art. 16 lid 3 Richtlijn.

459 Wanneer sprake is van bedrog en dergelijke, mag overigens iedere aandeelhouder of schuldeiser dit, zie art. 154 Fw en art. 272 lid 6 Fw.

mijn voorkeur uit naar het volgen van de Duitse regeling: hoger beroep tegen een homologatiebeslissing is in Duitsland slechts ontvankelijk indien een niet-instemmende aandeelhouder of schuldeiser aannemelijk kan maken dat hij door het akkoord in een wezenlijk slechtere positie komt te verkeren dan zonder het akkoord.⁴⁶⁰ Van een wezenlijk slechtere positie is sprake wanneer een aandeelhouder of een schuldeiser ten minste tien procent minder ontvangt onder het akkoord dan hij zou ontvangen zonder het akkoord. Het opnemen van een bepaling met een dergelijke strekking in de WHOA verdient mijns inziens aanbeveling. Naar Nederlands recht zou dan een aandeelhouder of een schuldeiser alleen hoger beroep kunnen instellen wanneer hij aannemelijk kan maken dat hij in een wezenlijk slechtere positie komt te verkeren onder het akkoord dan het geval zou zijn bij een vereffening van het vermogen van de vennootschap in faillissement. Een dergelijke bepaling geeft een minimumwaarborg aan niet met het akkoord instemmende schuldeisers (en aandeelhouders) die nog een economisch belang hebben in de vennootschap en onder het akkoord slechter af zijn dan zonder het akkoord. Aandeelhouders (en concurrente schuldeisers) zullen in de meeste gevallen geen uitkering ontvangen bij een vereffening van het vermogen in faillissement en dus ook niet aannemelijk kunnen maken dat zij onder het akkoord in een wezenlijk slechtere positie komen te verkeren. Het komt dan niet aan op een inhoudelijke beoordeling van het hoger beroep.

Mede vanwege het ontbreken van de mogelijkheid tot hoger beroep, heeft de Raad van State geadviseerd meer waarborgen op te nemen in de procedure. Het beleggen van de homologatiebevoegdheid bij een gespecialiseerde rechtbank of kamer kan daarbij helpen.⁴⁶¹ Aangezien het nog niet duidelijk is tot hoeveel zaken de WHOA zal leiden, is voor nu gekozen voor een werkwijze waarbij een ‘WHOA-pool’ zal worden ingevoerd bestaande uit een rechter en een juridisch ondersteuner vanuit iedere rechtbank die specifiek zullen worden opgeleid.⁴⁶²

6.5.11 Aandeelhoudersrechten

Hiervoor is de akkoordprocedure van de WHOA uiteengezet. De WHOA is vooral geschreven vanuit een insolventierechtelijk perspectief waardoor zij uitgebreide regels en toelichtingen bevat ten aanzien van (dwarsliggende) schuldeisers. De wettekst en de memorie van toelichting bij de WHOA bespreken de positie van aandeelhouders daarentegen summier. Een uitzondering betreft artikel 370 lid 5 Fw, dat ingaat op aandeelhoudersrechten. De bepaling regelt de verhouding tussen de WHOA en het vennootschapsrecht.

460 §253 InsO. Zie verder par. 5.4.8. Overigens biedt de Insolvenzordnung de mogelijkheid dat in het akkoord middelen (geld, borg of garantie) worden opgenomen voor het geval dat sprake is van een schending van de *best interest test*.

461 *Kamerstukken II* 2018/19, 35 249, nr. 4, p. 4.

462 MvT WHOA, p. 20.

In deze paragraaf ga ik dieper in op welke aandeelhoudersrechten een dwangakkoord kan wijzigen (par. 6.5.11.1-6.5.11.3), in hoeverre daarbij besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding zijn vereist (par. 6.5.11.4) en of een akkoord verplichtingen kan opleggen aan aandeelhouders (par. 6.5.11.5).

6.5.11.1 Het wijzigen van aandeelhoudersrechten

Het is relatief eenvoudig te bepalen wanneer een akkoord rechten van schuldeisers wijzigt en dus wanneer zij betrokken zijn bij de akkoordprocedure. Voor aandeelhouders is dit lastiger. Ook aandeelhouders zijn betrokken bij de akkoordprocedure wanneer het akkoord hun rechten wijzigt, maar wanneer is daar sprake van? De memorie van toelichting bij de WHOA noemt een *debt for equity swap* als enige voorbeeld.⁴⁶³ Die wijzigt aandeelhoudersrechten niet direct, maar indirect. Een *debt for equity swap* houdt in dat nieuwe aandelen worden uitgegeven aan schuldeisers of derden met uitsluiting van het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders. Als gevolg hiervan verwatert het aandelenbelang van de huidige aandeelhouders. Daarmee veranderen niet alleen de zeggenschapsverhoudingen, maar verwatert ook het economisch belang.⁴⁶⁴ Het is mijns inziens vanuit het oogpunt van rechtsbescherming juist dat ook bij een indirecte wijziging van rechten aandeelhouders mogen stemmen over het akkoord, zij onderdeel zijn van het beoordelingskader van de rechtbank en bezwaar mogen maken tegen de homologatiebeslissing. De mate van aandelenverwatering kan namelijk vergaand zijn. Bij een *debt for equity swap* zal in de regel een aanzienlijke aandelenverwatering aan de orde zijn. Schuldeisers zullen doorgaans niet bereid zijn aandelen te verkrijgen in de geherstructureerde vennootschap wanneer zij (door middel van hun verkregen aandelen) vergaande invloed in de geherstructureerde vennootschap willen uitoefenen. Ook in het kader van noodzaakfinanciering beoordeelt een rechter of de aandelenverwatering is toegestaan en proportioneel is. Hij moet nagaan of er alternatieven zijn.⁴⁶⁵

Een akkoord kan aandeelhoudersrechten ook direct wijzigen. Het kan om zowel financiële rechten als zeggenschapsrechten gaan. Ik licht dit toe. Een akkoord ziet op het herstructureren van schulden.⁴⁶⁶ Aandelen kwalificeren niet als een schuld.⁴⁶⁷ Toch is het de bedoeling dat aandeelhouders kunnen worden betrokken

463 MvT WHOA, p. 34.

464 Eveneens de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht in haar advies over de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 2. Het kan ook voorkomen dat een akkoord enkel een verwatering van financiële rechten met zich brengt wanneer niet de samenstelling van de algemene vergadering wijzigt, maar aan houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding preferente aandelen worden uitgegeven.

465 Zie over noodzaakfinanciering par. 6.2.

466 MvT WHOA, p. 1. Zie verder par. 6.5.1 over de inhoud van een akkoord.

467 Par. 2.3.4.

bij een akkoord. Een strikte lezing van het herstructureren van schulden zou zijn dat een akkoord enkel de vermogensrechtelijke aanspraken van aandeelhouders mag wijzigen.⁴⁶⁸ Het zou dan enkel gaan om het herstructureren van de aanspraken die aandeelhouders hebben *jegens* de vennootschap, zoals het recht op dividend. De aanspraken die aandeelhouders hebben jegens de vennootschap zijn rechten van vermogensrechtelijke aard.⁴⁶⁹ Dat zijn de (toekomstige) ‘schulden’ van de vennootschap. Zeggenschapsrechten zijn daarentegen rechten die aandeelhouders kunnen uitoefenen binnen de vennootschap, niet jegens de vennootschap.

De WHOA verwijst op diverse plekken in de akkoordregeling naar de financiële belangen en aanspraken van aandeelhouders. Zo komt een akkoord enkel voor homologatie in aanmerking wanneer de reorganisatiewaarde eerlijk is verdeeld onder de verschillende stemklassen. Voorts mag bij een scheiding tussen de juridische gerechtigdheid en de economische gerechtigdheid tot een aandeel, de economisch gerechtigde onder omstandigheden stemmen over het akkoord omdat het financiële risico bij hem ligt. Ook bij de *best interest test* ligt de focus op de vermogensrechtelijke aanspraken van aandeelhouders. De test waarborgt dat bij het akkoord betrokken aandeelhouders niet slechter af zijn onder het akkoord dan zonder het akkoord. Zij zullen echter doorgaans niet slechter af zijn omdat zij in de regel *out of the money* zijn. De memorie van toelichting bij de eerste consultatieversie van de WHOA besteedde drie pagina’s aan de herschikking van de positie van aandeelhouders waarbij duidelijk naar voren kwam dat aandeelhouders risicodragend kapitaal verschaffen en de eerst aangewezenen zijn om verliezen te dragen.⁴⁷⁰

Deze nadruk op vermogensrechtelijke aanspraken van aandeelhouders is logisch aangezien een preventieve herstructurering waarbij de vermogensstructuur wijzigt in feite een vereffening van het vermogen van de vennootschap betreft. Dat de focus op de vermogensrechtelijke aanspraken ligt, leidt mijns inziens niet tot de conclusie dat een wijziging van zeggenschapsrechten onder een akkoord niet mogelijk is. Het is immers ook mogelijk dat aandeelhouders hun gehele aandelenbelang kwijtrafen bij toepassing van de regels voor een *cross class cramdown*. Een wijziging van zeggenschapsrechten van bestaande aandeelhouders ligt wel minder voor de hand bij een akkoord dan de wijziging van financiële rechten. Onder omstandigheden kan een wijziging van zeggenschapsrechten nodig zijn, bijvoorbeeld wanneer schuldeisers enkel instemmen met het verkrijgen van aandelen waaraan bepaalde zeggenschapsrechten zijn verbonden en deze reeds toekomen aan de bestaande houders van prioriteitsaandelen. Denk bijvoorbeeld aan de bevoegdheid te besluiten over een dividenduitkering of het ontslag van bestuurders.⁴⁷¹ Deze uitleg van herstructurering

468 Zie par. 2.6 over financiële rechten van aandeelhouders.

469 Bos 2005, p. 101 en Kemp 2015, par. 4.3.3.

470 MvT eerste consultatieversie WHOA, p. 16-19.

471 Art. 2:189a BW jo. art. 2:206 BW en art. 2:244 BW.

van schulden past ook bij de inhoud van een akkoord die de Richtlijn voorstaat. De Richtlijn verstaat onder herstructureren het wijzigen van de samenstelling, voorwaarden of structuur van de activa en de passiva van de vennootschap, waaronder de kapitaalstructuur.⁴⁷² Een beperking tot financiële rechten wordt niet genoemd. Ook onder het Engelse en Duitse recht kan een akkoord zowel financiële rechten als zeggenschapsrechten van aandeelhouders wijzigen. In Engeland is alles mogelijk onder een *scheme* zolang de stemmeerderheden binnen de klassen worden behaald.⁴⁷³ Een *scheme* is bovenal een overeenkomst tussen partijen. In Duitsland staat expliciet in de Insolvenzordnung dat alles wat vennootschapsrechtelijk toelaatbaar is mogelijk is onder een dwangakkoord.⁴⁷⁴

Alleen herstructurering van schulden

Een akkoord kan dus de rechten van aandeelhouders direct of indirect wijzigen waardoor aandeelhouders betrokken zijn bij de akkoordprocedure. Zoals uiteengezet in paragraaf 5.4.9, zijn aandeelhouders in Duitsland eerder betrokken bij een akkoordprocedure dan onder de WHOA. Dit komt omdat aandeelhouders bij een Duitse akkoordprocedure reeds betrokken zijn wanneer een vennootschapsrechtelijke maatregel onderdeel is van het akkoord. Een akkoord kan bijvoorbeeld het statutaire doel van de vennootschap wijzigen, met als gevolg dat aandeelhouders betrokken zijn bij de procedure omdat de wijziging van het statutaire doel een besluit van de algemene vergadering vereist. Een ander voorbeeld betreft het instellen van een raad van commissarissen. De aan een aandeel verbonden rechten van aandeelhouders wijzigen echter niet. Er bestaat in het Duitse recht geen onderscheid tussen het direct of indirect wijzigen van aandeelhoudersrechten en besluiten van de algemene vergadering. Een Duits dwangakkoord wordt opgelegd binnen een insolventieprocedure waar ook insolvente vennootschappen gebruik van kunnen maken. Bij een vennootschap die nog niet insolvent is, bestaat mijns inziens geen rechtvaardiging dat een dwangakkoord ook de inrichting van een vennootschap, zoals het doel of de *corporate governance*, kan wijzigen. De focus ligt bij een pre-insolventieakkoord op het herstructureren van schulden waaronder het aandelenkapitaal. De WHOA volgt deze benadering, evenals de Richtlijn en de Engelse *scheme* en *cva*. Onder de WHOA zijn daarnaast bepaalde besluiten van de algemene vergadering die betrekking hebben op het vermogen van de vennootschap niet vereist ten aanzien van het aanbieden van het akkoord en de uitvoering ervan.⁴⁷⁵ Welke besluiten niet zijn vereist, bespreek ik verder in paragraaf 6.5.11.4.

472 Art. 2 lid 1 sub 1 Richtlijn.

473 Zie par. 4.3.1.

474 §225a lid 3 InsO. Zie voorts par. 5.4.9.1.

475 Art. 370 lid 5 Fw.

Noodzakelijke wijziging

Eventuele wijzigingen van aandeelhoudersrechten onder een akkoord moeten mijns inziens noodzakelijk zijn voor het bereiken van de preventieve herstructurering.⁴⁷⁶ In paragraaf 3.4.2.3 kwam dit aan bod in het kader van de vraag wanneer een inmening in het eigendomsrecht van aandeelhouders ex artikel 1 EP EVRM geoorloofd is. De aanbieder van een akkoord moet aan het akkoord een beschrijving hechten van de herstructureringsmaatregelen die onderdeel zijn van een akkoord en de wijze waarop deze maatregelen aan een oplossing bijdragen.⁴⁷⁷ Hieronder valt mijns inziens ook welke aandeelhoudersrechten wijzigen en waarom. Dit is niet alleen van belang om aandeelhouders te overtuigen waarom een akkoord noodzakelijk is, maar ook zodat de rechtbank kan beoordelen of de wijzigingen noodzakelijk zijn voor een succesvolle herstructurering van schulden ter voorkoming van faillissement en aandeelhoudersrechten nietodeloos worden beperkt. Het is evenwel lastig voor de rechter te toetsen of de beperking van de aandeelhoudersrechten onder een akkoord misbruik oplevert. Bij gegronde vermoedens ervan kan de rechter eventueel het verzoek tot homologatie van het akkoord afwijzen op de algemene afwijzingsgrond dat andere redenen zich tegen homologatie van het akkoord verzetten.⁴⁷⁸

6.5.11.2 Het wijzigen van aandeelhoudersrechten en een aandeelhoudersovereenkomst

In een aandeelhoudersovereenkomst kan weliswaar geen nieuw soort aandeel of aandeel van een bepaalde aanduiding worden gecreëerd,⁴⁷⁹ maar de uitoefening van de aandeelhoudersrechten kan wel in een aandeelhoudersovereenkomst worden geregeld.⁴⁸⁰ In het kader van een preventieve herstructurering zijn een winstverdelingsregeling of een anti-verwateringsbepaling de belangrijkste bepalingen die kunnen voorkomen in een aandeelhoudersovereenkomst.⁴⁸¹ Een winstverdelingsregeling is een onderlinge afspraak tussen aandeelhouders over de verdeling van de winst.⁴⁸² Een anti-verwateringsbepaling beoogt te waarborgen dat bestaande aandeelhouders hun aandelenbelang op peil kunnen houden.

476 Zie eveneens de reactie van Eumedion op de eerste consultatieversie van de WHOA, p. 5.

477 Art. 375 lid 2 sub e onder 3 en 4 Fw.

478 Art. 384 lid 2 sub i Fw.

479 Een statutaire basis is hiervoor vereist, zie art. 2:175 BW. Zie ook bijv. Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/305.

480 Schutte-Veenstra 2016, par. 2.3.1.2.

481 Afspraken over de overdracht van aandelen zullen doorgaans geen problemen opleveren, aangezien bij een preventieve herstructurering intrekking van aandelen eerder voorkomt dan de overdracht van aandelen.

482 Dit betreft vaak een afwijking van art. 2:216 lid 6 BW.

Wanneer een dwangakkoord aandeelhoudersrechten wijzigt, kan dit gevolgen hebben voor een dergelijke aandeelhoudersovereenkomst. Het pregnantste voorbeeld is de intrekking van alle aandelen van de bestaande aandeelhouders. De aandeelhoudersovereenkomst verliest dan haar betekenis. Behouden (sommige) aandeelhouders wel (gedeeltelijk) hun aandelenbelang, dan kan het voortbestaan van (bepalingen uit) een aandeelhoudersovereenkomst onwenselijk zijn. Contractuele regels kunnen invloed hebben op wettelijke en statutaire regels ten aanzien van aandeelhoudersrechten en de kans van slagen van een akkoord wanneer zij doorwerken in de vennootschapsrechtelijke orde.⁴⁸³ Om eenzelfde reden wordt in het kader van noodzaakfinanciering aangenomen dat een beroep op een anti-verwateringsbepaling uit een aandeelhoudersovereenkomst naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar kan zijn.⁴⁸⁴

Wijzigen van een aandeelhoudersovereenkomst

Kan onder een akkoord een wijziging van de winstverdelingsregeling of de anti-verwateringsregeling plaatsvinden? De wet en de memorie van toelichting zwijgen, maar geven ook geen beperking. Artikel 373 Fw biedt de aanbieder van een akkoord de mogelijkheid tot het wijzigen van lopende overeenkomsten waarbij de vennootschap partij is en zelfs tot het eenzijdig opzeggen van dergelijke overeenkomsten. Waar de consultatieversies van de WHOA nog spraken over het wijzigen van wederkerige overeenkomsten, is in de wet opgenomen dat het gaat om lopende overeenkomsten. Hoewel de wetgever vooral doelt op commerciële overeenkomsten, valt een aandeelhoudersovereenkomst waarbij de vennootschap partij is onder een lopende overeenkomst. De memorie van toelichting bij de WHOA geeft bovendien aan dat de bepaling ziet op alle type overeenkomsten, behalve op arbeidsovereenkomsten.⁴⁸⁵

Het is mijns inziens toch de vraag of een aandeelhoudersovereenkomst waarbij de vennootschap partij is hieronder valt. In de regel heeft de vennootschap als partij bij de aandeelhoudersovereenkomst geen verplichtingen, anders dan dat zij op de hoogte is van de afspraken uit de overeenkomst en het bestuur hier dus rekening mee moet houden. Het ligt naar mijn mening meer voor de hand dat er overeenstemming moet zijn tussen de partijen bij een aandeelhoudersovereenkomst voor het wijzigen van afspraken uit een aandeelhoudersovereenkomst.⁴⁸⁶ Bestaande aandeelhouders zullen naar verwachting instemmen met wijzigingen. Zij weten immers dat zij hun gehele aandelenbelang verliezen wanneer schuldeisers anders niet met een akkoord zullen instemmen, omdat bij een *cross class cramdown* de rangorde bij

483 Zie uitgebreid over doorwerking van aandeelhoudersovereenkomsten (ook voor verdere verwijzingen): Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/107 e.v.

484 Zie bijv. HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*) en HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*). Zie voorts par. 6.2.

485 MvT WHOA, p. 44.

486 Dit geldt eveneens indien de vennootschap geen partij bij de aandeelhoudersovereenkomst is.

verhaal op het vermogen van de vennootschap geldt. Wanneer de bestaande aandeelhouders niet instemmen, kan de aanbieder van het akkoord de voorzieningenrechter (of de Ondernemingskamer) verzoeken om voorzieningen te treffen teneinde alsnog instemming te verkrijgen. Grondslag hiervoor is de redelijkheid en billijkheid.

Overigens meen ik dat ten aanzien van de anti-verwateringsbepaling kan worden betoogd dat deze een contractuele regeling is tussen de vennootschap en haar aandeelhouders of tussen aandeelhouders onderling die op grond van (het hierna te bespreken) artikel 370 lid 5 Fw ten aanzien van de besluitvorming niet van toepassing is.⁴⁸⁷ Een bestaande aandeelhouder kan zich dan niet beroepen op een anti-verwateringsbepaling uit de aandeelhoudersovereenkomst. De anti-verwateringsbepaling hangt nauw samen met de besluitvorming over een aandelenuitgifte en de uitsluiting van het voorkeursrecht. De aandelen verwateren immers als gevolg daarvan.

Kwaliteitseis

Het bestaan van een aandeelhoudersovereenkomst kan ook gevolgen hebben voor nieuwe aandeelhouders, bijvoorbeeld voor schuldeisers die aandelen verkrijgen in het kader van een *debt for equity swap*. Het ligt niet voor de hand dat toekomstige aandeelhouders per definitie partij worden bij een aandeelhoudersovereenkomst, maar het kan voorkomen, vooral bij kleine vennootschappen, dat een kwaliteitseis die inhoudt dat iemand alleen aandeelhouder kan worden als hij partij is bij de aandeelhoudersovereenkomst is opgenomen in de statuten.⁴⁸⁸ Een schuldeiser kan, wanneer de kwaliteitseis geldt voor alle aandelen, alleen aandelen onder het akkoord verkrijgen indien hij ook partij is bij de aandeelhoudersovereenkomst.⁴⁸⁹ In de tweede consultatieversie van de WHOA was nog opgenomen dat artikel 2:192 BW, de basis voor het opleggen van extra verplichtingen, buiten toepassing blijft bij een akkoordprocedure.⁴⁹⁰ Enigszins onduidelijk is wat de bedoeling van de uitsluiting was. Bedoelde de wetgever dat onder een akkoord geen extra verplichtingen kunnen worden opgelegd in de statuten of (naar ik aanneem) eerder dat het individuele instemmingsrecht van een zittende aandeelhouder bij het opleggen van een extra verplichting niet geldt?⁴⁹¹

Hoe het ook zij, thans sluit de WHOA artikel 2:192 BW niet uit en geldt een kwaliteitseis (bijvoorbeeld dat aandeelhouders partij zijn bij de aandeelhoudersovereenkomst) die reeds in de statuten van de vennootschap staat jegens toekomstige aandeelhouders. Dit kan een schuldeiser tegenstaan, omdat hij dan gebonden is

487 Zie hierna par. 6.5.11.4 onder b.

488 Art. 2:192 lid 1 sub b BW.

489 De verkrijging van aandelen is ongeldig wanneer de kwaliteitseis niet in acht is genomen.

490 Art. 382 lid 2 tweede consultatieversie WHOA.

491 Moulen Janssen & Rensen 2018, p. 22. Zie par. 6.5.11.5 over de vraag of een akkoord extra verplichtingen kan opleggen aan bestaande aandeelhouders.

aan bijvoorbeeld een contractuele winstverdelingsregeling. Het is de vraag of een akkoord de kwaliteitseis uit de statuten kan wijzigen. Het betreft namelijk geen wijziging van rechten verbonden aan een aandeel, maar een wijziging van een eis die verbonden is aan het aandeelhouderschap. Toch zou het mijns inziens onwenselijk zijn wanneer een schuldeiser voor het verkrijgen van aandelen partij moet zijn bij een aandeelhoudersovereenkomst waarin allerlei verplichtingen zijn opgenomen. De kwaliteitseis houdt dusdanig verband met de inhoud van een akkoord, het herstructureren van schulden, omdat het niet mogelijk is dat een schuldeiser aandelen verkrijgt wanneer hij geen partij is bij de aandeelhoudersovereenkomst. Ik zou willen bepleiten dat, voor zover dit nodig is, de kwaliteitseis uit de statuten onder een akkoord kan worden gewijzigd. Artikel 370 lid 5 Fw bepaalt dat een gehomologeerd akkoord in de plaats treedt van voor de uitvoering van een akkoord vereiste besluiten van de algemene vergadering, zoals een besluit tot statutenwijziging.⁴⁹² Een besluit van de algemene vergadering tot wijziging van de kwaliteitseis uit de statuten is dus niet vereist. Dit komt verder aan bod in paragraaf 6.5.11.4 onder c.

Overigens is het ook mogelijk dat schuldeisers wel (tijdelijk) partij worden bij de aandeelhoudersovereenkomst. Zij kunnen vervolgens als aandeelhouders in de nieuw samengestelde algemene vergadering na de homologatie van het akkoord overgaan tot een statutenwijziging waarbij de kwaliteitseis wordt verwijderd uit de statuten.⁴⁹³

6.5.11.3 Het wijzigen van aandeelhoudersrechten die (nog) niet zijn verbonden aan een aandeel

Een vennootschap kan ook rechten tot het nemen van (nieuwe) aandelen hebben gegeven aan aandeelhouders of derden of (statutaire) winstrechten hebben toegekend aan anderen dan aandeelhouders. Dergelijke aanspraken komen geregeld voor bij BV's. Zo worden, hoewel het BV-recht stemrechtloze aandelen kent, winstrechten toegekend aan derden, bijvoorbeeld aan werknemers of commissarissen. Een gerechtigde tot een winstrecht komt namelijk geen vergaderrecht toe en houders van stemrechtloze aandelen wel.⁴⁹⁴ Daarnaast komt het voor dat aan aandeelhouders of derden een recht tot het nemen van aandelen is verstrekt.

De twee voorbeelden betreffen vermogensrechtelijke aanspraken die (nog) niet verbonden zijn aan een bestaand aandeel, maar daar nauw mee samenhangen. Wanneer een winstrecht statutair aan een ander dan een aandeelhouder toekomt, kan enkel

492 Ook wanneer dit niet het geval zou zijn, kan mijns inziens de aanbieder van het akkoord de kwaliteitseis buiten toepassing laten verklaren indien de herstructurering anders geen doorgang kan vinden. De grondslag hiervoor is de redelijkheid en billijkheid ex art. 2:8 lid 2 BW.

493 Het nadeel hiervan is dat de nieuwe aandeelhouders eventueel schadeplichtig zijn jegens de vroegere aandeelhouders.

494 Quist 2018, par. 17.2.1.

een statutenwijziging de aanspraken wijzigen. In dat geval dient iedere gerechtigde met de wijziging in te stemmen.⁴⁹⁵ Er wordt ook wel betoogd dat de winstgerechtigdheid in een overeenkomst in plaats van in de statuten mag worden geregeld.⁴⁹⁶ Zoals hiervoor vermeld, mogen lopende overeenkomsten waarbij de vennootschap partij is, worden gewijzigd onder de WHOA.⁴⁹⁷ De wederpartij moet hier wel mee instemmen. Stemt hij niet in, dan kan de overeenkomst tussentijds worden opgezegd wanneer het akkoord wordt gehomologeerd en de rechtbank toestemming geeft voor de eenzijdige opzegging.⁴⁹⁸ Mijns inziens is het op die manier mogelijk het winstrecht van derden neergelegd in een overeenkomst te wijzigen. Dit is ook wenselijk aangezien het winstrecht van aandeelhouders wel kan worden gewijzigd onder de WHOA.⁴⁹⁹

Hetzelfde geldt voor het verlenen van rechten tot het nemen van aandelen. Deze rechten zullen zijn neergelegd in een overeenkomst, die vervolgens kan worden gewijzigd indien dit nodig is voor het bereiken van een succesvolle herstructurering. Het ‘probleem’ zit alleen in het verkrijgen van nieuwe aandelen.⁵⁰⁰ Verkrijgt de derde bestaande aandelen, dan verkrijgt hij immers het door het akkoord gewijzigde aandeel of hij verkrijgt überhaupt geen aandeel wanneer het aandelenbelang van de huidige aandeelhouder is ingetrokken.

6.5.11.4 Besluiten van de algemene vergadering

Wanneer het akkoord rechten van aandeelhouders wijzigt, stemmen de betrokken aandeelhouders in stemklassen over het akkoord. Zij stemmen niet als orgaan ‘algemene vergadering’ over het akkoord. Bepaalde besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding zijn niet vereist voor de aanbidding en de uitvoering van een akkoord. De WHOA verklaart namelijk titel 5.3 van Boek 2 BW, statutaire bepalingen en contractuele regelingen buiten toepassing ten aanzien van de besluitvoering, voor zover en voor zolang dit nodig is en zonder afbreuk te doen aan het beginsel van gelijke

495 Art. 2:232 BW. Instemming is niet vereist indien bij de toekenning van de rechten een wijziging is voorbehouden.

496 Zie o.a. Van der Heijden/Dortmond 2013/333, Quist 2018, par. 17.2.1 en Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/194.

497 Art. 373 Fw. Het gaat in deze paragraaf, in tegenstelling tot de voorgaande, niet om aandeelhouders-overeenkomsten.

498 Zie ook MvT WHOA, p. 7.

499 Een andere manier voor het binden van winstgerechtigden stelde INSOLAD voor in een door haar opgesteld wetsvoorstel tot wijziging van de surseanceregeling, namelijk dat een akkoord aangeboden kan worden aan schuldeisers, aandeelhouders en andere winstgerechtigden, zie art. 269 lid 1 INSOLAD ontwerp voor een nieuwe surseanceregeling.

500 Het optierecht is reeds verleend en een besluit tot uitgifte van de aandelen is niet meer nodig, zie art. 2:206 lid 2 BW.

behandeling van aandeelhouders.⁵⁰¹ Dit is in lijn met de Richtlijn die, ten aanzien van naamloze vennootschappen, afwijkingen van bepaalde bepalingen uit de richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (richtlijn 2017/1132 EU) toestaat.⁵⁰² De gedachte hierachter is dat zonder voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering een akkoord moet kunnen worden aangeboden (door het bestuur of de herstructureringsdeskundige), dat ook kan worden uitgevoerd. *Out of the money* aandeelhouders mogen een herstructurering niet dwarsbomen. Wanneer bepaalde besluiten vereist zouden zijn, zou alsnog een bijeenroeping van de algemene vergadering moeten plaatsvinden en zou besluitvorming door de algemene vergadering nodig zijn om de herstructurering te realiseren. Zo is voor een *debt for equity swap* doorgaans een besluit tot aandelenemissie nodig en een besluit tot uitsluiting van het voorkeursrecht.⁵⁰³

Wat moet worden verstaan onder het ‘buiten toepassing verklaren’ van bepaalde bepalingen? Is enkel het nemen van een besluit door de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) niet nodig? Gelden daarnaast nog wel voorschriften van het vennootschapsrecht bij het nemen van de besluiten? Dit zijn bijvoorbeeld voorschriften ter bescherming van schuldeisers. Zo is intrekking van aandelen met terugbetaling slechts toegestaan wanneer voldaan is aan een balanstest en een continuïteitstest.⁵⁰⁴ Er zal echter geen terugbetaling hoeven plaats te vinden op de ingetrokken aandelen wanneer de aandeelhouders *out of the money* zijn. Een ander voorbeeld betreft het voorkeursrecht. Artikel 2:206a lid 6 BW bepaalt dat het voorkeursrecht kan worden uitgeoefend gedurende ten minste vier weken na de dag van de verzending van de aankondiging. Het lijkt mij dat de regels uit de WHOA deze voorschriften vervangen. Een andere aanname zou tot een ongewenste en complexe samenloop van regels leiden. In Duitsland luidt de heersende leer dat het vennootschapsrecht wat betreft de inhoudelijke en formele voorschriften wordt verdrongen door de regels uit de akkoordprocedure.⁵⁰⁵

Bij de Engelse *scheme* en *cva* zijn besluiten van de algemene vergadering wel vereist voor de aanbieding en de uitvoering van een akkoord, maar levert dit geen problemen op. Zo stemt de algemene vergadering bij een *scheme* doorgaans in met de voor de herstructurering benodigde besluiten omdat de *out of the money* aandeelhouders weten dat het alternatief een *transfer scheme* is, als gevolg waarvan zij aandelen zullen houden in een lege vennootschap.⁵⁰⁶ Bij een *cva* is het niet gebruikelijk dat

501 Art. 370 lid 5 Fw en MvT WHOA, p. 37-38.

502 Art. 32 Richtlijn. Zie hierover par. 3.3.11.1.

503 In par. 2.5-2.6 zijn besluiten uiteengezet die een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering.

504 Art. 2:208 lid 6 BW.

505 Zie par. 5.4.9.1 en par. 5.4.9.3.

506 Een *transfer scheme* is een *scheme* gecombineerd met een overdracht van de (relevante) activa van de vennootschap. Zie par. 4.3.9.

een akkoord aandeelhoudersrechten wijzigt.⁵⁰⁷ In Duitsland worden daarentegen alle besluiten van de algemene vergadering en de instemmingen van individuele aandeelhouders die zijn opgenomen in een akkoord, aangemerkt als aangenomen en afgegeven in de voorgeschreven vorm door de homologatie van het akkoord.⁵⁰⁸ Alles wat vennootschapsrechtelijk toelaatbaar is, kan onderdeel zijn van een akkoord. Hiervoor gaf ik reeds aan dat deze brede benadering van de Duitse akkoordprocedure niet wenselijk is bij een pre-insolventieakkoord.

In de volgende paragrafen zet ik uiteen welke besluiten en eventuele uitvoeringshandelingen niet zijn vereist onder de WHOA. Vervolgens komt een aantal besluiten aan bod die wel mogen worden genomen door de algemene vergadering gedurende de akkoordprocedure. De vennootschapsorganen blijven immers functioneren onder de WHOA, zo ook de algemene vergadering, waarbinnen aandeelhouders hun rechten mogen (blijven) uitoefenen.⁵⁰⁹

a. Titel 5.3 Boek 2 BW

Allereerst is titel 5.3 van Boek 2 BW niet van toepassing op het aanbieden van een akkoord en de uitvoering ervan, voor zover en zolang dit nodig is. De wetgever heeft waarschijnlijk gemakshalve de gehele titel 5.3, die als titel heeft ‘het vermogen van de vennootschap’, buiten toepassing verklaard. Het gaat echter enkel en alleen om het buiten toepassing verklaren van de bepalingen uit de titel ten aanzien van de besluitvorming door de algemene vergadering. Zo is het, naar ik aanneem, niet de bedoeling dat de vennootschap onder de WHOA bijvoorbeeld wel eigen aandelen mag nemen (afwijking van art. 2:205 BW) of dat geen verplichting tot het opstellen van een jaarrekening meer bestaat (afwijking van art. 2:210 BW). Het vennootschapsrecht dient zo min mogelijk te worden aangetast: een preventief herstructureringsakkoord vindt immers plaats buiten faillissement.

In de WHOA is opgenomen dat de bepalingen ten aanzien van de besluitvorming uit titel 5.3 niet van toepassing zijn *voor zover en zolang* dit nodig is voor de uitvoering van een akkoord.⁵¹⁰ Deze benadering is mijns inziens in het kader van inbreuk op eigendomsrechten van aandeelhouders juist: een inbreuk mag niet verder gaan dan

⁵⁰⁷ Zie par. 4.5.4.

⁵⁰⁸ §254a lid 2 en lid 3 InsO. Zie verder par. 5.4.9.3.

⁵⁰⁹ De paragrafen zijn deels ontleend uit par. 4.2 van een eerder gepubliceerd artikel van mijn hand: S.C.E.F. Moulen Janssen, ‘Het dwangakkoord buiten faillissement onder de WHOA en de aandeelhouder. Onder druk worden vennootschappelijke verhoudingen vloeibaar?’, *Ondernemingsrecht* 2019/147.

⁵¹⁰ Overeenkomstig art. 32 Richtlijn dat lidstaten de mogelijkheid biedt af te wijken van bepaalde artikelen uit de EU richtlijn 2017/1132 (richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht) voor zover en zolang die afwijkingen nodig zijn voor de totstandkoming van een akkoord. Zie verder par. 3.3.11.1.

noodzakelijk is.⁵¹¹ Het is mijns inziens wenselijk dat de aanbieder expliciet moet overwegen welke bevoegdheden niet mogen worden uitgeoefend (en voor hoe lang). In Duitsland moet de aanbieder van een akkoord bijvoorbeeld expliciet aangeven welke besluiten van de algemene vergadering onderdeel zijn van het akkoord (en dus niet hoeven te worden genomen door de algemene vergadering).⁵¹² Ter bevordering van transparantie en het voorkomen van misbruik verdient het aanbeveling dat dit ook in de WHOA wordt opgenomen.

Overigens kan het zijn dat de bevoegdheid van de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) te besluiten over een aandelenuitgifte of een beperking van het voorkeursrecht is overgedragen aan een ander orgaan.⁵¹³ Titel 5.3 is ‘slechts’ niet van toepassing ten aanzien van de besluitvorming door de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.⁵¹⁴ Besluitvorming door andere organen, zoals het bestuur of de raad van commissarissen, blijft onaangetast.⁵¹⁵ Dit kan onwenselijk zijn wanneer niet het bestuur maar een herstructureringsdeskundige een akkoord aanbiedt en het bestuur niet wil meewerken.⁵¹⁶

De bevoegdheden van de algemene vergadering uit titel 5.3 zien op besluiten tot: goedkeuring van bijzondere rechtshandelingen, aandelenemissie, uitsluiting van het voorkeursrecht, kapitaalvermindering, inkoop van aandelen en winstuitkering. Het laatstgenoemde besluit speelt echter geen rol bij een vennootschap die voorziet dat zij haar opeisbare schulden niet meer kan voldoen. Afgezien van het besluit tot winstuitkering en de goedkeuring van bijzondere rechtshandelingen zijn bovengenoemde bevoegdheden de bevoegdheden uit de richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (richtlijn 2017/1132 EU) waarvan de Richtlijn aangeeft dat daarvan voor de NV mag worden afgeweken.⁵¹⁷

Tot slot, in titel 5.3 is soms ook de instemming van individuele aandeelhouders vereist, bijvoorbeeld bij intrekking van aandelen waarvan niet in de statuten is bepaald dat deze kunnen worden ingetrokken.⁵¹⁸ Het is naar ik meen de bedoeling dat een dergelijke individuele instemming niet is vereist: een aandeelhouder kan immers onder de WHOA zijn aandelenbelang kwijtraken. Mijns inziens kan worden bepleit dat de stemming door de aandeelhouders over het akkoord voldoende is. In

⁵¹¹ Zie par. 3.4.2.3.

⁵¹² §254a lid 2 InsO.

⁵¹³ Vgl. art. 2:189a BW.

⁵¹⁴ Zie MvT WHOA, p. 37-38.

⁵¹⁵ Eveneens Josephus Jitta 2017, p. 140.

⁵¹⁶ Een gang naar bijv. de voorzieningenrechter kan dan soms noodzakelijk zijn.

⁵¹⁷ Art. 32 Richtlijn. De enige uitzondering betreft de verliesvergadering (art. 2:108a BW) die in het BV-recht niet voorkomt. Zie verder par. 3.3.11.1.

⁵¹⁸ Art. 2:208 lid 2 laatste zin BW.

Duitsland is expliciet in de wet opgenomen dat ook individuele toestemmingen die normaliter zijn vereist fictief zijn genomen door de homologatie van het akkoord.⁵¹⁹ Het is mijns inziens wenselijk dat dit ook zo in de WHOA wordt opgenomen.

b. Statutaire en contractuele regelingen ten aanzien van de aanbidding en de uitvoering van een akkoord

Naast titel 5.3 zijn ook eventuele statutaire bepalingen of tussen de vennootschap en haar aandeelhouders (of aandeelhouders onderling) gesloten regelingen niet van toepassing ten aanzien van de besluitvorming door de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, voor zover en voor zolang dit nodig is.⁵²⁰ Het betreft besluiten ten aanzien van zowel het aanbieden van het akkoord als de uitvoering van het akkoord.

Wat betreft het aanbieden van een akkoord gaat het om statutaire of contractuele regels waarin het aanbieden van een akkoord onderworpen is aan de goedkeuring van de algemene vergadering. Dit vormt een uitzondering op de wettelijk neergelegde goedkeuring van de algemene vergadering bij het aanvragen van het faillissement door de vennootschap en op statutaire of contractuele goedkeuringsbepalingen van de algemene vergadering voor het aanvragen van surseance van betaling. De algemene vergadering mag met andere woorden niet verhinderen dat het bestuur geen akkoord kan aanbieden.⁵²¹

Wanneer die horde is genomen, is het van belang dat statutaire of contractuele regels de uitvoering van een akkoord niet blokkeren. Dit zijn mijns inziens vooral statutaire en contractuele regels die een uitwerking vormen van de besluiten uit titel 5.3, maar het kan ook gaan om andere regels. Zo is denkbaar dat statutair of contractueel een goedkeuringsrecht bij bepaalde vermogensrechtelijke beslissingen in de weg staat aan de uitvoering van een akkoord. Een dergelijke goedkeuring is dan niet vereist. Dit geldt eveneens voor het opvolgen van een instructie van de algemene vergadering. Indien de algemene vergadering statutair een instructierecht (met name bij concernverhoudingen) heeft verkregen, kan het zo zijn dat zij het bestuur instrueert te stoppen met de aanbidding van een akkoord. Het bestuur kan dan de instructie naast zich neerleggen. Overigens is het bestuur sowieso niet gehouden een instructie op te volgen wanneer deze in strijd is met het belang van de vennootschap.⁵²²

519 §254a lid 2 InsO.

520 Art. 370 lid 5 Fw.

521 Ook hier geldt dat statutair een goedkeuringsrecht bij een ander dan de aandeelhouder kan zijn neergelegd. Dit kan onwenselijk zijn.

522 Art. 2:239 lid 4 BW. Zie par. 2.5.3.4 over het instructierecht.

Artikel 370 lid 5 Fw spreekt simpelweg van statutaire en contractuele regels ten aanzien van de besluitvorming door de algemene vergadering. Deze ongeclausuleerde bepaling kan de indruk wekken, zeker nu de memorie van toelichting geen verdere uitleg geeft, dat alle besluitvorming volgend uit statutaire en contractuele bepalingen niet is vereist bij een akkoordprocedure. Aangezien echter de inhoud van een akkoord ziet op het herstructureren van schulden is niet ieder besluit van de algemene vergadering met een beroep op artikel 370 lid 5 Fw niet vereist. Zo valt de benoeming en het ontslag van een bestuurder niet onder de inhoud van een dwangakkoord.⁵²³ Daarvoor gelden de ‘normale’ vennootschapsrechtelijke besluitvormingsvereisten. Het verdient mijns inziens aanbeveling dat de Nederlandse wetgever dit verduidelijkt, teneinde het risico op misbruik door de aanbieder van het akkoord te verminderen. Een toevoeging dat het gaat om besluiten van de algemene vergadering ter herstructurering van schulden kan volstaan. Zoals hiervoor vermeld, meen ik dat de aanbieder van het akkoord moet aangeven welke besluiten nodig zijn voor de aanbidding en de uitvoering van het akkoord. Dit doet recht aan het feit dat een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders ex artikel 1 EP EVRM alleen onder bepaalde voorwaarden is toegestaan.⁵²⁴ De inmenging moet proportioneel zijn.

c. Andere besluiten uit Boek 2 BW

Contractuele en statutaire bepalingen ten aanzien van de besluitvorming door de algemene vergadering zijn niet van toepassing wat betreft de aanbidding en de uitvoering van een akkoord. Dit geldt ook voor bepalingen uit titel 5.3 van Boek 2 BW. Voorts bepaalt de WHOA dat een gehomologeerd akkoord in de plaats treedt van besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding die nodig zijn voor de uitvoering van een akkoord.⁵²⁵ Hierdoor kunnen ook wettelijke voorschriften die bepaalde besluiten opdragen aan de algemene vergadering die niet voorkomen in titel 5.3 BW buiten toepassing worden verklaard. Ook hier geldt dat de toegestane inhoud van een dwangakkoord, het herstructureren van schulden, wel de beperking vormt. Een besluit tot statutenwijziging is het voornaamste voorbeeld van een wettelijk neergelegd besluit van de algemene vergadering dat niet onder titel 5.3 BW valt, maar dat niet is vereist wanneer dit nodig is voor de uitvoering van het akkoord omdat het akkoord in de plaats van het besluit treedt. Een statutenwijziging zal vaak onderdeel van een akkoord zijn, bijvoorbeeld wanneer een nieuw soort aandeel of aandeel met een bepaalde aanduiding wordt gecreëerd onder het akkoord. Zoals vermeld, verdient het mijns inziens aanbeveling dat de WHOA aangeeft dat het akkoord ook in de plaats treedt van individuele instemmingen.

⁵²³ Het ontslag van het bestuur als onderdeel van een akkoord ligt overigens niet voor de hand indien het bestuur zelf (en niet een herstructureringsdeskundige) een akkoord aanbiedt.

⁵²⁴ Zie verder par. 3.4.2.

⁵²⁵ Art. 370 lid 5 laatste zin Fw.

Voor de NV geeft de WHOA expliciet aan dat artikel 2:107a BW, dat goedkeuring van de algemene vergadering vereist bij besluiten die een belangrijke verandering teweegbrengen in de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming, niet is vereist. Dit is overbodig aangezien het al valt onder een besluit dat voor de uitvoering nodig is.⁵²⁶

d. Uitvoeringshandelingen

Een gehomologeerd akkoord treedt aldus in de plaats van voor de uitvoering benodigde besluiten. Of hetzelfde geldt voor uitvoeringshandelingen is niet duidelijk. De WHOA zwijgt op dit punt. Bij uitvoeringshandelingen moet worden gedacht aan het verlijden van een notariële akte, bijvoorbeeld bij een aandelenemissie of een statutenwijziging. Een ander voorbeeld betreft het bijwerken van het aandeelhoudersregister. In de Duitse akkoordregeling is een bepaling opgenomen die voorschrijft dat besluiten van de algemene vergadering die onderdeel zijn van het akkoord niet alleen in de voorgeschreven vorm zijn genomen maar ook in de voorgeschreven vorm zijn afgegeven door de homologatie van het akkoord.⁵²⁷ Wel zijn de vereiste registraties uit het vennootschapsrecht gewoon van toepassing.⁵²⁸ Zo moet een statutenwijziging nog worden ingeschreven in het handelsregister.⁵²⁹

Doordat de Nederlandse wetgever zwijgt, lijkt het erop dat de wetgever enkel de vennootschapsrechtelijke regels ten aanzien van de besluitvorming buiten toepassing heeft willen verklaren. Het bestuur van de geherstructureerde vennootschap zal dus de uitvoeringshandelingen moeten verrichten. De aanbieder van een akkoord zal een notaris reeds tijdens de voorbereiding van het akkoord moeten betrekken bij het akkoord zodat de notaris een concept van de notariële akte(n) kan opstellen die na homologatie van het akkoord kan (kunnen) worden verleden.⁵³⁰ Individuele volmachten voor het verlijden van een akte van uitgifte zijn mijns inziens impliciet gegeven met de stemming over het akkoord en de homologatie van het akkoord.⁵³¹ De inhoud van het akkoord ziet dan immers op de uitgifte van aandelen aan schuldeisers. De WHOA zou moeten expliciteren dat individuele volmachten niet zijn vereist.

e. De algemene vergadering gedurende de akkoordprocedure

De vorige paragrafen laten zien welke besluiten van de algemene vergadering niet zijn vereist bij een akkoordprocedure, waardoor aandeelhouders niet de aanbieding en de uitvoering van een akkoord kunnen dwarsbomen. Aandeelhouders kunnen

526 Zo ook de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht in haar advies over de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 2.

527 §254a lid 2 InsO. Zie verder par. 5.4.9.3.

528 §254a lid 2 een na laatste zin InsO.

529 §54 lid 3 GmbHG.

530 Moulen Janssen & Rensen 2018, p. 22.

531 Josephus Jitta 2017, p. 147 acht dit ook wenselijk.

niettemin op een andere manier de totstandkoming van een akkoord frustreren. De algemene vergadering blijft namelijk bestaan gedurende de akkoordprocedure. In de paragrafen 2.5.3-2.5.4 zijn zeggenschapsrechten van aandeelhouders uiteengezet die geen noodzakelijke voorwaarde zijn voor het realiseren van een preventieve herstructurering, maar waarmee aandeelhouders wel, door de uitoefening van deze rechten, een preventieve herstructurering kunnen frustreren. In Duitsland kunnen de algemene vergadering en individuele aandeelhouders niet op andere manieren de totstandkoming van een akkoord dwarsbomen omdat zij gedurende de akkoordprocedure geen invloed op het besturen van de vennootschap mogen uitoefenen.⁵³²

Ik sta hierna kort stil bij de belangrijkste bevoegdheden van de algemene vergadering en de rechten van individuele aandeelhouders die blijven gelden tijdens een Nederlandse akkoordprocedure en de gevolgen daarvan.

Ontslag

De belangrijkste bevoegdheid die de algemene vergadering behoudt tijdens een akkoordprocedure, is de bevoegdheid bestuurders en commissarissen te ontslaan.⁵³³ Het feit dat het bestuur de algemene vergadering bij het aanbieden van een akkoord niet hoeft te betrekken, neemt niet weg dat aandeelhouders wel feitelijk de aanbidding van een akkoord kunnen tegenhouden door te dreigen met het ontslag van bestuurders wanneer zij op de hoogte raken van de plannen van het bestuur. De mogelijkheid dat de rechtbank op verzoek van onder meer een schuldeiser een herstructureringsdeskundige aanwijst die in beginsel exclusief bevoegd is een akkoord aan te bieden, neemt dit drukmiddel van aandeelhouders echter grotendeels weg.⁵³⁴ Het bestuur wordt zelfs geprikkeld tijdig een (serieus) akkoord aan te bieden opdat niet wordt verzocht om de aanwijzing van een herstructureringsdeskundige. Ook indien het bestuur wel tijdig een akkoord aanbiedt, kan het echter zijn dat de inhoud van het akkoord de aandeelhouders niet bevalt, bijvoorbeeld omdat hun aandelenbelang flink verwatert. Zij hebben dan alsnog de mogelijkheid het bestuur te ontslaan, althans zij hebben daar de bevoegdheid toe. De algemene vergadering mag immers te allen tijde het bestuur ontslaan.⁵³⁵

Tenzij aandeelhouders buiten vergadering kunnen beslissen over het ontslagbesluit, zullen aandeelhouders het bestuur moeten verzoeken het ontslagbesluit te agenderen, als ook een vergadering bijeen te roepen indien geen algemene vergadering is

⁵³² §276a InsO. Zie hierover par. 5.4.9.4.

⁵³³ Art. 2:244 BW jo. art. 2:242 BW. Zie par. 2.5.3.3.

⁵³⁴ Zie par. 6.5.2.3.

⁵³⁵ Art. 2:244 lid 1 BW jo. art. 2:242 BW.

gepland in de nabije toekomst.⁵³⁶ Het bestuur mag een verzoek tot agendering (en ook de eventuele bijeenroeping van de algemene vergadering) weigeren indien een zwaarwichtig belang zich daartegen verzet. In het kader van een akkoordprocedure kan dit zwaarwichtig belang inhouden dat het belang van het tot stand komen van een akkoord (waar *stakeholders* profijt van hebben) prevaleert boven belangen van aandeelhouders om het punt op de agenda te krijgen. Het zwaarwichtig belang moet echter restrictief worden uitgelegd; een weigering zal niet snel gerechtvaardigd zijn.⁵³⁷ Het is dus maar de vraag of een akkoord(procedure) een zwaarwichtig belang oplevert.⁵³⁸ Wanneer het bestuur het agenderingsverzoek weigert, kunnen aandeelhouders vervolgens de voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer via de enquêteprocedure verzoeken te bevelen om het ontslag alsnog op de agenda te zetten.⁵³⁹ Ook hier is het de vraag of de rechter oordeelt dat het agenderingsverzoek mag worden geweigerd vanwege een zwaarwichtig belang.

Gaat men uit van een restrictieve uitleg van het zwaarwichtig belang, dan zal het besluit wel op de agenda mogen komen en mag de algemene vergadering over het ontslag van de bestuurders stemmen. De aanbieder van het akkoord kan eventueel vernietiging van het aangenomen ontslagbesluit vorderen wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW. Het is mijns inziens denkbaar dat een rechter een verzoek tot vernietiging toewijst omdat de gedachte van de WHOA is dat het bestuur zonder goedkeuring van de algemene vergadering een akkoord kan aanbieden en aandeelhouders niet op oneigenlijke gronden een akkoord mogen tegenhouden. Effectiever en sneller is echter het voorkomen dat een ontslagbesluit wordt genomen. De aanbieder van een akkoord kan de voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer via de enquêteprocedure verzoeken om een verbod tot het nemen van het ontslagbesluit. Vanwege het feit dat dit een aparte procedure vergt, stelt Josephus Jitta voor dat in de dwangakkoordprocedure zelf kan worden beslist over het nemen van besluiten die niet zijn uitgesloten onder de WHOA maar wel degelijk invloed kunnen hebben op een dwangakkoord.⁵⁴⁰ Thans biedt de WHOA de rechtbank de mogelijkheid in artikel 378 Fw tot het, op verzoek van de aanbieder, beslissen over een aantal geschillen en in artikel 379 Fw tot het maken van maatwerkbepalingen of het treffen van voorzieningen ter beveiliging van de belangen van schuldeisers en aandeelhouders.⁵⁴¹ Een uitbreiding van deze artikelen met het op verzoek van de aanbieder beslissen over de geoorloofdheid van besluiten van de

536 Art. 2:224a BW jo. art. 2:220 BW. Zie par. 2.5.3.1-2.5.3.2 over het bijeenroepings- en agenderingsrecht.

537 *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 21. De wetgever noemt als voorbeeld van een zwaarwichtig belang dat een reeks agendapunten wordt verzocht uitsluitend met het doel de vergaderorde te verstoren.

538 Ook omdat de algemene vergadering te allen tijde bestuurders mag ontslaan.

539 Voor het bijeenroepen van de vergadering geldt de procedure van art. 2:221 BW.

540 Josephus Jitta 2017, p. 157.

541 Zie hierover par. 6.5.2.5-6.5.2.6.

algemene vergadering zou mogelijk zijn, zodat eventueel een verbod tot het nemen van een ontslagbesluit kan worden opgelegd.⁵⁴² Totdat de wet (expliciet) bepaalt of een dergelijke uitbreiding is toegestaan, moet de aanbieder een verbod verzoeken bij de voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer.

Overigens is eventueel een parallel⁵⁴³ te trekken tussen het geoorloofd weigeren het ontslag op de agenda te zetten en de bepaling uit de *Corporate Governance Code* dat ontslag van het bestuur een strategische aangelegenheid kan zijn. Volgens vaste rechtspraak is de algemene vergadering niet bevoegd te stemmen over strategische aangelegenheden.⁵⁴⁴ Het aanbieden van een dwangakkoord is mijns inziens een strategische aangelegenheid.⁵⁴⁵ Zonder het dwangakkoord gaat de vennootschap naar alle waarschijnlijkheid failliet. Indien niet blijkt dat om andere redenen dan de aanbieding van het akkoord het bestuur volgens de aandeelhouders moet worden ontslagen, kan de rechter het agenderingsverzoek tot ontslag eventueel op die grond weigeren.

Tot slot, het kan soms wenselijk zijn dat de algemene vergadering wel het bestuur mag ontslaan. Tijdens een akkoordprocedure blijven de vennootschap en haar onderneming voortbestaan. Het bestuur en de raad van commissarissen blijven verantwoording afleggen aan de algemene vergadering voor hun beleid. Functioneren bestuurders niet naar behoren, dan moet het mogelijk blijven om hen te ontslaan. Juist vanwege het feit dat een akkoordprocedure maanden kan duren, is dit van belang.⁵⁴⁶ Het bestuur mag zich niet verschuilen achter een akkoordprocedure om zo de algemene vergadering buiten spel te zetten. Overigens kunnen aandeelhouders ook om onmiddellijke voorzieningen verzoeken bij de Ondernemingskamer in het kader van een enquêteprocedure indien er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid en juiste gang van zaken.⁵⁴⁷ Zij kunnen bijvoorbeeld verzoeken dat bestuurders worden geschorst.

542 Josephus Jitta 2017, p. 156-157 en Van Gangelen & Gispén 2018, p. 18.

543 De vraag is of de regels uit de *Corporate Governance Code* voor beurs NV's ook werken ten opzichte van BV's. Het is verdedigbaar dat algemene bepalingen uit de code die niet specifiek zien op beursgenoteerde vennootschappen ook gelden voor de BV omdat deze bepalingen uit de code algemene inzichten zijn aangaande de *corporate governance* en een toepassing zijn van de open norm van de redelijkheid en billijkheid. Zie Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2019/36 en 39.

544 Principe 4.1.6 GCG 2016. Zie voor rechtspraak o.a.: HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 (*Boskalis/Fugro*), HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434 (*ABN Amro*), r.o. 4.3 en Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 (*Akzo Nobel*), r.o. 3.28.

545 Zie verder over het begrip strategie: Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/139.

546 Van Schilfgaarde c.s. noemt als voorbeeld van een ontslagbesluit dat in strijd is met de redelijkheid en billijkheid, een bestuurder die is ontslagen omdat hij een instructie niet heeft nageleefd die in strijd was met het vennootschappelijk belang (Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017/46).

547 Art. 2:349a lid 2 en lid 3 BW. Zie ook par. 2.5.4.1.

Ontbinding

Daarnaast kunnen enkele andere aandeelhoudersrechten nog van belang zijn, zij het dat het niet voor de hand ligt dat aandeelhouders deze rechten ook daadwerkelijk zullen uitoefenen tijdens of voorafgaand aan een akkoordprocedure. Zo kan de algemene vergadering besluiten tot ontbinding van de vennootschap.⁵⁴⁸ Ontbinding van een vennootschap leidt bij een vennootschap in financiële nood die een levensvatbare onderneming voert tot een vereffening van het vermogen en tot een aangifte tot faillietverklaring.⁵⁴⁹ De WHOA voorziet juist in de mogelijkheid tot schorsing van de behandeling van het verzoek tot faillietverklaring.⁵⁵⁰ Dit leidt tot de vreemde situatie dat de vennootschap wel ontbonden is, maar geen vereffening plaatsvindt. Een besluit tot ontbinding is mijns inziens in dergelijke omstandigheden vernietigbaar wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 lid 2 BW omdat een besluit tot ontbinding van de vennootschap de aanbieding en de totstandkoming van een akkoord frustreert. Aandeelhouders mogen de aanbieding van een akkoord niet frustreren.⁵⁵¹ Omdat een ontbindingsbesluit per definitie een akkoord frustreert, is het mijns inziens wenselijk dat de WHOA zou bepalen dat gedurende de akkoordprocedure de algemene vergadering niet tot ontbinding mag besluiten. Aandeelhouders kunnen dan ook niet dreigen met een ontbinding om zo een betere onderhandelingspositie te verkrijgen.

Statutenwijziging

Voorts kan de algemene vergadering besluiten tot een statutenwijziging.⁵⁵² Normaliter ligt het initiatief voor een (besluit tot) statutenwijziging bij het bestuur van de vennootschap, maar het zou kunnen dat de algemene vergadering, met name wanneer de BV weinig aandeelhouders kent, zelf het initiatief neemt (middels een agenderingsverzoek of buiten vergadering) de statuten te wijzigen. Dit kan tot problemen leiden wanneer de voorgenomen statutenwijziging wringt met de inhoud van het (aan te bieden) akkoord, bijvoorbeeld wanneer de algemene vergadering de bevoegdheid te besluiten tot een dividenduitkering wil overdragen aan houders van aandelen van een bepaalde soort of het statutaire winstrecht wil wijzigen. Deze twee voorbeelden leveren geen problemen op wanneer dergelijke onderwerpen reeds onderdeel zijn van het akkoord. Het gehomologeerde akkoord treedt immers in de plaats van de voor de uitvoering van het akkoord vereiste besluiten. De statuten worden (opnieuw) gewijzigd. Wanneer de algemene vergadering besluit over een statutenwijziging die niet ziet op de herstructurering van schulden – aldus de

548 Art. 2:19 lid 1 sub a BW. Een besluit tot omzetting van een BV in een andere rechtsvorm en een besluit tot juridische fusie of splitsing zijn mijns inziens niet relevant omdat het besluiten zijn waarbij het initiatief bij het bestuur van de vennootschap ligt. Overigens zullen de aandeelhouders eerst, tenzij buiten vergadering een besluit is genomen, het bestuur moeten verzoeken het ontbindingsbesluit op de agenda te zetten (en eventueel een vergadering bijeen te roepen).

549 Art. 2:19 lid 5 BW jo. art. 2:23a lid 4 BW.

550 Art. 3d Fw en art. 376 lid 2 sub c Fw.

551 Art. 370 lid 5 Fw.

552 Art. 2:231 BW.

inhoud van een akkoord – ligt dit anders. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat aandeelhouders de blokkeringsregeling willen aanpassen terwijl schuldeisers hierdoor niet bereid zijn in te stemmen met een *debt for equity swap*.⁵⁵³ Het bestuur kan in een dergelijk geval mijns inziens een verbod op het nemen van een besluit vorderen bij de voorzieningenrechter (of de Ondernemingskamer), wanneer de statutenwijziging de totstandkoming van het akkoord frustreert (met als grondslag de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW). Wanneer het bestuur juist wil dat een besluit tot statutenwijziging wordt genomen, maar de statutenwijziging niet ziet op de inhoud van een akkoord, kan een gebod om op een bepaalde manier te stemmen worden gevorderd.⁵⁵⁴

Kortom: de algemene vergadering kan haar bevoegdheden blijven uitoefenen tijdens een akkoordprocedure. Indien daarmee de totstandkoming van het akkoord wordt gefrustreerd, kan de aanbieder van het akkoord naar de voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer gaan teneinde deze besluitvorming te voorkomen. De redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW is daarbij de grondslag. Dit klinkt de aanbieder van het akkoord wellicht niet als muziek in de oren, maar doet mijns inziens recht aan het feit dat een dwangakkoord ziet op de herstructurering van schulden. Het vennootschapsrecht dient zo veel mogelijk te worden gerespecteerd.

6.5.11.5 Het opleggen van verplichtingen

De vorige paragrafen zagen op het wijzigen van aandeelhoudersrechten of zelfs het ontnemen van het aandelenbelang. De vraag is of ook het opleggen van verplichtingen is toegestaan bij een dwangakkoord. De memorie van toelichting bij de tweede consultatieversie van de WHOA gebruikte nog als voorbeeld voor een wijziging van aandeelhoudersrechten dat aandeelhouders worden gevraagd om een aanvullende investering te doen in de onderneming.⁵⁵⁵ Wanneer aandeelhouders hiertoe bereid zijn, is het geen probleem, maar wel als zij worden gedwongen aanvullende investeringen te doen. Eén van de belangrijkste uitgangspunten bij kapitaalvennootschappen is namelijk dat aandeelhouders maar één verplichting hebben en dat is volstorting van hun aandelen en niet tegen hun wil enige (extra) verplichting hoeven te dulden.⁵⁵⁶ Met de invoering van de Flex-BV is het mogelijk in de statuten verplichtingen op te nemen met betrekking tot alle aandelen of aandelen van een

⁵⁵³ Het is evenwel mogelijk dat de schuldeisers, in de na de herstructurering in samenstelling veranderde algemene vergadering, de blokkeringsregeling weer kunnen aanpassen wanneer zij hiertoe voldoende stemmen hebben.

⁵⁵⁴ Dit was bijv. aan de orde (weliswaar in het kader van noodzaakfinanciering) bij Rb. Amsterdam (KG) 20 december 2001, ECLI:NL:RBAMS:2001:AL9090, *JOR* 2002/26 (*Gorillapark*).

⁵⁵⁵ MvT tweede consultatieversie WHOA, p. 53.

⁵⁵⁶ Art. 2:192 BW.

bepaalde soort of aanduiding.⁵⁵⁷ Het betreft verbintenisrechtelijke verplichtingen jegens de vennootschap, aandeelhouders en/of derden, maar ook bijzondere aanbiedingsplichten. Met name verplichtingen jegens de vennootschap en derden kunnen uitkomst bieden voor een vennootschap in financiële nood. Verplichtingen jegens de vennootschap zijn bijvoorbeeld de verplichting extra financiering in te brengen, een lening te verstrekken of nieuwe aandelen te nemen. Bij een verplichting jegens een derde kan worden gedacht aan een verplichting tot het aanvaarden van aansprakelijkheid van een aandeelhouder voor schulden van de vennootschap.⁵⁵⁸

Het probleem is echter dat wanneer dergelijke verplichtingen niet reeds in de statuten van een besloten vennootschap staan, deze slechts met een statutenwijziging kunnen worden ingevoerd. Daarbij geldt dat een verplichting niet tegen de wil van een aandeelhouder kan worden opgelegd. Iedere aandeelhouder, ook een houder van stemrechtloze aandelen, moet instemmen met de wijziging.⁵⁵⁹ De verplichtingen werken niet jegens de aandeelhouders die niet hebben ingestemd met de wijziging. Later tot de vennootschap toetredende aandeelhouders zijn wel gebonden aan de verplichtingen. Zij weten immers op voorhand waar zij 'ja' tegen zeggen, zo ook als in de statuten een kwaliteitseis is opgenomen dat een aandeelhouder tevens partij moet zijn bij een aandeelhoudersovereenkomst (en daarin verplichtingen zijn opgenomen).⁵⁶⁰

Een dwangakkoord kan mijns inziens geen verandering aanbrengen in het voorgaande en kan geen verplichting opleggen tegen de wil van de zittende aandeelhouders.⁵⁶¹ Voor een andere aanname bestaat geen rechtvaardiging. De ernstige financiële situatie van de vennootschap rechtvaardigt dat een akkoord aandeelhoudersrechten mag wijzigen en zelfs aandelen mogen worden ingetrokken, maar niet het opleggen van verplichtingen. Dit laatste strookt niet met het uitgangspunt dat een aandeelhouder slechts de verplichting heeft zijn aandelen vol te storten. Tevens is het mijns inziens de vraag of dergelijke verplichtingen uitvoerbaar zijn.⁵⁶² Hoe kan een aandeelhouder worden aangesproken een aanvullende investering te doen wanneer hij hier geen geld voor (beschikbaar) heeft? Hij heeft hier immers niet eerder rekening mee gehouden.

⁵⁵⁷ Zie hierover o.a. Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/295 e.v. en uitgebreid Rensen 2005.

⁵⁵⁸ Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/297. Zie anders Van der Heijden/Dortmond 2013/172 die meent dat dit te ver gaat gelet op het feit dat het gaat om een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid.

⁵⁵⁹ *Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, C, p. 19. Zie verder Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/298.

⁵⁶⁰ Zie hierover verder par. 6.5.11.2.

⁵⁶¹ Eveneens de reactie van INSOLAD op de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 19, de reactie van de GCV op de tweede consultatieversie van de WHOA, p. 3 en Tollenaar 2017a, p. 56.

⁵⁶² Moulen Janssen 2018, p. 259.

Voorts kan worden betoogd, zoals in Duitsland geschiedt, dat een individuele aandeelhouder slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord in het geval hij (zonder een eerdere statutaire basis) aanvullende financiering moet verstrekken.⁵⁶³ Het opleggen van extra verplichtingen is met andere woorden in strijd met de *best interest test*. Zonder een akkoord treedt weliswaar het faillissement van de vennootschap in en ontvangt de aandeelhouder doorgaans niets, maar hoeft hij ook geen aanvullende financiering te geven.

6.5.12 Conclusie

Slechts in uitzonderlijke omstandigheden kunnen bepaalde rechten van aandeelhouders tegen hun wil worden gewijzigd wanneer het faillissement van de vennootschap dreigt. Hiernaar wordt gerefereerd onder de naam noodzaakfinanciering. Met de komst van de WHOA is het mogelijk alle aan een aandeel verbonden rechten direct of indirect te wijzigen wanneer redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan. De wijzigingen mogen niet verder gaan dan noodzakelijk is voor de totstandkoming van een akkoord. De WHOA faciliteert een dwangakkoord tussen de vennootschap en haar schuldeisers en aandeelhouders. De schuldeisers en de aandeelhouders wier rechten wijzigen onder het akkoord stemmen in stemklassen over het akkoord. Een akkoord kan niet alleen de tegenstemmende minderheid binnen een stemklasse binden, maar ook, in tegenstelling tot de *scheme*, een tegenstemmende klasse wanneer geen (succesvol) beroep op de *cross class cramdown* vereisten wordt gedaan. De *absolute priority rule* is een van de *cross class cramdown* vereisten. Aandeelhouders raken in beginsel hun aandelenbelang kwijt wanneer de vorderingen van de hoger gerangschikte klassen niet volledig zijn voldaan. In beginsel, omdat aandeelhouders wel (gedeeltelijk) hun aandelenbelang mogen behouden wanneer hiervoor een redelijke grond bestaat en de schuldeisers of de aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse(n) niet in hun belang worden geschaad. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat cruciale aandeelhouders een aandelenbelang mogen behouden.

Een verzoek tot homologatie van een akkoord wanneer niet alle stemklassen hebben ingestemd, is alleen mogelijk met instemming van de vennootschap bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen. Dit betekent dat wanneer een herstructureringsdeskundige een verzoek tot homologatie indient, de instemming van het bestuur nodig is. Hierdoor hebben *out of the money* aandeelhouders mijns inziens een ongewenste machtspositie omdat zij invloed kunnen uitoefenen op het bestuur, bijvoorbeeld door te dreigen met ontslag, om de instemming niet te verlenen. De Nederlandse wetgever heeft dit instemmingsvereiste opgenomen omdat de wetgever hiermee wilde aansluiten bij de Richtlijn. De herstructureringsdeskundige die

⁵⁶³ MükölnsO/Eidenmüller 2014, InsO § 225a Rn. 80. Zie ook par. 5.4.9.5.

een akkoord aanbiedt, mag de rechtbank verzoeken een uitspraak te doen over de kwestie of het bestuur geen goede grond heeft de instemming te weigeren. Eenzelfde regeling past de WHOA toe voor de instemming die is vereist wanneer een herstructureringsdeskundige een akkoord ter goedkeuring voorlegt aan betrokken partijen bij micro-, kleine en middelgrote ondernemingen.

De vennootschapsorganen behouden hun bevoegdheden gedurende de akkoordprocedure. De vennootschap is immers nog niet failliet. De uitoefening van bepaalde bevoegdheden kan echter een herstructurering frustreren. In de WHOA is daarom bepaald dat besluiten van de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) die voortvloeien uit titel 5.3 van Boek 2 BW, statutaire of contractuele regelingen niet vereist zijn voor zover en zolang dit nodig is voor de totstandkoming van een akkoord. Ik ga ervan uit dat ook de instemming van individuele aandeelhouders, bijvoorbeeld voor de intrekking van aandelen, niet is vereist. Dit is bijvoorbeeld wel expliciet in de Insolvenzordnung opgenomen.

Het gehomologeerde akkoord treedt in de plaats van de besluiten van de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding) die nodig zijn voor de uitvoering van het akkoord. Dat bepaalde besluiten van de algemene vergadering niet zijn vereist, neemt niet weg dat de algemene vergadering haar bevoegdheden (en aandeelhouders hun rechten), met inachtneming van de redelijkheid en billijkheid, mag blijven uitoefenen. De akkoordprocedure betreft immers, in tegenstelling tot de Duitse procedure, een pre-insolventieprocedure. Het vennootschapsrecht dient mijns inziens zoveel mogelijk te worden gerespecteerd.

Hoofdstuk 7

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

7.1 Hoofdstuk 1 – Inleiding

Dit proefschrift gaat over de positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringsprocedures, in het bijzonder onder de Wet homologatie onderhands akkoord (WHOA).¹ De procedure onder de WHOA is een preventieve herstructureringsprocedure: de vennootschap kan haar opeisbare schulden nog wel voldoen, maar een herstructurering van de schulden van de vennootschap is nodig om een faillissement af te wenden. De WHOA faciliteert een dwangakkoord tussen de vennootschap en haar schuldeisers en aandeelhouders. De betrokken aandeelhouders en schuldeisers stemmen over het akkoord en een rechter beslist vervolgens over de homologatie van het akkoord.

De WHOA is vooral geschreven vanuit een insolventierechtelijk perspectief: *out of the money* aandeelhouders mogen een akkoord ter herstructurering van schulden niet dwarsbomen wanneer zij betrokken zijn bij het akkoord.² Het akkoord kan de rechten van aandeelhouders wijzigen en zij kunnen zelfs hun gehele aandelenbelang kwijtraken. Niettemin blijft het vennootschapsrecht relevant. De vennootschap wordt immers bij een preventieve herstructurering niet ontbonden. De algemene vergadering en aandeelhouders behouden hun bevoegdheden respectievelijk rechten. Het is interessant de positie van aandeelhouders vanuit een (meer) vennootschapsrechtelijk perspectief te onderzoeken. Dit onderzoek brengt het spanningsveld tussen het vennootschapsrecht en het ‘herstructureringsrecht’ in kaart.

De hoofdvraag luidt als volgt: wat is de positie van aandeelhouders onder de WHOA, mede in vergelijking tot de positie van aandeelhouders onder de Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures? Onder ‘positie’ versta ik naast aandeelhoudersrechten en de grenzen aan de uitoefening ervan onder het reguliere vennootschapsrecht, ook de rechten die aandeelhouders aan de WHOA (en de buitenlandse procedures) kunnen ontlenen. Deze hoofdvraag beantwoord ik aan de hand van een

1 De WHOA is nog niet in werking getreden. Dit zal binnen afzienbare tijd geschieden.

2 Dit betekent dat zij op basis van hun rang bij verhaal op het vermogen van de vennootschap geen uitkering ontvangen.

drietal deelvragen. Teneinde de positie van aandeelhouders onder de WHOA te kunnen duiden vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief, is het nodig hun positie onder het vennootschapsrecht uiteen te zetten. De eerste deelvraag is derhalve: wat is de positie van aandeelhouders onder het Nederlandse recht, in het bijzonder welke rechten mogen aandeelhouders uitoefenen en welke grenzen ondervinden aandeelhouders bij de uitoefening van hun rechten? Dit komt aan bod in hoofdstuk 2. De tweede deelvraag komt in hoofdstuk 3 aan de orde en ziet op de Europese regelgeving die de Nederlandse wetgever in acht moet nemen: wat is het Europese kader voor een preventieve herstructureringsprocedure? Voorts vormt een belangrijk onderdeel van dit onderzoek een vergelijking met het Engelse en Duitse rechtstelsel, die beide reeds een preventieve herstructureringsprocedure kennen. Nederland zal met de komst van de WHOA voor het eerst een preventieve herstructureringsprocedure kennen waarin ook aandeelhouders kunnen worden betrokken. De derde en laatste deelvraag ziet op dit buitenlands recht: wat is de positie van aandeelhouders bij Engelse en Duitse preventieve herstructureringsprocedures en op welke wijze biedt het Engelse en Duitse recht inspiratie voor het Nederlandse recht? Deze deelvraag wordt in de hoofdstukken 4, 5 en 6 behandeld.

7.2 Hoofdstuk 2 – De positie van aandeelhouders in een besloten vennootschap

Aandeelhouders vormen een bijzonder soort *stakeholder* doordat zij met hun aandeelhoudersrechten, in en buiten de algemene vergadering, vergaande invloed kunnen uitoefenen binnen de vennootschap. Een aandeelhouder kan worden getypeerd als de eigenaar van de vennootschap, als een *residual claimant* en als een principaal (par. 2.3.3-2.3.5). Dit zijn kwalificaties die vanuit een rechtseconomisch perspectief verklaren waarom aandeelhouders zeggenschapsrechten moeten hebben en daarmee (vergaande) invloed kunnen uitoefenen binnen de vennootschap. Hoewel de kwalificaties niet helemaal zuiver zijn, laten ze wel zien dat aandeelhouders een bijzondere positie innemen binnen de vennootschap.

Aandeelhouders kunnen door de uitoefening van hun rechten een preventieve herstructurering dwarsbomen, bijvoorbeeld door in de algemene vergadering tegen een aandelenemissie die nodig is in het kader van een *debt for equity swap* te stemmen. Ik zet in de paragrafen 2.5-2.6 uiteen welke zeggenschapsrechten en financiële rechten verbonden aan een aandeel een rol kunnen spelen bij een preventieve herstructurering. Bij de uitoefening van zijn rechten mag een aandeelhouder in beginsel zijn eigen belang vooropstellen. Dit leidt tot problemen wanneer zijn belang niet samenloopt met de belangen van de vennootschap, medeaandeelhouders of andere *stakeholders*. Onder omstandigheden mag een aandeelhouder echter niet enkel zijn eigen belang nastreven. Zijn handelen wordt begrensd. Welke

belangen hij precies in acht moet nemen, verschilt per jurisdictie (par. 2.7). Zo staat in Nederland belangenpluralisme voorop (*stakeholder* model), terwijl in Engeland en bij de Duitse GmbH het belang van aandeelhouders vooropstaat (*shareholder* model). De belangrijkste omstandigheid ter bepaling welk belang de aandeelhouder heeft te dienen, is in de drie landen gelijk, namelijk de mate waarin een aandeelhouder invloed kan uitoefenen binnen de vennootschap. De grondslag hiervoor is in Nederland de redelijkheid en billijkheid, in Engeland met name de goede trouw en in Duitsland de *Treuepflicht*. In de hoofdstukken 4-6 beoordeel ik deze grenzen voor het handelen van aandeelhouders nader, voor het geval de vennootschap in financiële nood verkeert en een preventieve herstructurering aan de orde is.

7.3 Hoofdstuk 3 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: het Europese kader

In dit hoofdstuk onderzoek ik het Europese kader voor preventieve herstructureringsprocedures, met de focus op aandeelhouders. De richtlijn betreffende herstructurering en insolventie uit 2019 (EU 2019/1023) faciliteert een preventief herstructureringsstelsel in het kader waarvan schuldeisers én aandeelhouders een dwangakkoord kan worden opgelegd. De Richtlijn bevat hiervoor minimumvereisten. De Nederlandse wetgever beoogt met de WHOA aan te sluiten bij de Richtlijn. Teneinde overlap met paragraaf 7.6 (Nederlands recht) te voorkomen, licht ik hieronder enkel een aantal belangwekkende punten uit het Europese kader uit.

Onder de Richtlijn kan een akkoord de rechten van aandeelhouders direct (bijv. een wijziging van het dividendrecht) of indirect (bijv. een aandelenverwatering) wijzigen. Aandeelhouders kunnen zelfs hun gehele aandelenbelang kwijtraken. Vanwege de mogelijk ingrijpende gevolgen voor aandeelhouders (en schuldeisers) zijn voldoende waarborgen van belang. In dit verband valt op dat de Richtlijn slechts een dreigende insolventie (*likelihood of insolvency*) vereist voor het ingrijpen in aandeelhoudersrechten (par. 3.3.4.1). Het is aan de lidstaten zelf om invulling te geven aan dit begrip. Het criterium uit de Richtlijn is mijns inziens niet streng genoeg. Dreigende insolventie is immers een ruim begrip waar veel onder kan vallen. Onder dreigende insolventie moet mijns inziens worden verstaan dat het redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap haar schulden niet meer zal kunnen voldoen. Dit vereiste hanteert de WHOA. Voorts dient de *best interest test* als minimumwaarborg dat een aandeelhouder of een schuldeiser in ieder geval niet slechter af is onder het akkoord dan zonder het akkoord (par. 3.3.7.1). Een bij het akkoord betrokken aandeelhouder zal in de regel *out of the money* zijn zonder een akkoord, dat wil zeggen dat hij geen uitkering zal ontvangen bij liquidatie van de vennootschap of, afhankelijk

van de keuze van een lidstaat, in geval van het *next best alternative*. Dit betekent echter niet dat een akkoord aandeelhoudersrechten onbegrensd mag wijzigen. De wijziging moet noodzakelijk zijn om het akkoord tot stand te brengen.

De bij het akkoord betrokken aandeelhouders en schuldeisers stemmen in klassen over het akkoord. De rechter homologeert het akkoord in beginsel als alle klassen voorstemmen. Stemmen niet alle klassen in, dan kan het akkoord alsnog worden gehomologeerd wanneer geen (succesvol) beroep is gedaan op de *cross class cramdown* vereisten (par. 3.3.8). Bij een *cross class cramdown* wordt de tegenstemmende klasse gebonden aan het akkoord. Een van de *cross class cramdown* vereisten is de *absolute priority rule* of de *relative priority rule*. De Richtlijn geeft de lidstaten de keuze voor een van beide regels. Onder de *relative priority rule* – zoals voorgeschreven door de Richtlijn – kunnen *out of the money* aandeelhouders altijd hun aandelenbelang (gedeeltelijk) behouden zolang een hoger gerangschikte stemklasse maar iets gunstiger wordt behandeld onder het akkoord. Het biedt *out of the money* aandeelhouders de mogelijkheid invloed uit te oefenen op een voor hen gunstig akkoord, terwijl de Richtlijn juist beoogt te bewerkstelligen dat aandeelhouders niet op een onredelijke wijze de totstandkoming van een akkoord kunnen blokkeren. Nederland heeft mijns inziens terecht gekozen voor de *absolute priority rule*: aandeelhouders raken in beginsel hun aandelenbelang kwijt wanneer niet alle hoger gerangschikte klassen volledig zijn voldaan (zie hierna).

Het vennootschapsrecht mag niet in de weg staan aan het wijzigen van aandeelhoudersrechten onder een akkoord. De Richtlijn staat lidstaten derhalve toe af te wijken van een aantal bepalingen uit de richtlijn aangaande bepaalde aspecten van het vennootschapsrecht (EU 2017/1132), voor zover en voor zolang dit nodig is voor de totstandkoming van een akkoord (par. 3.3.11). Bepaalde besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding zijn daarom niet vereist. Denk aan een besluit tot kapitaalvermindering of -verhoging. Ook de instemming van individuele aandeelhouders is niet vereist. Onder de WHOA zijn eveneens bepaalde besluiten niet vereist (zie hierna). De WHOA zwijgt echter – mijns inziens ten onrechte – over de instemming van individuele aandeelhouders.

Tot slot kan met name een tweetal grondrechten uit het EVRM een rol spelen bij een preventieve herstructurering: het recht op ongestoord genot van eigendom en de (negatieve) vrijheid van vereniging. Wanneer het akkoord wijzigingen aanbrengt in de rechten van aandeelhouders is dit een inmenging in het recht op ongestoord genot van eigendom (art. 1 EP EVRM). Ik concludeer in paragraaf 3.4 dat het preventieve herstructureringsstelsel uit de Richtlijn alsook de WHOA voldoet aan de cumulatieve vereisten voor een geoorloofde inmenging (voorzien-bij-wet, algemeen belang

en proportionaliteit). Voorts speelt de negatieve verenigingsvrijheid een rol wanneer een schuldeiser tegen zijn wil aandeelhouder wordt in de geherstructureerde vennootschap als gevolg van een *debt for equity swap* (par. 3.5). De negatieve verenigingsvrijheid is onderdeel van artikel 11 EVRM. Dit houdt in dat in beginsel niemand kan worden gedwongen toe te treden tot een vereniging, waaronder ook een vennootschap valt.

7.4 Hoofdstuk 4 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Engeland

Slechts één zaak is in Engeland bekend waarin de rechter, buiten een preventieve herstructureringsprocedure om, ingreep in de rechten van aandeelhouders vanwege een dreigende liquidatie van de vennootschap (par. 4.2). Een gedwongen directe of indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten is wel (eerder) mogelijk bij een *scheme of arrangement*. Een *scheme* vereist de toestemming van de klasse(n) van aandeelhouders en schuldeisers die worden geraakt door het akkoord. Daarna beslist een rechter over de homologatie ervan. Een *cross class cramdown* – het binden van een tegenstemmende klasse aan een akkoord – is onder de huidige wetgeving niet mogelijk. Enigszins anders dan de *scheme* werkt de *company voluntary arrangement (cva)*, de andere Engelse preventieve herstructureringsprocedure. Aandeelhouders stemmen altijd – ongeacht of het akkoord hun rechten wijzigt – over het akkoord, maar aan hun tegenstem kan voorbijgegaan worden. Voorts ontbreekt bij de *cva* in beginsel rechterlijke betrokkenheid. Voor beide procedures geldt dat een zekere vorm van ‘*give and take*’ is vereist. Het ontnemen van het aandelenbelang zonder een tegenprestatie is niet mogelijk. De WHOA bevat mijns inziens terecht niet een dergelijke beperking, aangezien dit een preventieve herstructurering bemoeilijkt.

Bij beide procedures blijft de vennootschapsrechtelijke besluitvorming van toepassing. Aandeelhouders moeten in de algemene vergadering stemmen over besluiten die nodig zijn voor de totstandkoming van een akkoord, bijvoorbeeld besluiten die nodig zijn voor een *debt for equity swap*. In de literatuur wordt weinig tot geen aandacht besteed aan de positie van aandeelhouders en hun rechten onder de beide Engelse procedures. Tevens bestaat weinig jurisprudentie over het ingrijpen in aandeelhoudersrechten. Dit heeft te maken met het feit dat het wijzigen van aandeelhoudersrechten bij een *cva* in de praktijk niet gebruikelijk is en *out of the money* aandeelhouders doorgaans onder ‘dreiging’ van een *transfer scheme* – een *scheme* gecombineerd met de overdracht van de activa van de vennootschap naar een *Newco* – instemmen met een *scheme* én met de eventueel benodigde besluiten van de algemene vergadering (par. 4.3.10 en par. 4.5.4). In Nederland ontbreekt een met de *scheme* vergelijkbare jarenlange ervaring met onderhandelingen ‘in the shadow

of the law'. Het is mijns inziens juist dat onder de WHOA bepaalde besluitvorming (zie par. 6.5.11.4 en hierna par. 7.6) door de algemene vergadering niet is vereist. Aandeelhouders kunnen anders, hoewel een *cross class cramdown* van een aandeelhoudersklasse wel mogelijk is onder de WHOA, de totstandkoming van een akkoord alsnog frustreren door benodigde besluiten tegen te houden.

7.5 Hoofdstuk 5 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Duitsland

Het Duitse recht staat centraal in dit hoofdstuk. In uitzonderlijke situaties kan in Duitsland buiten een insolventieprocedure om in aandeelhoudersrechten worden ingegrepen wanneer de vennootschap insolvent dreigt te raken (par. 5.2). De nadruk ligt dan op een door de meerderheid nagestreefde noodzakelijke herstructurering. Duitsland kent strikt genomen geen preventieve herstructureringsprocedure. Een vroegtijdige herstructurering is in Duitsland enkel mogelijk als het bestuur verzoekt om opening van een formele insolventieprocedure die kan eindigen in de vereffening van het vermogen van de vennootschap. Voorafgaand aan de akkoordprocedure kan het bestuur gebruikmaken van een *Schutzschirm* en zo vroegtijdig in stilte een akkoord voorbereiden. De opening van een definitieve insolventieprocedure wordt dan uitgesteld. De Duitse akkoordprocedure, waarvoor de opening wel is vereist, verloopt grotendeels overeenkomstig de voorschriften uit de Richtlijn.

In de Duitse wetgeving en literatuur is uitgebreid aandacht besteed aan de positie van aandeelhouders en hun rechten binnen de procedure. Sinds 2012 is het mogelijk aandeelhoudersrechten te betrekken bij een akkoord, dat wil zeggen een vennootschapsrechtelijke regeling op te nemen in een akkoord (par. 5.4.9). Alles wat vennootschapsrechtelijk is toegestaan, is mogelijk onder het akkoord. De Duitse akkoordprocedure maakt geen onderscheid tussen voor de herstructurering benodigde besluiten van de algemene vergadering of de instemming van individuele aandeelhouders (zoals een besluit tot kapitaalverhoging) en de directe of indirecte wijziging van aandeelhoudersrechten (zoals het wijzigen van het winstrecht verbonden aan een aandeel of een aandelenverwatering). Dit is anders onder de WHOA. Een Duits akkoord kan met andere woorden meer omvatten dan enkel het herstructureren van schulden. Een Duits akkoord kan bijvoorbeeld ook het instellen van een raad van commissarissen of een wijziging van het statutaire doel van de vennootschap betreffen. De besluiten van de algemene vergadering en de instemmingen van individuele aandeelhouders die zijn opgenomen in een akkoord worden aangemerkt als aangenomen en afgegeven in de voorgeschreven vorm door de homologatie van het akkoord. De algemene vergadering en individuele aandeelhouders kunnen ook op andere manieren niet de totstandkoming van een akkoord dwarsbomen, omdat zij tijdens de akkoordprocedure geen invloed mogen

uitoefenen op het besturen van de vennootschap. Dit alles is te verklaren vanuit het gegeven dat het dwangakkoord in Duitsland wordt opgelegd binnen een formele insolventieprocedure. De inhoud van een akkoord onder de WHOA ziet mijns inziens terecht enkel op het herstructureren van schulden. Het vennootschapsrecht kan niet verder worden aangetast dan gelet op de inhoud van een akkoord is toegestaan. Een rechtvaardiging voor een ‘verdere’ aantasting ontbreekt.

7.6 Hoofdstuk 6 – Aandeelhouders en preventieve herstructureringen: Nederland

Naar Nederlands recht kunnen slechts in uitzonderlijke omstandigheden bepaalde rechten van aandeelhouders tegen hun wil worden gewijzigd wanneer het faillissement van de vennootschap dreigt. Het betreft de figuur van noodzaakfinanciering (par. 6.2). Met de komst van de WHOA is het mogelijk alle aan een aandeel verbonden rechten direct of indirect te wijzigen wanneer redelijkerwijs aannemelijk is dat de vennootschap met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan (par. 6.5.11.1). De aanbieder van een akkoord moet een beschrijving aan het akkoord hechten waaruit blijkt welke herstructureringsmaatregelen onderdeel zijn van het akkoord en op welke wijze deze bijdragen aan een oplossing voor de financiële problemen van de vennootschap. Het wijzigen van financiële rechten verbonden aan een aandeel ligt het meest voor de hand, maar afhankelijk van de omstandigheden van het geval kan het nodig zijn (ook) zeggenschapsrechten te wijzigen. Denk aan de situatie dat schuldeisers in het kader van een *debt for equity swap* niet bereid zijn aandelen te verkrijgen wanneer een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort bevoegd blijft over een dividenduitkering te besluiten. In de paragrafen 6.5.11.2-6.5.11.3 ga ik in op hoe het bestaan van een aandeelhoudersovereenkomst zich verhoudt tot het wijzigen van aandeelhoudersrechten onder een akkoord en op welke manier aandeelhoudersrechten die (nog) niet verbonden zijn aan een aandeel, zoals het recht tot het nemen van aandelen, kunnen worden gewijzigd onder een akkoord.

Stemklassen

De schuldeisers en de aandeelhouders wier rechten wijzigen onder het akkoord stemmen in stemklassen over het akkoord. Het criterium voor de klassenindeling is gebaseerd op het vereiste uit de Engelse *scheme*. In Engeland zijn al decennialang goede ervaringen opgedaan met een niet vooraf bepaalde klassenindeling. Onder de WHOA stemmen aandeelhouders en schuldeisers in verschillende stemklassen wanneer zij rechten hebben bij de vereffening van het vermogen van de vennootschap in faillissement of op basis van het akkoord verkrijgen die dusdanig verschillend zijn dat van een vergelijkbare positie geen sprake is (par. 6.5.3). Voor aandeelhouders volstaat één stemklasse, tenzij het akkoord hen verschillend behandelt. Dit laatste is toegestaan, mits de klasse van aandeelhouders die een minder

gunstige behandeling krijgt hiermee instemt of voor de ongelijke behandeling een redelijke grond bestaat én hun belangen niet worden geschaad. Een redelijke grond is bijvoorbeeld aanwezig wanneer cruciale aandeelhouders een groter aandelenbelang mogen behouden dan de overige aandeelhouders. Een cruciale aandeelhouder is een aandeelhouder die noodzakelijk is voor de voortzetting van de (onderneming van de) vennootschap. Het is een persoon die ook op een andere manier dan louter financiële inbreng aan de vennootschap bijdraagt, zoals iemand die tevens manager of bestuurder is. De ervaring, kennis, reputatie of zakelijke contacten van de cruciale aandeelhouder is bijvoorbeeld nodig voor de herstructurering.

Stemmen

De bij het akkoord betrokken aandeelhouders moeten worden opgeroepen voor de stemming over het akkoord. Voor de oproeping tot de stemming gelden niet de vennootschapsrechtelijke vereisten voor de oproeping van een algemene vergadering, maar de vereisten uit de WHOA. De aanbieder van het akkoord weet bij een besloten vennootschap wie hij moet oproepen, omdat in het aandeelhoudersregister is vermeld wie aandelen houdt in de vennootschap. De stemming hoeft niet noodzakelijkerwijs plaats te vinden in een fysieke stemvergadering. Dit scheelt kosten en tijd.

Bij het stemmen staat het economisch belang dat een aandeelhouder in de vennootschap houdt voorop (par. 6.5.4). Zo is een akkoord door een klasse van aandeelhouders aangenomen wanneer aandeelhouders ten minste twee derden van het totale bedrag aan geplaatst kapitaal (behorend tot de aandeelhouders die hebben gestemd) vertegenwoordigen. Het vennootschapsrecht is voor het stemrecht niet bepalend. Houders van stemrechtloze aandelen stemmen bijvoorbeeld ook over een akkoord. Bij certificering van aandelen of vruchtgebruik kan de aanbieder de economisch gerechtigde uitnodigen voor de stemming in plaats van de aandeelhouder. Het financiële risico ligt immers bij de economisch gerechtigde. Het is afhankelijk van de omstandigheden van het geval, zoals contractuele afspraken, of de economisch gerechtigde mag stemmen of dat de juridisch gerechtigde dit mag (al dan niet op steminstructie van de economisch gerechtigde). Het akkoord bindt zowel de aandeelhouder als de economisch gerechtigde. In Engeland en Duitsland speelt dit alles niet, het is alleen de juridisch gerechtigde die stemt over het akkoord. Wanneer de juridisch gerechtigde niet mag stemmen, meen ik dat hij wel bezwaar zou moeten kunnen maken tegen de homologatie van het akkoord (par. 6.5.6). Een akkoord bindt immers ook de juridisch gerechtigde. Dit verdient aanpassing in de WHOA. Hoor en wederhoor is een fundamenteel beginsel in het Nederlandse rechtstelsel.

Afwijzingsgronden

De rechtbank moet een verzoek tot homologatie van het akkoord afwijzen wanneer een of meer van de algemene of aanvullende afwijzingsgronden zich voordoen. De *best interest test* is een van de algemene afwijzingsgronden. De *best interest test* vormt een minimumbescherming: aandeelhouders en schuldeisers zijn in ieder

geval niet slechter af onder het akkoord dan zonder het akkoord. De rechtbank toetst deze afwijzingsgrond in lijn met de Richtlijn niet ambtshalve, evenals de aanvullende afwijzingsgronden die gelden wanneer niet alle stemklassen voor het akkoord hebben gestemd. Vanwege de snelheid en de kosten van een akkoordprocedure is voor een ‘piepsysteem’ veel te zeggen wanneer een (ruime) meerderheid per stemklasse voor het akkoord heeft gestemd. Daar is geen sprake meer van bij een *cross class cramdown*. De rechtbank zou mijns inziens, zoals in Duitsland geschiedt, ambtshalve de *best interest test* moeten toetsen bij een *cross class cramdown* (par. 6.5.6). Het waarborgen van minimumbescherming zou zwaarder moeten wegen dan snelheid en kosten. Dit verdient aanpassing onder de WHOA.

De aanvullende afwijzingsgronden zijn wat betreft de positie van aandeelhouders het meest interessant. De *absolute priority rule* is een van de aanvullende afwijzingsgronden (par. 6.5.8.1-6.5.8.3). Aandeelhouders raken in beginsel hun aandelenbelang kwijt wanneer de vorderingen van de hoger gerangschikte klassen niet volledig zijn voldaan. Aandeelhouders mogen echter wel (gedeeltelijk) hun aandelenbelang behouden wanneer hiervoor een redelijke grond bestaat én de schuldeisers of de aandeelhouders uit de tegenstemmende klasse(n) niet in hun belang worden geschaad (par. 6.5.8.3). Het is bijvoorbeeld mogelijk dat een cruciale aandeelhouder een aandelenbelang mag behouden. Voorts mogen mijns inziens aandeelhouders onder omstandigheden hun aandelenbelang (gedeeltelijk) behouden onder het akkoord wanneer zij extra financiering inbrengen of waarde ontvangen van een andere stemklasse (*gifting*). In Duitsland bestaat discussie over de vraag of dergelijke afwijkingen mogelijk zijn (par. 5.4.6.2).

De andere aanvullende afwijzingsgrond houdt in dat de schuldeisers uit de niet-instemmende klasse onder het akkoord het recht hebben te kiezen voor een uitkering in geld ter hoogte van het bedrag dat zij bij een vereffening van het vermogen van de vennootschap in faillissement in geld zouden ontvangen. In dit onderzoek heb ik vraagtekens gezet bij deze aanvullende afwijzingsgrond, omdat daardoor een *hold-out* positie voor *in the money* schuldeisers wordt gecreëerd (par. 6.5.8.4). De Richtlijn vereist niet dat een uitkering in de vorm van contanten moet geschieden. Een dergelijk vereiste ontbreekt ook in de Insolvenzordnung.

Instemmingsvereiste MKB-ondernemingen

Micro-, kleine en middelgrote ondernemingen nemen een bijzondere positie in onder de Richtlijn en ook onder de WHOA. De instemming van de MKB-onderneming is op twee momenten vereist. Allereerst is de instemming vereist wanneer niet de vennootschap maar een – op verzoek van een schuldeiser, ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging – door de rechtbank benoemde herstructureringsdeskundige een akkoord ter stemming aan de betrokken partijen voorlegt (par. 6.5.4). *Out of the money* aandeelhouders kunnen druk uitoefenen op het bestuur, bijvoorbeeld

door te dreigen met het ontslag van bestuurders, zodat het bestuur zijn instemming niet verleent. Hierdoor hebben zij mijns inziens een ongewenste machtspositie. De WHOA biedt hiervoor een oplossing waarbij wel een actief optreden van de herstructureringsdeskundige is vereist. De WHOA bepaalt namelijk dat aandeelhouders het bestuur niet op een onredelijke wijze mogen belemmeren bij de instemming en dat de herstructureringsdeskundige een vroegtijdige beslissing van de rechtbank kan verzoeken over de kwestie of het bestuur geen goede reden heeft de instemming te weigeren.

Daarnaast is de instemming van de vennootschap vereist wanneer wordt verzocht om de homologatie van het akkoord wanneer niet alle stemklassen hebben voorgestemd (par. 6.5.5). Ook hier geldt dat aandeelhouders niet op onredelijke wijze de instemming mogen belemmeren.

Procedurele bescherming

Aandeelhouders wier rechten wijzigen onder het akkoord mogen hun stem uitbrengen over het akkoord en mogen voorafgaand aan de homologatiezitting bezwaar maken tegen de homologatie van het akkoord. Tegen de beslissing tot homologatie van het akkoord staat geen rechtsmiddel open; enkel cassatie in het belang der wet is mogelijk. Hiervoor valt veel te zeggen: de snelheid (en de kosten) van de procedure, de rechtszekerheid en het daadwerkelijk tot stand komen van een effectief akkoord zijn gediend bij het uitsluiten van rechtsmiddelen. Niettemin acht ik het wenselijk dat er, evenals in Engeland en Duitsland, rechtsmiddelen openstaan tegen de beslissing tot homologatie van het akkoord (of de afwijzing ervan) (par. 6.5.10). Dit verdient aanpassing onder de WHOA. Een akkoord kan immers vergaande wijzigingen aanbrengen in de rechten van aandeelhouders en schuldeisers. Mijn voorkeur gaat uit naar de Duitse regeling die voorwaarden stelt aan het instellen van rechtsmiddelen. In Duitsland kan een aandeelhouder of een schuldeiser alleen hoger beroep instellen tegen de homologatiebeslissing wanneer hij aannemelijk kan maken dat hij door het akkoord in een wezenlijk slechtere positie komt te verkeren dan zonder het akkoord. Een bepaling met een dergelijke strekking zou mijns inziens in de WHOA moeten worden opgenomen. Het biedt een minimumwaarborg aan niet met het akkoord instemmende schuldeisers (en aandeelhouders) die nog een economisch belang hebben in de vennootschap en onder het akkoord slechter af zijn dan bij een vereffening van het vermogen van de vennootschap in faillissement.

Besluiten van de algemene vergadering

Aandeelhouders stemmen in een of meer klassen over het akkoord en niet als algemene vergadering. Bepaalde besluiten van de algemene vergadering of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding zijn niet vereist voor het aanbieden en het uitvoeren van een akkoord. Voor zover en zolang het nodig is, zijn titel 5.3 van Boek 2 BW ('het vermogen van de vennootschap')

en contractuele en statutaire regelingen ten aanzien van de besluitvorming niet van toepassing (par. 6.5.11.4). Het betreft bijvoorbeeld de besluitvorming over een aandelenemissie of de uitsluiting van het voorkeursrecht. Zonder de bepaling uit de WHOA zou besluitvorming door de algemene vergadering nodig zijn om de herstructurering van schulden te realiseren. Het gehomologeerd akkoord treedt in de plaats van de besluiten die voor de uitvoering van het akkoord zijn vereist. Aangezien de inhoud van een akkoord ziet op het herstructureren van schulden, hoeft alleen in zoverre geen besluitvorming plaats te vinden. In Duitsland daarentegen kan een akkoord iedere vennootschapsrechtelijke regeling bevatten en worden de besluiten van de algemene vergadering en de instemmingen van individuele aandeelhouders die onderdeel zijn van een akkoord aangemerkt als aangenomen en afgegeven in de voorgeschreven vorm door de homologatie van het akkoord. Deze brede aanpak acht ik, zoals hierboven vermeld, buiten een insolventieprocedure niet wenselijk. Wel verdient het aanbeveling in de WHOA, zoals in de Insolvenzordnung, op te nemen dat ook de instemming van individuele aandeelhouders, zoals de instemming bij het intrekken van aandelen, niet is vereist voor de uitvoering van een akkoord en dat een gehomologeerd akkoord daarvoor in de plaats treedt. Dit ontbreekt zoals vermeld in de WHOA.

Ter bevordering van transparantie en het voorkomen van misbruik is het mijns inziens wenselijk dat de aanbieder van een akkoord, evenals bij de Duitse akkoordprocedure, expliciet aangeeft welke besluiten van de algemene vergadering (of een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde aanduiding of soort) niet vereist zijn. Een dergelijk vereiste doet bovendien recht aan het feit dat een inmenging in het eigendomsrecht van aandeelhouders ex artikel 1 EP EVRM proportioneel moet zijn. Dit verdient aanpassing onder de WHOA.

Algemene vergadering tijdens de procedure

Bepaalde besluiten van de algemene vergadering zijn niet vereist voor de uitvoering van een akkoord. Aandeelhouders kunnen hierdoor niet de totstandkoming van een akkoord frustreren. Aandeelhouders kunnen niettemin op een andere manier de totstandkoming frustreren. De algemene vergadering en individuele aandeelhouders mogen hun bevoegdheden respectievelijk rechten, met inachtneming van de redelijkheid en billijkheid, blijven uitoefenen gedurende de akkoordprocedure. Het vennootschapsrecht dient mijns inziens zoveel mogelijk te worden gerespecteerd. De akkoordprocedure betreft immers, in tegenstelling tot de Duitse procedure, een pre-insolventieprocedure.

Door de uitoefening van hun rechten kunnen aandeelhouders een preventieve herstructurering dwarsbomen (par. 6.5.11.4 onder e). De belangrijkste bevoegdheid van de algemene vergadering in dit kader is dat zij het bestuur kan ontslaan of schorsen wanneer deze een voor de aandeelhouders ongunstig akkoord aanbiedt. Juist vanwege de reden dat aandeelhouders het bestuur onder druk kunnen zetten om geen

of een voor aandeelhouders gunstig akkoord aan te bieden, kan in plaats van de vennootschap een herstructureringsdeskundige een akkoord aanbieden. Deze wordt door de rechtbank benoemd op verzoek van een schuldeiser, ondernemingsraad of personeelsvertegenwoordiging. Ook de vennootschap zelf of een aandeelhouder mag een dergelijk verzoek doen.

Chapter 8

SUMMARY AND CONCLUSIONS

8.1 Chapter 1 – Introduction

This book deals with the position of shareholders in preventive restructurings, in particular under the Act on the Confirmation of Private Plans or ACPP (*Wet homologatie onderhands akkoord*).¹ The procedure under the ACPP is a preventive restructuring procedure: the company can still pay its due debts, but a restructuring of the debts of the company is necessary to avert bankruptcy. The ACPP facilitates a compulsory plan between the company and its creditors and shareholders. The affected shareholders and creditors vote on the plan and a judge then decides on the confirmation of the plan.

The ACPP is mainly written from an insolvency law perspective: out of the money shareholders should not frustrate a debt restructuring plan when they are affected by the plan.² The plan may amend the rights of shareholders and they may even lose their entire share interest. Nevertheless, company law remains relevant. Indeed, the company is not dissolved in the event of a preventive restructuring. The general meeting and shareholders retain their powers and rights respectively. It is therefore interesting to examine the position of shareholders from a company law perspective. This research maps out the field of tension between company law and ‘restructuring law’.

The main question is as follows: what is the position of shareholders under the ACPP, and how does this compare with the position of shareholders under the English and German preventive restructuring procedures? By ‘position’ I mean, in addition to shareholder rights and the limits to the exercise thereof under regular company law, also the rights that shareholders can derive from the ACPP (and the foreign procedures). I answer the main question on the basis of three sub-questions. In order to be able to interpret the position of shareholders under the ACPP from a company law

1 The ACPP has not yet entered into force. This will happen in the near future.

2 This means that they will not receive any distribution based on their rank in the event of recourse against the company’s assets.

perspective, it is necessary to explain their position under company law. The first sub-question is therefore: what is the position of shareholders under Dutch law; in particular, which rights are shareholders allowed to exercise and which limits do shareholders face in exercising their rights? This is discussed in chapter 2. The second sub-question is discussed in chapter 3 and concerns the European regulations which the Dutch legislator must observe: what is the European framework for a preventive restructuring procedure? Furthermore, an important part of this research is dedicated to a comparison between the English and German legal systems, both of which already have a preventive restructuring procedure. With the arrival of the ACPP, the Netherlands will, for the first time, have a preventive restructuring procedure in which shareholders can also be involved. The third and final sub-question relates to the topic of foreign law: what is the position of shareholders in English and German preventive restructuring procedures and how does English and German law provide inspiration for Dutch law? This sub-question is dealt with in chapters 4, 5 and 6.

8.2 Chapter 2 – The position of shareholders in a private limited company

Shareholders are a special type of stakeholder because their shareholder rights enable them to exercise far-reaching influence within the company, both inside and outside the general meeting. A shareholder can be characterised as the owner of the company, as a residual claimant and as a principal (pars. 2.3.3-2.3.5). These are qualifications which, from a legal-economic perspective, explain why shareholders must have control rights and thus be able to exercise (far-reaching) influence within the company. Although the qualifications are not entirely pure, they do show that shareholders occupy a special position within the company.

Shareholders can frustrate a preventive restructuring by exercising their rights, for example by voting in the general meeting against a share issue that is necessary in the context of a debt for equity swap. I explain in pars. 2.5-2.6 which control rights and financial rights attached to a share can play a role in a preventive restructuring. In exercising his rights, a shareholder may, in principle, put his own interests first. This will lead to problems when his interest does not coincide with the interests of the company, co-shareholders or other stakeholders. In certain circumstances, however, a shareholder may not pursue only his own interest. His actions are limited. Exactly which interests he must observe differs per jurisdiction (par. 2.7). In the Netherlands, for example, interest-group pluralism comes first (stakeholder model), whereas in England and the German GmbH the interests of shareholders come first (shareholder model). In all three countries, the most important circumstance for determining which interest the shareholder has to serve is the same, i.e. the extent to which a shareholder can exercise influence within the company. In the Netherlands

this is based on the principles of reasonableness and fairness, in England in particular good faith, and in Germany the *Treuepflicht*. In chapters 4-6 I assess these limits for shareholders' actions in more detail, in case the company is in financial distress and a preventive restructuring is appropriate.

8.3 Chapter 3 – Shareholders and preventive restructurings: the European framework

In this chapter, I examine the European framework for preventive restructuring procedures, with a focus on shareholders. The Directive on restructuring and insolvency of 2019 (EU 2019/1023) facilitates a preventive restructuring system under which a compulsory plan may be imposed on both creditors *and* shareholders. The Directive contains minimum requirements for this. The Dutch legislator intends to align the ACPP with the Directive. To avoid overlap with par. 7.6 (Dutch law), I will only explain a few important elements from the European framework below.

Under the Directive, a plan may directly (e.g. a change in dividend entitlement) or indirectly (e.g. a dilution of shares) amend the rights of shareholders. Shareholders may even lose their entire share interest. Because of the potentially far-reaching consequences for shareholders (and creditors), adequate safeguards are important. In this context, it is worth noting that the Directive only requires an impending insolvency (*likelihood of insolvency*) for the interference with shareholder rights (par. 3.3.4.1). It is up to the Member States themselves to interpret this concept. In my view, the criterion set out in the Directive is not strict enough, as the threat of insolvency is a broad concept which could cover a great deal. I believe the term 'likelihood of insolvency' should be understood to mean that it can reasonably be assumed that the company will no longer be able to pay its debts. The ACPP applies this requirement. Furthermore, the best interest test serves as a minimum guarantee that a shareholder or creditor is in any event no worse off under the plan than without it (par. 3.3.7.1). A shareholder involved in the plan will generally be out of the money without the plan, i.e. he will not receive any payment in the event of liquidation of the company or, depending on the choice of a Member State, in the event of the next best alternative. However, this does not mean that the plan may amend shareholder rights indefinitely. The amendment must be necessary to put the plan into effect.

The shareholders and creditors affected by the plan vote on the plan in classes. The court confirms the plan in principle if all classes vote in favour. If not all classes vote in favour, the plan can still be confirmed if the cross class cramdown requirements are not (successfully) invoked (par. 3.3.8). In a cross class cramdown the opposing class will be bound by the plan. One of the cross class cramdown requirements is the absolute priority rule or the relative priority rule. The Directive gives Member States the choice of one of the two rules. Under the relative priority rule – as prescribed by

the Directive – out of the money shareholders can always retain (part of) their share interest as long as a higher ranked voting class is treated slightly more favourably under the plan. It allows out of the money shareholders to influence a plan that is favourable to them, whereas the Directive aims to ensure that shareholders cannot unreasonably block the preparation of a plan. In my view, the Netherlands has rightly opted for the absolute priority rule: shareholders will, in principle, lose their share interest if not all of the higher-ranking classes are fully satisfied (see below).

Company law should not prevent the amendment of shareholder rights under a plan. The Directive therefore allows Member States to derogate from certain provisions of the Directive relating to certain aspects of company law (EU 2017/1132) to the extent and for as long as is necessary for the preparation of a plan (par. 3.3.11). Certain resolutions of the general meeting or a meeting of holders of shares of a certain type or specification are therefore not required. For example: a resolution to reduce or increase the capital. Nor is the consent of individual shareholders required. Under the ACPP, certain resolutions are also not required (see below). However, the ACPP is silent – wrongly in my opinion – on the consent of individual shareholders.

Lastly, particularly two fundamental rights from the ECHR can play a role in the preventive restructuring of debts: the right to unfettered enjoyment of property and the (negative) freedom of association. If the plan amends the rights of shareholders, this is an interference with the right to peaceful enjoyment of property (art. 1 FP ECHR). I conclude in par. 3.4 that the preventive restructuring system set out in the Directive, as well as the ACPP, meets the cumulative requirements for justified interference (lawfulness, in the public interest and proportionality). Furthermore, the negative freedom of association plays a role when a creditor becomes a shareholder in the restructured company against his will as a result of a debt for equity swap (par. 3.5). The negative freedom of association is part of article 11 ECHR. This means that, in principle, no one can be forced to join an association, which also includes a company.

8.4 Chapter 4 – Shareholders and preventive restructurings: England

Only one case is known in England in which the court, in addition to a preventive restructuring procedure, interfered with the rights of shareholders because of an impending liquidation of the company (par. 4.2). A forced direct or indirect change in shareholder rights is, however, possible (sooner) in the case of a Scheme of Arrangement. A scheme requires the consent of the class(es) of shareholders and creditors affected by the scheme. A judge then decides on its confirmation. A cross class cramdown – whereby the plan becomes binding upon a dissenting class – is

not possible under the current legislation. Slightly different from the scheme is the Company Voluntary Arrangement (CVA), the other English preventive restructuring procedure. Shareholders always vote on the arrangement – regardless of whether their rights are amended under the arrangement – but their dissenting vote can be ignored. Furthermore, in principle, the CVA is not subject to the court’s involvement. Both procedures require some form of give-and-take. It is not possible to deprive shareholders of their share interests without a quid pro quo. In my view, the ACP is right not to contain such a restriction, since it makes preventive restructuring more difficult.

Both procedures remain subject to the decision-making process under company law. Shareholders must vote in the general meeting on resolutions necessary to put a plan into effect, for example resolutions necessary for a debt for equity swap. In literature, limited or no attention is given to the position of shareholders and their rights under both English procedures. There is also little case law on the interference with shareholder rights. This has to do with the fact that amending shareholders rights in the case of a CVA is not common practice and out of the money shareholders usually agree to a transfer scheme – a scheme combined with the transfer of the company’s assets to a Newco – as well as to any necessary resolutions of the general meeting (pars. 4.3.10 and 4.5.4). The Netherlands lacks years of experience with negotiations ‘in the shadow of the law’ comparable to the scheme. In my view, it is correct that under the ACP, certain resolutions (see pars. 6.5.11.4 and 7.6 below) are not required by the general meeting. Otherwise, although a cross class cramdown of a shareholder class is possible under the ACP, shareholders can still frustrate the preparation and implementation of a plan by blocking the necessary resolutions.

8.5 Chapter 5 – Shareholders and preventive restructurings: Germany

German law is at the heart of this chapter. In exceptional situations, shareholder rights may be interfered with in Germany outside of insolvency proceedings where the company threatens to become insolvent (par. 5.2). The emphasis is then on a necessary restructuring pursued by the majority. Germany does not, strictly speaking, have any preventive restructuring procedure. Early restructuring is possible in Germany only if the board of the company requests the opening of formal insolvency proceedings which may end in the liquidation of the company’s assets. Prior to the plan procedure, the board can use a *Schutzschirm* to quietly prepare a plan at an early stage. The opening of final insolvency proceedings is then postponed. The German plan procedure, for which the opening is required, is largely in accordance with the provisions of the Directive.

German legislation and literature have devoted extensive attention to the position of shareholders and their rights within the procedure. Since 2012, it has been possible to include shareholder rights in a plan, i.e. to include a company law provision in the plan (par. 5.4.9). Anything that is permitted under company law is possible under the plan. The German plan procedure makes no distinction between resolutions of the general meeting or the consent of individual shareholders required for the restructuring (such as a resolution to increase capital) and the direct or indirect amendment of shareholder rights (such as the amendment of the profit entitlement attached to a share or a dilution of shares). This is different under the ACPP. In other words, a German plan can cover more than just debt restructuring. It may, for example, also include the formation of a supervisory board or a change in the company's objectives under the articles of association. The resolutions of the general meeting and the consents of individual shareholders included in a plan are considered to have been adopted and issued in the prescribed form by the confirmation of the plan. Nor may the general meeting and individual shareholders impede the preparation of a plan in other ways, because they may not exert any influence on the management of the company during the plan procedure. All this can be explained by the fact that the compulsory plan in Germany is imposed as part of formal insolvency proceedings. In my view, the content of a plan under the ACPP rightly relates only to debt restructuring. Company law cannot be affected beyond what is permissible in view of the content of a plan. There is no justification for any 'further' impairment.

8.6 Chapter 6 – Shareholders and preventive restructurings: the Netherlands

Under Dutch law, certain rights of shareholders can only be altered against their will in exceptional circumstances where the company is threatened with bankruptcy. This concerns the concept of corporate emergency funding (par. 6.2). With the arrival of the ACPP, it is possible to amend all rights attached to a share directly or indirectly when it is reasonably plausible that the company will not be able to continue paying its debts (par. 6.5.11.1). The party proposing the plan must append to the plan a description showing which restructuring measures form part of the plan and how they contribute to solving the financial problems of the company. The modification of financial rights attached to a share is the most obvious but depending on the circumstances of the case it may be necessary to modify (also) the rights of control. Consider the situation in which creditors are not prepared to acquire shares in the context of a debt for equity swap where a meeting of holders of shares of a certain type remains entitled to decide on a dividend payment. In pars. 6.5.11.2-6.5.11.3 I discuss how the existence of a shareholders' agreement relates to amending shareholder rights under a plan and how shareholder rights that are not (yet) attached to a share, such as the right to subscribe for shares, can be amended under a plan.

Voting classes

Creditors and shareholders whose rights are amended under the plan vote in classes on the plan. The criterion for the formation of classes is based on the requirement of the English scheme. In England, good experience has been gained for decades with a formation of classes that is not predetermined. Under the ACPP, shareholders and creditors vote in different classes if they have rights in the liquidation of the company's assets in bankruptcy or obtain rights under the plan that are so different that they are not in a comparable position (par. 6.5.3). For shareholders, one voting class is sufficient, unless the plan procedure treats them differently. The latter is permitted, provided that the class of shareholders receiving less favourable treatment agrees or the unequal treatment is reasonably justified and their interests are not affected. Reasonable grounds exist, for example, where crucial shareholders are allowed to retain a larger share interest than the other shareholders. A crucial shareholder is a shareholder that is necessary for the continuation of the (company's) business. It is a person who also contributes to the company in a way other than purely financial contributions, such as someone who is also a manager or director. For example, the experience, knowledge, reputation or business contacts of the crucial shareholder are necessary for the restructuring.

Voting

The shareholders affected by the plan must be called upon to vote on the plan. The convocation to vote is not subject to the company law requirements for the convocation of a general meeting, but to the requirements of the ACPP. In the case of a private limited company, the party proposing the plan knows who he must convene because the register of shareholders states who holds shares in the company. Voting does not necessarily have to take place in a physical meeting of shareholders. This saves time and cost.

When voting, the economic interest that a shareholder holds in the company is paramount (par. 6.5.4). A plan is adopted by a class of shareholders if shareholders represent at least two-thirds of the total amount of issued capital (belonging to the shareholders who voted). Company law is not a factor in determining the voting rights. For example, holders of non-voting shares also vote on the plan. In the case of depositary receipts for shares or usufruct, the party proposing the plan may invite the beneficial owner to vote instead of the shareholder. After all, the financial risk lies with the beneficial owner. It depends on the circumstances of the case, such as contractual arrangements, whether the beneficial owner is allowed to vote or whether the legal owner is allowed to do so (whether or not on the voting instructions from the beneficial owner). The plan binds both the shareholder and the beneficial owner. In England and Germany this is not the case; it is only the legal owner who votes on the plan. If the legal owner is not allowed to vote, I believe he should be able

to challenge confirmation by the court (par. 6.5.6), as the plan also binds the legal owner. This should be amended in the ACPP. Hearing both sides of the argument is a fundamental principle in the Dutch legal system.

Grounds for refusal

The court must refuse a request to confirm the plan if one or more of the general or supplemental grounds for refusal arise. The best interest test is one of the general grounds for refusal. The best interest test constitutes a minimum protection: shareholders and creditors are in any case no worse off under the plan than they would be without it. In line with the Directive, the court does not review this ground for refusal on its own initiative, as well as the supplemental grounds for refusal that apply if not all of the voting classes have voted in favour of the plan. Because of the speed and cost of a plan procedure, there are substantial advantages to the ‘squeaky wheel system’ if a (large) majority of each voting class have voted in favour of the plan. This is no longer the case with a cross class cramdown. In my opinion, the court should, as is the case in Germany, apply the best interest test on its own initiative in a cross class cramdown (par. 6.5.6). Safeguarding the minimum protection should outweigh speed and cost. This merits adaptation under the ACPP.

The supplemental grounds for refusal are the most interesting in terms of the position of shareholders. The absolute priority rule is one of the supplemental grounds for refusal (pars. 6.5.8.1-6.5.8.3). In principle, shareholders lose their share interest if the claims of the higher-ranking classes are not paid in full. However, shareholders may retain (part of) their share interest if there are reasonable grounds for doing so and the interests of the creditors or shareholders of the class(es) voting against the plan are not prejudiced by it. It is possible, for example, that a crucial shareholder may retain a share interest. Furthermore, in my opinion, shareholders may under circumstances retain (part of) their share interest under the plan if they contribute additional financing or receive value from another voting class (gifting). In Germany there is a debate as to whether such derogations are possible (par. 5.4.6.2).

The other supplemental ground for refusal implies that creditors from the dissenting class under the plan have the right to opt for a cash payment equal to the amount they would receive in cash if the company’s assets were liquidated in bankruptcy. In this research I questioned this supplemental ground for refusal, because it creates a holdout position for in the money creditors (par. 6.5.8.4). The Directive does not require a payment to be made in the form of cash. Also, there is no such requirement in the *Insolvenzordnung*.

Requirement of consent for SMEs

Micro, small and medium-sized enterprises occupy a special position under the Directive and also under the ACPP. The consent of the SME must be obtained on two occasions. Firstly, consent is required if it is not the company, but a restructuring expert appointed by the court at the request of a creditor, works council or workplace representation, who proposes a plan (par. 6.5.4). Out of the money shareholders can put pressure on the board, for example by threatening to dismiss directors, so that the board does not give its consent. This, in my view, puts them in an undesirable dominant position. The ACPP offers a solution to this, which requires active intervention by the restructuring expert. The ACPP stipulates that shareholders may not unreasonably prevent the board from giving its consent and that the restructuring expert may request an early decision from the court on the issue of whether the board has no good reason to refuse consent.

In addition, where not all of the voting classes have voted in favour, the consent of the SME is required when the confirmation of a plan is requested (par. 6.5.5). Again, shareholders should not unreasonably impede consent.

Procedural protection

Shareholders whose rights are amended under the plan may vote on the plan and challenge its approval prior to the confirmation meeting. No appeal is possible against the confirmation of the plan; only an appeal by the Procurator General to the Supreme Court in the interest of the law is possible. There is a strong case to be made for this: the speed (and cost) of the procedure, legal certainty and the actual implementation of an effective plan all benefit from the exclusion of appeals. Nevertheless, I would argue that appeals should be available against the decision to confirm the plan (or its refusal) (par. 6.5.10), as is the case in England and Germany. This merits adaptation under the ACPP. Indeed, the plan can make far-reaching changes to the rights of shareholders and creditors. Preference should be given to the German regulation laying down conditions for appeals. In Germany, a shareholder or creditor can only appeal against court confirmation if he can demonstrate that the plan puts him in a substantially worse position than without it. In my opinion, a provision to this effect should be included in the ACPP. It offers a minimum guarantee to creditors (and shareholders) who do not consent to the plan, but who still have an economic interest in the company and are worse off under the plan than in the event of liquidation of the company's assets in bankruptcy.

Resolutions of the general meeting

Shareholders vote on the plan in one or more classes, not as shareholders in a general meeting. Certain resolutions of the general meeting or a meeting of holders of shares of a certain type or specification are not required for proposing and implementing the plan. Insofar as and for as long as necessary, Title 5.3 of Book 2 of the Dutch Civil Code ('the company's assets') and the contractual and

statutory regulations regarding decision-making shall not apply (par. 6.5.11.4). This concerns, for example, the decision-making process on a share issue or the exclusion of a pre-emptive right. Without the provision of the ACP, decision-making by the general meeting would be necessary to achieve debt restructuring. A plan confirmed by the court will replace the resolutions required for implementation of the plan. Since the content of the plan relates to debt restructuring, there is no need for decision-making beyond that extent. In Germany, on the other hand, the plan may contain any company law provisions, and the resolutions of the general meeting and the individual shareholders' consents which are part of the plan are considered to have been adopted and delivered in the prescribed form by the confirmation of the plan. As mentioned above, I do not consider this broad approach to be desirable outside of formal insolvency proceedings. However, it would be advisable to include in the ACP, as outlined in the *Insolvenzordnung*, that the consent of individual shareholders, such as the consent on a withdrawal of shares, is not required for the implementation of a plan and that the judgment confirming the plan acts in its place. As mentioned, this is missing in the ACP.

In order to enhance transparency and prevent abuse, I think it is advisable that the party proposing the plan, as is the case with the German plan procedure, explicitly states which resolutions of the general meeting (or a meeting of holders of shares of a certain type or specification) are not required. Moreover, such a requirement does justice to the fact that interference with the property rights of shareholders under article 1 FP ECHR must be proportional. This merits adaptation under the ACP.

General meeting during the procedure

Certain resolutions of the general meeting are not required for the implementation of a plan. Shareholders cannot therefore frustrate the preparation of the plan. Shareholders can nevertheless frustrate the formation of an agreement in some other way. The general meeting and individual shareholders may continue to exercise their powers or rights, with due observance of the principles of reasonableness and fairness, during the plan procedure. In my opinion, company law should be respected as much as possible. After all, unlike the German procedure, the plan procedure is a pre-insolvency procedure.

By exercising their rights, shareholders may hinder a preventive restructuring (par. 6.5.11.4(e)). The primary competence of the general meeting in this respect is that it can dismiss or suspend the board if it proposes a plan that is unfavourable to the shareholders. Precisely for the reason that shareholders can put pressure on the board not to offer a plan or a plan that is favourable to the shareholders, a restructuring expert can offer a plan instead of the company. This expert is appointed by the court at the request of a creditor, works council or workplace representation. The company itself or a shareholder can also make such a request.

AFKORTINGEN

AA	Ars Aequi
Afl.	aflevering
AG	Aktiengesellschaft
A-G	advocaat-generaal
AktG	Aktiengesetz
APR	<i>absolute priority rule</i>
art.	artikel
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
bijv.	bijvoorbeeld
BV	besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
CA 2006	Companies Act 2006
CGC	Corporate Governance Code
cva	<i>company voluntary arrangement</i>
DStR	Das deutsche Steuerrecht
DrittelbG	Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat
e.a.	en andere(n)
e.v.	en volgende
EHRM	Europees Hof voor de Rechten van de Mens
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
EVRM	Europees Verdrag tot de bescherming van de Rechten van de Mens en de fundamentele vrijheden
FD	Het Financieele Dagblad
FIP	Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk
Fw	Faillissementswet
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GS	Groene Serie
HR	Hoge Raad der Nederlanden

HvJEG	Hof van Justitie van de Europese Gemeenschap
HvJEU	Hof van Justitie van de Europese Unie
IA 1986	Insolvency Act 1986
InsO	Insolvenzordnung
IR	Insolvency Rules
JBplus	Jurisprudentie Bestuursrecht plus
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
LG	Landgericht
Ltd	private limited company
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
m.m.v.	met medewerking van
m.nt.	met noot van
MvT	memorie van toelichting
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
nr.	nummer
NV	naamloze vennootschap
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
o.a.	onder andere
O&F	Onderneming & Financiering
OK	Ondernemingskamer
OLG	Oberlandesgericht
p.	pagina
par.	paragraaf
plc	public limited company
Rb.	Rechtbank
red.	redactie
Rn.	Randnummer
r.o.	rechtsoverweging
RPR	<i>relative priority rule</i>
s.	section
t.	tegen
TOP	Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk
TvI	Tijdschrift voor Insolventierecht
TvOB	Tijdschrift voor vennootschapsrecht, rechtspersonenrecht en ondernemingsbestuur
UmwG	Umwandlungsgesetz

Afkortingen

vgl.	vergelijk
V&O	Vennootschap & Onderneming
v.	versus
Wft	Wet op het financieel toezicht
WHOA	Wet homologatie onderhands akkoord
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WOR	Wet op de ondernemingsraden
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

LITERATUURLIJST

Adriaanse 2005

J.A.A. Adriaanse, *Restructuring in the Shadow of the Law, Informal Reorganisation in the Netherlands*, Deventer: Kluwer 2005.

Ajibo 2014

C.C. Ajibo, 'A critique of enlightened shareholder value: revisiting the shareholder primacy theory', *Birkbeck Law Review* 2014, nr. 1, p. 37-58.

Andrianesis 2017

A.M. Andrianesis, 'Zur Dogmatik der Einbeziehung der Gesellschafterrechte in den Insolvenzplan', *WM* 2017, 362.

Asser/Maeijer & Kroeze 2015

M.J. Kroeze (m.m.v. H. Beckman, M.A. Verbrugh), *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlandse burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel I. De rechtspersoon*, Deventer: Wolters Kluwer 2015.

Asser/Maeijer, Van Solinge en Nieuwe Weme 2009

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot beoefening van het Nederlandse burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019

M. van Olffen & G.J.C. Rensen, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Asser/De Serière 2018

V.P.G. de Serière, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser/Sieburgh 2018

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel III. Algemeen overeenkomstenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIb. NV en BV. Corporate Governance*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Assink 2007

B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag*, Deventer: Kluwer 2007.

Assink 2016

B.F. Assink, 'Van vennootschapsrechtelijk belang (I)', *WPNR* 2016/7111, p. 465-475.

Assink 2016a

B.F. Assink, 'Van vennootschapsrechtelijk belang (II, slot)', *WPNR* 2016/7112, p. 491-499.

Assink/Slagter 2013

B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht (Deel I)*, Deventer: Kluwer 2013.

Baird 1986

D.G. Baird, 'The uneasy Case for Corporate Reorganizations', *The Journal of Legal Studies* 1986, p. 127-147.

Baird 2017

D.G. Baird, 'Priority Matters: Absolute Priority, Relative Priority, and the Costs of Bankruptcy', *University of Pennsylvania Review* 2017, nr. 4, p. 785-892.

Baird & Bernstein 2006

D.G. Baird & D. Bernstein, 'Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain', *The Yale Law Journal* 2006, nr. 8, p. 1930-1970.

Baird & Jackson 1984

D.G. Baird & T.H. Jackson, 'Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy', *University of Chicago Law Review* 1984, p. 97-130.

Baird & Rasmussen 2001

D.G. Baird & R.K. Rasmussen, 'Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations', *Virginia Law Review* 2001, nr. 5, p. 921-959.

Bakker 2012

P.S. Bakker, *Redelijkheid en billijkheid als gedragsnorm*, Deventer: Kluwer 2012.

Barkhuysen & Bos 2011

T. Barkhuysen & A.W. Bos, 'De betekenis van het Handvest van de Grondrechten van de Europese Unie voor het bestuursrecht', *JBplus* 2011, p. 3-34.

Barkhuysen, Van Emmerik & Ploeger 2005

T. Barkhuysen, M.L. van Emmerik & H.D. Ploeger, *De eigendomsbescherming van artikel 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM en het Nederlandse burgerlijk recht, Preadviezen voor de vereniging voor Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2005.

Barneveld 2009

J. Barneveld, 'PCM & private equity – Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230-238.

Barneveld 2014

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2014.

Barneveld & Corpeleijn 2014

J. Barneveld & F. Corpeleijn, 'Financiering met risicomijdend vermogen? Over de aandeelhouderslening in faillissement', *TvI* 2014/39, p. 208-218.

Bartl 2009

H. Bartl, *GmbH-Recht*, Heidelberg: C.F. Müller 2009.

Bartman & Dorresteijn 2013

S.M. Bartman & A.F.M. Dorresteijn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2013.

Baumbach/Hueck 2017

A. Baumbach & H.C. Hueck, *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, München: Verlag C.H. Beck.

BeckOK GmbHG 2017

C. Jaeger & H. Ziemons (red.), *Beck'scher Online-Kommentar GmbHG*, München: Verlag C.H. Beck.

BeckOK GmbHG 2018

C. Jaeger & H. Ziemons (red.), *Beck'scher Online-Kommentar GmbHG*, München: Verlag C.H. Beck.

BeckOK InsO 2018

A. Fridgen, A. Geiwitz & B. Göpfert (red.), *Beck'scher Online-Kommentar InsO*, München: Verlag C.H. Beck.

Beni Driss 2019

H. Beni Driss, 'Toelaatbaarheid en wenselijkheid van gifting onder de Absolute Priority Rule in de WHOA', *FIP* 2019/87, p. 41-50.

Van den Berg 2015

S.W. van den Berg, '(Rechtsvergelijkende) beschouwing over waardeallocatie bij herstructurerings', *TvI* 2015/42, p. 277-289.

Van den Berg 2017

S.W. van den Berg, 'WHOA: de *cram down* beschouwd vanuit waarderingsperspectief', *TvI* 2017/41, p. 251-259.

Van den Berg 2019

S.W. van den Berg, *Waarderingsvragen in het ondernemings- en insolventierecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Berle 1931

A.A. Berle, 'Corporate Powers as Powers in Trust', *Harvard Law Review* 1931, nr. 44, p. 1049-1074.

Bezemer, Van den Bosch & Volberda 2012

P.J. Bezemer, F.A.J. van den Bosch & H.W. Volberda, 'Aandeelhouderswaarde versus stakeholderwaarde: Een analyse van de ontwikkelingen in Nederland (1992-2009)', in: M. Lückerath-Rovers (red.), *Jaarboek Corporate Governance 2012-2013*, Deventer: Kluwer 2012, p. 17-28.

Birkmose & Möslin 2017

H.S. Birkmose & F. Möslin, 'Introduction: Mapping Shareholders' Duties', in: H.S. Birkmose (red.), *Shareholders' Duties*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2017, p. 1-25.

Bobeldijk 2017

A.C.P. Bobeldijk, 'Fiscale aspecten Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement', in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Vereeniging 'Handelsrecht', Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 231-248.

Bork 2012

R. Bork, *Rescuing Companies in England and Germany*, Oxford: Oxford University Press 2012.

Bork 2012a

R. Bork, *Einführung in das Insolvenzrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck 2012.

Bork 2018

R. Bork, 'Debt Restructuring in Germany', *European Company and Financial Law Review* 2018, nr. 3, p. 503-515.

Bos 2005

E.C. Bos, *Vruchtgebruik op aandelen*, Deventer: Kluwer 2005.

Boschma e.a. 2018

H.E. Boschma e.a., *Evaluatie Wet bestuur en toezicht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2014

H.E. Boschma, M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, 'Lessen uit het Duitse AG-recht voor de modernisering van het Nederlandse NV-recht?', *Ondernemingsrecht* 2014/14, p. 70-84.

Bradley & Sundaram 2003

M. Bradley & A.K. Sundaram, *The Emergence of Shareholder Value in the German Corporation*, werkdocument EFA 2003 Maastricht.

Braun 2017

E. Braun, *Insolvenzordnung*, München: Verlag C.H. Beck.

Brink (red.) 2011

A. Brink (red.), *Corporate Governance and Business Ethics*, Heidelberg: Springer 2011.

Buijn & Storm 2013

F.K. Buijn & P.M. Storm, *Ondernemingsrecht BV en NV in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2013.

Bulgrin 2016

G.M. Bulgrin, *Die strategische Insolvenz*, Tübingen: Mohr Siebeck 2016.

Bulten 2011

C.D.J. Bulten, *De geschillenregeling ten gronde*, Deventer: Kluwer 2011.

Cahn 2017

A. Cahn, 'The Shareholders' Fiduciary Duty in German Company Law', in: H.S. Birkmose (red.), *Shareholders' Duties*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2017, p. 347-361.

Chivers e.a. 2017

D. Chivers e.a., *The law of majority shareholder power*, Oxford: Oxford University Press 2017.

Cleveland 2003

J.B. Cleveland, 'Valuation in Bankruptcy and a Financial Restructuring Context', *Journal of Business Valuation* 2003, p. 199-208.

Cohen & Ruiz 2016

A. Cohen & G. Ruiz, 'Overview of Corporate Restructuring and Insolvency Law and Practice in England and Wales', in: T.M. Hajjiri & A. Cohen (red.), *Global Insolvency and Bankruptcy Practice for Sustainable Economic Development, Deel II*, New York: Palgrave Macmillan 2016, p. 1-48.

Collison e.a. 2011

D. Collison e.a., *Shareholder Primacy in UK Corporate Law: An Exploration of the Rationale and Evidence*, Londen: Certified Accountants Educational Trust 2011.

Confortini 2015

V. Confortini, 'Between strategic use and abuse of insolvency law: shareholders' rights and corporate reorganisations under German *Insolvenzordnung* and Italian Insolvency Law', *Jus Civile* 2015, nr. 7, p. 346-359.

Confortini 2016

V. Confortini, 'Privatautonomie and Corporate Reorganisations: Legal Treatment of Shareholders under *Insolvenzordnung* and Italian Insolvency Law', *International Insolvency Law Review* 2016, nr. 6, p. 7-19.

Crystal & Mokal 2006

M. Crystal & R.J. Mokal, 'The valuation of Distressed Companies – A Conceptual Framework', *SSRN Electronic Journal* 2006, iiiglobal.org/sites/default/files/3-_060419crystal.pdf.

Davies 2010

P.L. Davies, *Introduction to Company Law*, Oxford: Oxford University Press 2010.

Davies & Worthington 2016

P.L. Davies & S. Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law*, Londen: Sweet & Maxwell 2016.

Dornseifer 2005

F. Dornseifer, *Corporate Business Forms in Europe*, London: Sweet & Maxwell 2005.

Dreher 1993

M. Dreher, 'Die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht bei der GmbH', *DStR* 1993, nr. 44, p. 1632-1636.

Easterbrook & Fischel 1983

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Voting in corporate law', *The Journal of Law & Economics* 1983, nr. 2, p. 395-427.

Eidenmüller 2014

H. Eidenmüller, 'Der Insolvenzplan als gesellschaftsrechtliches Universalwerkzeug', *NJW* 2014, nr. 1-2, p. 17-19.

Eidenmüller 2017

H. Eidenmüller, 'Contracting for a European Insolvency Regime', januari 2017, European Corporate Governance Institute Law Working Paper nr. 341/12017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2896340.

Eijsbouts & Kemp 2012

A.J.A.J. Eijsbouts & B. Kemp, 'Over maatschappelijk verantwoord ondernemen, waardecreatie, ondernemingsrecht en vennootschappelijk belang', *Tijdschrift voor vennootschaps- en rechtspersonenrecht* 2012, nr. 5, p. 120-132.

Eikelboom 2009

F. Eikelboom, 'Een toetsingskader voor het treffen van voorzieningen in het enquête-recht: artikel 1 van het Eerste Protocol bij het EVRM (bescherming van eigendom)', *Ondernemingsrecht* 2009/143, p. 606-611.

Eikelboom 2011

F. Eikelboom, 'Afwijken van dwingend recht bij het treffen van onmiddellijke voorzieningen op de voet van art. 2:349a BW jo. art. 2:8 lid 2 BW', *Ondernemingsrecht* 2011/99, p. 489-496.

Eikelboom 2017

F. Eikelboom, *De (onmiddellijke) voorzieningen van de enquêteprocedure*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Essers 2017

P.H.J. Essers, 'Goodwill' in: Van Kempen (red.), *Cursus Belastingrecht*, Deventer: Kluwer 2007 (online, bijgewerkt 4 april 2017).

Von Falkenhausen & Steefel 1961

B. von Falkenhausen & E.C. Steefel, 'Shareholders' Rights in German Corporations (AG and GmbH)', *American Journal of Comparative Law*, nr. 10, p. 407-431.

Fan 2008

C. Fan, 'Challenging Controlling Shareholders in UK Courts', 2008, https://www.rug.nl/research/portal/files/64272824/Paper_Chunyan_Fan.pdf.

Fassin 2009

Y. Fassin, 'The Stakeholder Model Refined', *Journal of Business Ethics* 2009, nr. 84, p. 113-135.

Finch & Milman 2017

V. Finch & D. Milman, *Corporate Insolvency Law: Perspectives and Principles*, Cambridge: Cambridge University Press 2017.

Fisch 2006

J.E. Fisch, 'Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy', *The Journal of Corporation Law* 2006, nr. 637, p. 637-674.

Fontrodona & Sison 2006

J. Fontrodona & A.J.G. Sison, 'The Nature of the Firm, Agency Theory and Shareholder Theory: A Critique from Philosophical Anthropology', *Journal of Business Ethics* 2006, nr. 66, p. 33-42.

Frege, Keller & Riedel 2015

M.C. Frege, U. Keller & E. Riedel, *Insolvenzrecht, Handbuch der Rechtspraxis Band 3*, München: Verlag C.H. Beck 2015.

Friedman 1962

M. Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago: University of Chicago Press 1962.

Friedman & Miles 2006

A.L. Friedman & S. Miles, *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford: Oxford University Press 2006.

Van Galen 2015

R.J. van Galen, 'De surseance als echte reorganisatieprocedure', *TvI* 2015, nr. 2, p. 150-156.

Van Galen 2017

R.J. van Galen, 'Het Europese initiatief voor herstructurerings in een vroeg stadium: de ontwerprichtlijn van 22 november 2016', *Ondernemingsrecht* 2017/39, p. 232-242.

Van Gangelen & Gispén 2012

B.S.J.M. van Gangelen & G.H. Gispén, 'Voorstellen tot verbetering van de surseance en het akkoord', in: N.E.D. Faber, J.J. van Hees & N.S.G.J. Vermunt, *Overeenkomsten en insolventie*, Deventer: Kluwer 2012, p. 307-332.

Van Gangelen & Gispén 2018

B.S.J.M. van Gangelen & G.H. Gispén, 'Het conceptwetsvoorstel 'Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement'', *O&F* 2018, afl. 1, p. 4-23.

Garrido 2012

J.M. Garrido, *Out-of-Court Debt Restructuring*, Washington: World Bank 2012.

Van Ginneken & Timmerman 2011

M.J. van Ginneken & L. Timmerman, 'De betekenis van het evenredigheidsbeginsel voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011/123, p. 601-607.

Gleußner 2015

I. Gleußner, *Insolvenzrecht*, Heidelberg: C.F. Müller 2015.

Glozbach 2008

P.M. Glozbach, 'Shareholders democracy: an analysis of the regulatory framework in Germany', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, nr. 6, p. 155-160.

Gottwald e.a. 2015

P. Gottwald e.a., *Insolvenzrechts-Handbuch*, München: Verlag C.H. Beck 2015.

Grantham 1998

R.B. Grantham, 'The doctrinal basis of the rights of company shareholders', *Cambridge Law Journal* 1998, 57(3), p. 554-588.

Groenewoud 2011

Chr. Groenewoud, 'De ondernemende curator en het faillissementsakkoord', in: J.G. Princen & A. van der Schee, *De ondernemende curator, Insolad jaarboek 2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 189-204.

Gruner 2015

M. Gruner, *Gesellschaftsrechtliche, insolvenzrechtliche und steuerliche Behandlung des Debt-Equity-Swaps*, Hamburg: Igel Verlag 2015.

Grunewald 2008

B. Grunewald, *Gesellschaftsrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck 2008.

Haas 2012

U. Haas, 'Mehr Gesellschaftsrecht im Insolvenzverfahren, die Einbeziehung der Anteilsrechte in das Insolvenzverfahren', *NZG* 2012, p. 961-967.

Hannigan 2000

B. Hannigan, 'Limitations on a shareholder's right to vote – effective ratification revisited', *Journal of Business Law* 2000, p. 493-512.

Harner 2015

M.M. Harner, 'The value of soft variables in corporate reorganizations', *University of Illinois Review* 2015, nr. 2, p. 509-542.

Hayden & Bodie 2010

G.M. Hayden & M.T. Bodie, 'Shareholder Democracy and the Curious Turn Towards Board Primacy', *William and Mary Law Review* 2010, nr. 52, p. 2071-2121.

Van Hees 2015

A. van Hees, 'Maatschappelijk verantwoord vereffenen', *TvI* 2015, nr. 1, p. 1-4.

Van der Heiden 1997

A.J.J. van der Heiden, 'Buitengerechtelijk akkoord: een vrijwillig faillissement', *Prg.* 1997, p. 651-659.

Van der Heijden/Dortmond 2013

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

Henssler/Strohn 2019

M. Henssler & L. Strohn, *Gesellschaftsrecht*, München: Verlag C.H. Beck.

Hill 2000

J. Hill, 'Visions and Revisions of the Shareholder', *American Journal of Comparative Law* 2000, nr. 1, p. 39-79.

Hill & Jones 1992

C.W.L. Hill & T.M. Jones, 'Stakeholder-agency theory', *Journal of Management Studies* 1992, nr. 2, p. 131-154.

Hippeli 2016

M. Hippeli, 'Treuepflichten in der GmbH – Aktuelle Entwicklungen in der Rechtsprechung', *GmbHRR* 2016, p. 1257-1262.

Hoff 2009

J. Hoff, 'De aandeelhouder als schuldeiser: een ongenode gast', in: I. Spinath, J.E. Stadig & M. Windt (red.), *Curator en crediteuren*, Deventer: Kluwer 2009, p. 19-37.

Hoff 2011

G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer: Kluwer 2011.

Hoffmann-Becking (red.) 2015

M. Hoffmann-Becking (red.), *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München: Verlag C.H. Beck.

Honée 2016

Ch.E. Honée, 'Corporate governance, een vogelvlucht', *Ondernemingsrecht* 2016/67, p. 311-317.

Horn & Vliegenthart 2010

L. Horn & A. Vliegenthart, 'Corporate governance in Nederland - hoe bedrijven handelswaar werden', in: J. Blom (red.), *De kredietcrisis, Een politiek-economisch perspectief*, Amsterdam: Amsterdam University Press 2010, p. 59-78.

Houben 2006

I.S.J. Houben, 'Het onderhands dwangakkoord', *TvI* 2006, 21, p. 96-102.

Hucke 1996

A. Hucke, *Gesellschafter und Geschäftsführer der GmbH: Juristische und ökonomische Analyse*, Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 1996.

Huizink 2009

B.J. Huizink, *Ondernemingsrecht: Cases in control*, Deventer: Kluwer 2009.

Hummelen 2014

J.M. Hummelen, 'Aandeelhouders, Absolute Prioriteit en de *Debt-for-Equity Swap* (Shareholders, Absolute Priority and the *Debt-for-Equity Swap*)', *University of Groningen Faculty of Law Research Paper* 2014/07, p. 1-10.

INSOL Europe 2014

INSOL Europe, *Study on a new approach to business failure and insolvency– Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices*, TENDER NO. JUST/2012/JCIV/CT/0194/A4.

Ireland 1999

P.W. Ireland, 'Company Law and the Myth of Shareholder Ownership', *The Modern Law Review Limited* 1999, nr. 62, p. 32-57.

Jackson 1982

T.H. Jackson, 'Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain', *The Yale Journal* 1982, nr. 5, p. 857-907.

Jensen 2001

M.C. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function', *Journal of applied corporate finance* 2001, nr. 3, p. 8-21.

Jensen & Meckling 1976

M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics* 1976, nr. 4, p. 305-360.

Jerzemowska 2006

M. Jerzemowska, 'The Main Agency Problems and Their Consequences', *Acta Oeconomica Pragensia* 2006, nr. 3, p. 9-17.

De Jongh 2011

J.M. de Jongh, 'Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur', *Ondernemingsrecht* 2011/17, p. 608-619.

De Jongh 2014

J.M. de Jongh, *Tussen Societas en universitas*, Deventer: Kluwer 2014.

Jonkers & Van Moorsel 2019

A.L. Jonkers & R.C.M. van Moorsel, 'WHOA voor iedereen, verdeel de bankenbonus', *Ondernemingsrecht* 2019/168, p. 944-950.

Josephus Jitta 2007

M.W. Josephus Jitta, '(G)Een Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen?', *Ondernemingsrecht* 2007/135, p. 465-467.

Josephus Jitta 2017

M.W. Josephus Jitta, 'Een aantal niet primair faillissementsrechtelijke aspecten van het Voorontwerp', in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Vereeniging 'Handelsrecht', Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 133-168.

Jula 2004

R. Jula, *Der GmbH-Gesellschafter: GmbH-Gründung Rechte und Pflichten Haftungsrisiken Ausscheiden und Abfindung*, Heidelberg: Springer 2004.

Keay 2007

A. Keay, 'Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's Enlightened Shareholder Value Approach', *Sydney Law Review* 2007, nr. 29, p. 577-612.

Keay 2010

A. Keay, 'Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?', *European Company and Financial Law Review* 2010, nr. 3, p. 369-413.

Keay 2015

A. Keay, *Board Accountability in Corporate Governance*, Oxon: Routledge 2015.

Keay 2015a

A. Keay, 'Challenging Payments made by Insolvent or Near Insolvent Companies', *Nottingham Insolvency and Business Law e-Journal* 2015, nr. 3, p. 215-228.

Kemp 2015

B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering*, Deventer: Kluwer 2015.

Kershaw 2012

D. Kershaw, *Company law in context, text and materials*, Oxford: Oxford University Press 2012.

Klaassen 2004

A.G.H. Klaassen, 'De Gelatine-uitspraak: het verlossende antwoord op de Holzmüller-problematiek?', *Ondernemingsrecht* 2004/234, p. 603-606.

Klaassen 2007

A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007.

Klaassen 2008

A.G.H. Klaassen, 'Het goedkeuringsrecht van artikel 2:107a BW in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2008/171, p. 568-577.

De Kluiver 2006

H.J. De Kluiver, 'Noodzaakfinanciering en de rol van de rechter', in: G. van Solinge e.a., *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 31-49.

Koelemeijer 1999

M. Koelemeijer, *Redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen*, Deventer: Kluwer 1999.

Koschinka & Leanze 2015

T.K. Koschinka & P. Leanze, *Preliminary injunctions*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2015.

Koster 2014

H. Koster, 'Gedachten over enkele recente ontwikkelingen bij juridische fusie en splitsing', *Ondernemingsrecht* 2014/129, p. 654-659.

Kortmann 1988

S.C.J.J. Kortmann, 'De positie van de vennootschapsorganen, de ondernemingsraad en de curator tijdens faillissement', in: H.J.M.N. Honée e.a. (red.), *Van vennootschappelijk belang*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1988, p. 103-113.

Kraakman e.a. 2009

R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2009.

Kroeze 2005

J.M. Kroeze, 'Een afgeleide actie in het Nederlandse recht?', in: G. van Solinge, M. Holtzer & A.J.F.A. Leijten (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2004-2005*, Deventer: Kluwer 2005, p. 311-320.

Lan & Heracleous 2010

L.L. Lan & L. Heracleous, 'Rethinking agency theory: the view from law', *Academy of Management Review* 2010, nr. 2, p. 294-314.

Leedekerken 2010

J.W. Leedekerken, 'Impasses bij noodzaakfinanciering', *TOP* 2010, nr. 4, p. 141-145.

Lennarts 2015

M.L. Lennarts, 'De WCO II: solide basis voor herstructurerings of voer voor litigation?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Orange (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015*, Deventer: Kluwer 2015, p. 269-288.

De Leo 2018

F. De Leo, 'Economics trumps politics. De valkuil van democratische besluitvoering bij vennootschappen en insolventieprocedures', *Rechtskundig Weekblad* 2017-18, nr. 32, p. 1243-1258.

De Leo 2018a

F. De Leo, 'Het vennootschaps- en boedelbelang in de queeste van Dionysos: naar nieuwe wijn in oude zakken', *Tijdschrift voor Privaatrecht* 2018/1-2, p. 465-528.

Lok & Kemp 2015

M.E.C. Lok & B. Kemp, 'Scheiding als gevolg van een gefaalde liefde', *Ondernemingsrecht* 2016/36, p. 197-209.

Luecke 2017

H. Luecke, 'Pre-insolvency proceedings: the effect of the new EU Proposal on Germany's insolvency landscape', *International Company and Commercial Law Review* 2017, nr. 28, p. 377-384.

Lürken 2015

S. Lürken, 'Totgesagte leben länger – Neuer Anstoß aus Brüssel für die Einführung eines vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahrens', *NZI* 2015, nr. 1-2, p. 3-9.

Madaus 2011

S. Madaus, *Der Insolvenzplan*, Tübingen: Mohr Siebeck 2011.

Madaus 2011a

S. Madaus, 'Keine Reorganisation ohne die Gesellschafter', *ZGR* 2011, p. 749-775.

Madaus 2012

S. Madaus, *Rescuing Companies Involved in Insolvency Proceedings with Rescue Plans*, NACIL Reports 2012.

Madaus 2013

S. Madaus, 'Reconsidering the Shareholder's Role in Corporate Reorganisations under Insolvency Law', *International Insolvency Review* 2013, afl. 2, p. 106-117.

Madaus 2016

S. Madaus, 'Möglichkeiten und Grenzen von Insolvenzplanregelungen', *ZIP* 2016, afl. 24, p. 1141-1151.

Madaus 2018

S. Madaus, 'Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law', *European Business Organization Law Review* 2018, nr. 3, p. 615-647.

Madsen 2017

M.B. Madsen, 'A New Approach to Shareholder Heterogeneity', in: H.S. Birkmose (red.), *Shareholders' Duties*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2017, p. 89-106.

Maeijer 1964

J.J.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap*, Deventer: Kluwer 1964.

Maeijer 1991

J.J.M. Maeijer, 'De goede trouw of de redelijkheid en billijkheid', *TPR* 1991, p. 5-28.

Mallon, Waisman & Schrock 2017

C. Mallon & S.Y. Waisman & R.C. Schrock, *The Law and Practice of Restructuring in the UK and US*, Oxford: Oxford University Press 2017.

Markell 1991

B.A. Markell, 'Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations', *Stanford Law Review* 1991, nr. 44, p. 70-128.

Martínez-Echevarría 2017

A. Martínez-Echevarría, 'The Nature of Shareholding and Regulating Shareholders' Duties', in: H.S. Birkmose (red.), *Shareholders' Duties*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2017, p. 27-50.

Mayson, French & Ryan 2016

S. Mayson, D. French & C. Ryan, *Mayson, French & Ryan on Company Law*, Oxford: Oxford University Press 2016.

McCormack 2017

G. McCormack, 'Business restructuring law in Europe: making a fresh start', *Journal of Corporate Law Studies* 2017, nr. 1, p. 167-202.

McCormack 2017a

G. McCormack, 'Corporate Restructuring Law: A second chance for Europe?', *European Law Review* 2017, nr. 42, p. 532-561.

Mendel & Oostwouder 2013

M.M. Mendel & W.J. Oostwouder, 'Het vennootschappelijk belang na recente uitspraken van de Hoge Raad', *NJB* 2013, nr. 29, p. 1965-1972.

Mennens 2020

A.M. Mennens, *Het dwangakkoord buiten surseance en faillissement*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Michalski 2017

L. Michalski, *Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)*, München: Verlag C.H. Beck.

Moulen Janssen 2014

S.C.E.F. Moulen Janssen, *Het dwangakkoord in en buiten faillissement*, Tilburg: Celsius 2014.

Moulen Janssen 2017

S.C.E.F. Moulen Janssen, 'Aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders bij winstuitkeringen bij een BV: terechte onrust?', in: J. van Bakkum e.a. (red.), *Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Nadere terreinverkenning in een uitdijend rechtsgebied*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 377-395.

Moulen Janssen 2018

S.C.E.F. Moulen Janssen, 'Aandeelhouders in de WHOA', in: Y. Borrius e.a. (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 253-274.

Moulen Janssen 2018a

S.C.E.F. Moulen Janssen, 'APR en aandeelhouders: botsing van het vennootschapsrecht met het insolventierecht?', *WPNR* 2017/7219, p. 1000-1004.

Moulen Janssen & Rensen 2018

S.C.E.F. Moulen Janssen & G.J.C. Rensen, 'Notariële overpeinzingen bij de WHOA', *WPNR* 2018/7178, p. 21-22.

Moulen Janssen 2019

S.C.E.F. Moulen Janssen, 'Het dwangakkoord buiten faillissement onder de WHOA en de aandeelhouder. Onder druk worden vennootschappelijke verhoudingen vloeibaar?', *Ondernemingsrecht* 2019/147, p. 832-840.

MüKoGmbHG 2016

H. Fleischer & W. Goette (red.), *Münchener Kommentar zum GmbHG*, München: Verlag C.H. Beck.

MüKoGmbHG 2018

H. Fleischer & W. Goette (red.), *Münchener Kommentar zum GmbHG*, München: Verlag C.H. Beck.

MüKoGmbHG 2019

H. Fleischer & W. Goette (red.), *Münchener Kommentar zum GmbHG*, München: Verlag C.H. Beck.

MüKoInsO 2014

H.-P. Kirchhof, H. Eidenmüller & R. Stürner (red.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, München: Verlag C.H. Beck.

Müller 2006

K.J. Müller, *The GmbH, a guide to the German Limited Liability Company*, München: Verlag C.H. Beck 2006.

Nerlich/Römmerman 2018

J. Nerlich & V. Römmerman, *Insolvenzordnung*, München: Verlag C.H. Beck.

Niesink 2010

R. Niesink, 'Voorlopige voorzieningen in enquêteprocedures en de bescherming van het recht op eigendom', *V&O* 2010, nr. 5, p. 97-100.

Nyberg e.a. 2010

A.J. Nyberg e.a., 'Agency Theory Revisited: CEO Returns and Shareholder Interest Alignment', *Academy of Management Journal* 2010, nr. 5, p. 1029-1049.

O'Dea, Long & Smyth 2012

G. O'Dea, J. Long & A. Smyth, *Schemes of arrangement: Law and Practice*, Oxford: Oxford University Press 2012.

Olaerts 2007

M. Olaerts, *Vennootschappelijke beleidsbepaling ingeval van financiële moeilijkheden; de positie van bestuurders en aandeelhouders*, Antwerpen-Oxford: Intersentia 2007.

Olaerts 2015

M. Olaerts, 'De aandeelhouder en het vennootschappelijk verband: de kwalificatie van de vennootschap en de invloed op de vennootschappelijke belangenafweging', *TvOB* 2015, nr. 2, p. 51-64.

Olaerts 2017

M. Olaerts, 'Is de aandeelhouder gebonden aan het belang van de vennootschap?', *Ondernemingsrecht* 2017/113, p. 631-642.

Olaerts & Schwarz (red.) 2012

M. Olaerts & C.A. Schwarz (red.), *Shareholder Democracy, Analysis of Shareholder Involvement in Corporate Policies*, Den Haag: Eleven International Printing 2012.

Olivares-Caminal e.a. 2016

R. Olivares-Caminal e.a., *Debt restructuring*, Oxford: Oxford University Press 2016.

Von Onciul 2000

G.R. von Onciul, *Die rechtzeitige Auslösung des Insolvenzverfahrens: Unternehmenskrise, Insolvenz und die Eröffnungsgründe der InsO*, Berlin: Walter de Gruyter 2000.

Oosterhoff 2017

G.P. Oosterhoff, *Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang, Synthetische belangen in aandelen en daaraan te verbinden vennootschapsrechtelijke rechten en verplichtingen*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Oppenländer & Trölizsch (red.) 2011

F. Oppenländer & T. Trölizsch (red.), *Praxishandbuch der GmbH-Geschäftsführung*, München: Verlag C.H. Beck 2011.

Orbán 2018

G.Á.C. Orbán 'De indeling van schuldeisers en aandeelhouders in verschillende klassen onder de WHOA: een Engelsrechtelijk perspectief', *TvI* 2018/36, p. 225-232.

Otto 2008

M. Otto, *Individualkontrollrecht des GmbH-Gesellschafters - eine rechtsvergleichende Studie des deutschen und österreichischen GmbH-Rechts*, München: Herbert Utz Verlag 2008.

Overkleef 2017

F.G.K. Overkleef, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

Pachulski 1980

I.M. Pachulski, 'The Cram Down and Valuation under Chapter 11 of the Bankruptcy Code', *North Carolina Law Review* 1980, nr. 5, p. 925-965.

Pannevis 2017

N.B. Pannevis, 'Een rationele benadering van kansen en uitkomsten bij reddingspogingen', *TvI* 2017/37, p. 219-224.

Pannevis 2019

N.B. Pannevis, *Achtergestelde vorderingen*, Deventer: Wolters Kluwer 2019.

Parry 2008

R. Parry, *Corporate Rescue*, Londen: Sweet & Maxwell 2008.

Paterson 2018

S. Paterson, 'Reflections on English Law Schemes of Arrangement in Distress and Proposals for Reform', *European Company and Financial Law Review* 2018, nr. 3, p. 472-502.

Paulus e.a. 2010

C.G. Paulus e.a., 'Sanierung im Vorfeld von Insolvenzverfahren - Vorträge der gemeinsamen Tagung des BMWi und des BMJ', *WM* 2010, nr. 29, p. 1337-1347.

Payne 2014

J. Payne, *Schemes of arrangement: Theory, Structure and Operation*, Cambridge: Cambridge University Press 2014.

Payne 2018

J. Payne, 'Debt Restructuring in the UK', *European Company and Financial Law Review* 2018, nr. 3, p. 449-471.

Payne 2018a

J. Payne, 'The role of the court in debt restructuring', *The Cambridge Law Journal* 2018, nr. 1, p. 124-150.

Payne 2018b

J. Payne, 'The Continuing Importance of the Scheme of Arrangement as a Debt Restructuring Tool', *European Company and Financial Law Review* 2018, nr. 3, p. 445-448.

Petrov 2017

T. Petrov, 'Harmonising Restructuring Law in Europe: A Comparative Analysis of the Legislative Impact of the Proposed Restructuring Directive on Insolvency Law in the UK and Germany', *Anglo-German Law Journal* 2017, nr. 3, p. 129-183.

Pettet 2005

B. Pettet, *Company Law*, Harlow: Pearson Education 2005.

Philips 2012

R.J. Philips, 'Inter Access: voorlopige voorziening in het algemeen belang?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2011-2012*, Deventer: Kluwer 2012, p. 281-301.

Pilkington 2017

C. Pilkington, *Schemes of Arrangement in Corporate Restructuring*, Londen: Sweet & Maxwell 2017.

Von Planta 2010

A. von Planta, 'Sind die Aktionäre wirklich Eigentümer der Gesellschaft? Ein Beitrag zur Diskussion um die Stärkung der Aktionärsrechte', in: M. Oertle (red.), *M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amoricum für Rudolf Tschäni*, Zürich: Dike Verlag AG 2010, p. 397-409.

Du Plessis e.a. (red.) 2012

J.J. du Plessis e.a. (red.), *German Corporate Governance in International and European Context*, Berlijn: Springer 2012.

Psaroudakis 2018

G. Psaroudakis, 'Distributional Issues in the Draft Restructuring Directive', *European Company Law Journal* 2018, nr. 5, p. 182-188.

Quist 2018

P.H.N. Quist, *Conversie en aandelen*, Deventer: Kluwer 2018.

Raaijmakers 2012

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Inter Access: ontneming meerderheidsbelang bij onmiddellijke OK-voorziening', *Ars Aequi* 2012, nr. 5, p. 372-378.

Rensen 2005

G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2005.

Rotaru 2019

V. Rotaru, 'The Restructuring Directive: a Functional Law and Economics Analysis from a French Law Perspective', september 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3461716.

Roth 2010

M. Roth, 'Employee Participation, Corporate Governance and the Firm: A Transatlantic View Focused on Occupational Pensions and Co-Determination', *European Business Organization Law Review* 2010, afl. 11, p. 51-85.

Roth 2013

M. Roth, 'Corporate Boards in Germany', in: P. Davies e.a. (red.), *Corporate Boards in Law and Practice*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 253-365.

Roth/Altmeyen 2019

G.H. Roth & H. Altmeyen, *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, München: Verlag C.H. Beck.

Saam 2007

N.J. Saam, 'Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory?', *The Journal of Socio-Economics* 2007, nr. 6, p. 825-840.

Schäink 2003

P.R.W. Schäink, 'Surséance als vehikel voor debt-for-equity swaps', *Ondernemingsrecht* 2003/5, p. 173-178.

Schild 2011

A.J.P. Schild, 'Het evenredigheidsbeginsel in het ondernemingsrecht; de jurisprudentie van het EHRM als inspiratiebron', *Ondernemingsrecht* 2011/125, p. 619-625.

Schild 2012

A.J.P. Schild, *De invloed van het EVRM op het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2012.

Van Schilfgaarde 2016

P. van Schilfgaarde, *De redelijkheid en billijkheid in het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Van Schilfgaarde/Winter, Wezeman & Schoonbrood 2017

P. van Schilfgaarde, J.W. Winter & J.B. Wezeman & J. Schoonbrood, *Van de BV en de NV*, Deventer: Wolters Kluwer 2017.

K. Schmidt InsO 2016

K. Schmidt, *Beck'scher Kommentar Insolvenzordnung*, München: Verlag C.H. Beck. **Schmidt 2015**

K. Schmidt, 'Interaction of Corporate Law and Insolvency Law: German Experience and International Background', in: R. Perry & P.J. Omar (red.), *International Insolvency Law: Future Perspectives*, Clifton: INSOL Europe 2015, p. 125-147.

Schmidt & Uhlenbruck (red.) 2016

K. Schmidt & W. Uhlenbruck (red.), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, Köln: Dr. Otto Schmidt 2016.

Schmidt-Preuß 2016

M. Schmidt-Preuß, 'Entschädigungspflicht für den Verlust von Anteilseigentum in der Insolvenz', *NJW* 2016, afl. 18, p. 1269-1273.

Schmieman 2014

E. Schmieman, 'De aanbeveling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie', *Ondernemingsrecht* 2014/77, p. 369-373.

Schoenmaker-Tijsseling 2011

E. Schoenmaker-Tijsseling, 'Het recht van een individuele aandeelhouder op informatie', *TvOB* 2011, nr. 4, p. 83-89.

Schrama 2012

H.K. Schrama, 'Aandeelhouders en het vennootschappelijk belang', *V&O* 2012, nr. 6, p. 101-106.

Schreurs 2016

Ph.W. Schreurs, 'Denkbare verbeteringen in de positie van werknemers bij bedrijven in moeilijkheden en de Wet Continuïteit Ondernemingen II', *Ondernemingsrecht* 2016/34, p. 160-167.

Schuster 2010

G. Schuster, 'Zur Stellung der Anteilseigner in der Sanierung', *ZGR* 2010, p. 325-355.

Schutte-Veenstra 2016

J.N. Schutte-Veenstra, 'De gedereguleerde BV. Meer ruimte voor verscheidenheid?', in: L. Timmerman e.a., *Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 13-32.

Schwarz 2018

C.A. Schwarz, 'Oratie: De impact van het vennootschappelijk belang, deel 1', *TvOB* 2018/4, p. 108-119.

Schwarz 2018a

C.A. Schwarz, 'Oratie: De impact van het vennootschappelijk belang, deel 2', *TvOB* 2018/5, p. 134-147.

Schwarz & Steins Bisschop 2007

C.A. Schwarz & B.T.M. Steins Bisschop, 'Piercing the myth of management control', *European Company Law* 2007, nr. 2, p. 58-63.

Schwarz & Steins Bisschop 2008

C.A. Schwarz & B.T.M. Steins Bisschop, 'Shareholders democracy; a comparative perspective', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2008, nr. 6, p. 141-144.

Seymour & Schwarcz 2019

J.M. Seymour & S.L. Schwarcz, 'Corporate Restructuring under Relative and Absolute Priority Default Rules: A Comparative Assessment', december 2019, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3498611.

Siemon 2016

K. Siemon, 'Das Konzept für ein vorinsolvenzliches Sanierungsverfahren', *NZI* 2016, nr. 3, p. 57-63.

Siems 2017

M.M. Siems, 'With Great Power Comes Great Responsibility: Ideal and Real Types of Shareholders', in: H.S. Birkmose (red.), *Shareholders' Duties*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2017, p. 69-88.

Simon & Merkelbach 2012

S. Simon & M. Merkelbach, 'Gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen im Insolvenzplanverfahren nach dem ESUG', *NZG* 2012, afl. 4, p. 121-129.

Slagter 2012

W.J. Slagter, 'De metamorfose van de aandeelhouder', *NJB* 2012/1683, p. 2036-2039.

Slagter 2013

W.J. Slagter, 'Naschrift', *NJB* 2013/13, p. 819.

Soedira 2011

A.D.W. Soedira, *Het akkoord*, Deventer: Kluwer 2011.

Spierings & Kolthof 2017

C. Spierings & J.V. Kolthof, 'De absolute priority rule in de WHOA: achtergrond, uitwerking en knelpunten', *TvI* 2017/40, p. 243-250.

Spindler/Stilz 2019

G. Spindler & E. Stilz, *Kommentar zum Aktiengesetz*, München: Verlag C.H. Beck.

Squire 2016

R. Squire, *Corporate Bankruptcy and Financial Reorganization*, New York: Wolters Kluwer 2016.

Stanghellini e.a. 2018

L. Stanghellini e.a., *Best practices in European Restructuring*, Milaan: Wolters Kluwer 2018.

Steins Bisschop 2008

B.T.M. Steins Bisschop, *Bescherming tegen niet geïnviteerde overnames en ongewenst aandeelhoudersactivisme*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2008.

Stout 2002

L.A. Stout, 'Bad and not-so-bad- arguments for shareholder primacy', *California Law Review* 2002, nr. 75, p. 1189-1210.

Tene 2003

O. Tene, 'Revisiting the creditors' bargain: the entitlement to the going-concern surplus in corporate bankruptcy reorganizations', *Bankruptcy developments Journal* 2003, nr. 19, p. 287-397.

Timmerman 2009

L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/2, p. 4-13.

Timmerman 2016

L. Timmerman, 'Meer ruimte voor verscheidenheid is de goede trend voor het ondernemingsrecht', in: L. Timmerman e.a., *Eenheid en verscheidenheid in het ondernemingsrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 1-12.

Tollenaar 2008

N.W.A. Tollenaar, 'Debt for equity swaps', in: N.E.D. Faber e.a. (red.), *De bewindvoerder; een octopus*, Deventer: Kluwer 2008, p. 61-88.

Tollenaar 2016

N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord: Grondslagen en raamwerk*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Tollenaar 2017

N.W.A. Tollenaar, 'The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings', *Insolvency Intelligence* 2017, nr. 5, p. 65-81.

Tollenaar 2017a

N.W.A. Tollenaar, 'De akkoordprocedure onder het Voorontwerp WHOA', in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Vereeniging 'Handelsrecht', Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 27-96.

Tollenaar 2019

N.W.A. Tollenaar, 'Het Wetsvoorstel Homologatie Onderhands Akkoord onder de loep genomen', *TvI* 2019/32, p. 217-243.

Torggler 2015

U. Torggler, 'Sanieren oder Ausscheiden', in: E. Artmann, F. Rüffler & U. Torggler (red.), *Gesellschafterpflichten in der Krise*, Wenen: MANZ'sche Verlags und Universitätsbuchhandlung 2015, p. 1-44.

Trower e.a. 2017

W. Trower e.a., *Corporate Administration and Rescue Procedures*, Haywards Heath: Bloomsbury Professional 2017.

Tuffnell 1993

K.D. Tuffnell, 'Restrictions on Shareholders' Voting Rights', *Company Lawyer* 1993/14, nr. 5, p. 90-93.

Uhlenbruck 2008

W. Uhlenbruck, 'Von der Notwendigkeit eines eigenständigen Sanierungsgesetzes', *NZI* 2008, afl. 4, p. 201-206.

Uhlenbruck 2019

H. Hirte & H. Vallender (red.), *Insolvenzordnung*, München: Verlag Franz Vahlen.

UNCITRAL 2005

UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, New York: United Nations 2005.

Veder & Mennens 2018

P.M. Veder & A.M. Mennens, 'Preventive restructuring frameworks', in: D. Busch, E. Avgouleas & Ferrarini (red.), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford: Oxford University Press 2018, p. 556-583.

Veenstra 2015

F. Veenstra, 'Overleven dankzij het enqueterecht!', *TvI* 2015/7, p. 40-50.

Velasco 2010

J. Velasco, 'Shareholder ownership and primacy', *University of Illinois Law Review* 2010, nr. 3, p. 897-956.

Van Velthoven & Van Wijck 2001

B.C.J. van Velthoven & P.W. van Wijck, *Recht en efficiëntie*, Deventer: Kluwer 2001.

Verburgt 2014

B.A. Verburgt, 'De onbegrensde mogelijkheden van een beperkt recht', *Ondernemingsrecht* 2014/104, p. 535-546.

Verdam 2013

A.F. Verdam, 'Het vennootschappelijk belang: méér dan 'enlightened shareholder value'', *Ondernemingsrecht* 2013/3, p. 93-101.

Verdam 2015

A.F. Verdam, 'Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders', *WPNR* 2015/7062, p. 430-436.

Verstijlen 2017

F.M.J. Verstijlen, 'Flankerende voorzieningen in de Wet Homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement', in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Vereeniging 'Handelsrecht', Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 97-131.

Verstijlen in: GS Faillissementswet

F.M.J. Verstijlen, commentaar op art. 68 Fw, in: A.J. Verdaas (red.), *Groene Serie Faillissementswet*, Deventer: Wolters Kluwer.

De Vries 2006

P.P. de Vries, 'De unfair prejudice remedy en de voorgestelde geschillenregeling', *Ondernemingsrecht* 2006/147, p. 448-453.

Vriesendorp, Hermans & De Vries 2013

R.D. Vriesendorp, R.H. Hermans & K.A.J. de Vries, 'Herijking faillissementsrecht en het informeel akkoord: gemiste kans of opportunity voor een Nederlandse scheme of arrangement', *TvI* 2013/12, p. 63-69.

Vriesendorp 2014

R.D. Vriesendorp, 'Het buitengerechtelijk akkoord en het conceptvoorstel WCO II', in: D. Busch e.a., *Vereeniging 'Handelsrecht', Wet continuïteit ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2014, p. 67-122.

Van Vugt 2017

M.H.F. van Vugt, 'Het wetsvoorstel homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement: enkele processuele aspecten bezien vanuit rechterlijk perspectief', in: A.C.P. Bobeldijk e.a., *Vereeniging 'Handelsrecht', Het dwangakkoord buiten faillissement*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2017, p. 205-229.

De Weijs 2016

R.J. de Weijs, *Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren*, Den Haag: Boom juridisch 2016.

De Weijs 2018

R.J. de Weijs, 'Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning Against Creditors by Upholding the Debt-Equity Divide', *European Company and Financial Law Review* 2018, nr. 2, p. 404-444.

De Weijs & Baltjes 2018

R.J. de Weijs & M. Baltjes, 'Opening the Door for the Opportunistic Use of Interim Financing: A Critical Assessment of the EU Draft Directive on Preventive Restructuring Frameworks', *International Insolvency Review* 2018/27, p. 223-254.

De Weijs, Jonkers & Malakotipour 2019

R.J. de Weijs, A.L. Jonkers & M. Malakotipour, 'The imminent distortion of European insolvency law: How the European Union erodes the basic fabric of private law by allowing 'Relative Priority' (RPR)', maart 2019, Centre for the Study of European Contract Law Working Paper nr. 201905, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350375.

Wessels 2013

B. Wessels, *Het akkoord (Wessels Insolventierecht nr. VI)*, Deventer: Kluwer 2013.

Wessels 2014

B. Wessels, *Surseance van betaling (Wessels Insolventierecht nr. VIII)*, Deventer: Kluwer 2014.

Wessels 2015

B. Wessels, 'Business Rescue in Insolvency Law – Changing the laws and challenges for the profession', *TvOB* 2015/6, p. 207-215.

Wessels 2016

B. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (Wessels Insolventierecht nr. II)*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.

Wessels & Madaus 2017

B. Wessels & S. Madaus, *Rescue of Business in Insolvency Law- an Instrument of the European Law Institute*, september 2017, <https://ssrn.com/abstract=3032309>.

Wessels & De Weijs 2015

B. Wessels & R.J. de Weijs, 'Proposed recommendations for the reform of chapter 11 U.S. Bankruptcy Code', *Ondernemingsrecht* 2015/37, p. 210-220.

Westermann 2015

H.P. Westermann, 'Der "Suhrkamp"-Gesellschafter unter dem Schuttschirm der Gesellschaftsinsolvenz', *NZI* 2015, nr. 4, p. 134-144.

Williams 2012

R. Williams, 'Enlightened shareholder value in UK company law', *UNSW Law Journal* 2012, nr. 35, p. 360-377.

Windsor, Müller-Seils & Burg 2007

J. Windsor C.O. Müller-Seils & M. Burg, 'Unternehmenssanierungen nach englischem Recht - Das Company Voluntary Arrangement', *NZI* 2007, nr. 1, p. 7-12.

Wolf 2015

A. Wolf, *Promoting an Effective Rescue Culture with Debt-Equity-Swaps?*, Nomos Verlag: Baden-Baden 2015.

Wolters 2013

P.T.J. Wolters, *Alle omstandigheden van het geval. Een onderzoek naar de omstandigheden die de werking van de redelijkheid en billijkheid beïnvloeden*, Deventer: Kluwer 2013.

Wong 2011

W.M.F. Wong, 'Can shareholders vote irrationally?', *Law Quarterly Review* 2011, nr. 127, p. 522-527.

Van Zanten 2012

T.T. van Zanten, *De overeenkomst in het insolventierecht*, Deventer: Kluwer 2012.

Van Zwieten 2015

K. Van Zwieten, 'Restructuring law: recommendations from the European Commission', *Law in transition online* 2015, <https://www.ebrd.com/downloads/research/law/lit114e.pdf>.

Van Zwieten (red.) 2018

K. Van Zwieten (red.), *Goode on Principles of Corporate Insolvency Law*, Londen: Sweet & Maxwell 2018.

Xuereb 1987

P.G. Xuereb, 'Voting rights: a comparative review', *Company Lawyer* 1987, nr. 8, p. 16-27.

JURISPRUDENTIELIJST

Hoge Raad

HR 13 februari 1942, ECLI:NL:PHR:1942:AG192, *NJ* 1942/360 (*Baus/De Koedoe I*).
HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449, *NJ* 1944/465 (*Wennex*).
HR 21 januari 1955, ECLI:NL:HR:1955:AG2033, *NJ* 1959/431 (*Forumbank*).
HR 13 november 1959, ECLI:NL:HR:1959:AG2043, *NJ* 1960/472 (*Melchers*).
HR 19 februari 1960, ECLI:NL:HR:1960:AG2044, *NJ* 1960/473 (*Aurora*).
HR 10 januari 1990, ECLI:NL:HR:1990:AC1234, *NJ* 1990/466 (*OGEM*).
HR 24 februari 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1643, *NJ* 1996/472 (*Sigmacon II*).
HR 19 april 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2047, *NJ* 1996/727 (*Maclou*).
HR 6 juni 2001, ECLI:NL:HR:2001:AB2177, *JOR* 2001/146.
HR 19 oktober 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD5138, *JOR* 2002/5 (*Skygate*).
HR 19 december 2003, ECLI:NL:HR:2003:AN7817, *NJ* 2004/293 (*Curator Mobell/Interplan*).
HR 12 augustus 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7799, *NJ* 2006/230 (*Payroll*).
HR 29 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AY5697, *NJ* 2006/639 (*The Mill Resort*).
HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, *NJ* 2007/434 (*ABN AMRO*).
HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4888, *JOR* 2007/273 (*Versatel II*).
HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, *JOR* 2010/228 (*ASMI*).
HR 22 oktober 2010, ECLI:NL:HR:2010:BL1943, *NJB* 2010, 2018.
HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, *JOR* 2011/115 (*Inter Access*).
HR 1 maart 2012, ECLI:NL:HR:2002:AD9857, *JOR* 2002/79 (*Zwagerman Beheer*).
HR 23 maart 2012, ECLI:NL:HR:2012:BV1056, *JOR* 2012/141 (*e-Traction*).
HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, *NJ* 2013/461 (*VEB/KLM*).
HR 21 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:415, *NJ* 2015/82 (*IAE/Neo-River*).
HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, *NJ* 2014/286 (*Cancun*).
HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, *JOR* 2014/290.
HR 28 november 2014, ECLI:NL:HR:2014:3464, *JOR* 2015/58.
HR 24 juni 2016, ECLI:NL:HR:2016:1294, *NJ* 2016/497 (*Boele's Scheepswerven*).
HR 24 maart 2017, ECLI:NL:HR:2017:485, *JOR* 2017/209.
HR 2 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:982, *JOR* 2017/248 (*DA Retailgroep*).
HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, *NJ* 2018/331 (*Boskalis/Fugro*).

Hof Amsterdam

Hof Amsterdam (OK) 3 maart 1999, ECLI:NL:GHAMS:1999:AB8354, *NJ* 1999/350 (*Gucci*).

Hof Amsterdam (OK) 11 maart 1999, ECLI:NL:GHAMS:1999:AC1926, *NJ* 1999/351 (*Breevast*).

Hof Amsterdam (OK) 16 oktober 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AD4598, *NJ* 2001/640 (*RNA*).

Hof Amsterdam 25 april 2002, ECLI:NL:GHAMS:2002:AG8134, *JOR* 2002/128 (*Gorillapark*).

Hof Amsterdam 5 november 2005, ECLI:NL:GHAMS:2005:AZ8881, *JOR* 2007/51.

Hof Amsterdam (OK) 17 februari 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BI4018, *JOR* 2009/129 (*Butôt*).

Hof Amsterdam (OK) 31 december 2009, ECLI:NL:GHAMS:2009:BL3680, *JOR* 2010/60 (*Inter Access*).

Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *JOR* 2010/189 (*PCM*).

Hof Amsterdam (OK) 14 februari 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BP5179 (*Boschhuizen c.s./Amtrada Holding NV*).

Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ7369, *JOR* 2011/288 (*Rhodes*).

Hof Amsterdam (OK) 28 maart 2013, ECLI:NL:GHAMS:2013:BZ9658, *JOR* 2013/171 (*AAA Groep*).

Hof Amsterdam (OK) 27 oktober 2015, ECLI:NL:GHAMS:2015:4379, *JOR* 2016/60 (*Cunico*).

Hof Amsterdam (OK) 12 april 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:1629, *JOR* 2016/234.

Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, *JOR* 2017/261 (*Akzo Nobel*).

Rechtbank

Rb. Amsterdam 8 november 1938, ECLI:NL:RBAMS:1938:69, *NJ* 1938/1138.

Rb. Utrecht 9 augustus 1989, ECLI:NL:RBUTR:1989:AC0987, *NJ* 1990/399 (*Bredero*).

Rb. Amsterdam (KG) 20 december 2001, ECLI:NL:RBAMS:2001:AL9090, *JOR* 2002/26 (*Gorillapark*).

Rb. Oost-Brabant 29 november 2011, ECLI:NL:RBOBR:2017:6254, *JOR* 2018/65.

Rb. Den Haag 22 januari 2016, ECLI:NL:RBDHA:2016:3012.

Rb. Amsterdam 4 mei 2016, ECLI:NL:RBAMS:2016:5819, *JOR* 2016/327.

Rb. Amsterdam 11 juni 2018, ECLI:NL:RBAMS:2018:5047, *JOR* 2018/259.

Verenigde Staten

Re Norwest Bank Worthington v. Ahlers, 485 U.S. 197 (1988).
Re Bank of America National Trust & Savings Ass'n v. 203 N. LaSalle St. P'ship, 526 U.S. 434 (1999).
Re Genesis Health Ventures Inc., 266 B.R. 591, 612 (Bankr. D. Del. 2001).

Duitsland

Bundesgerichtshof

BGH 28 januari 1980, *BGHZ* 76, 352.
BGH 25 februari 1982, *NJW* 1982, 1703 (*Holz Müller*).
BGH 1 februari 1988, *NJW* 1988, 1579 (*Linotype*).
BGH 12 december 1991, *BGHZ* 116, 319 (*Akkordstörer*).
BGH 20 maart 1995, *NJW* 1995, 1739 (*Girmes*).
BGH 31 januari 2000, *NJW* 2000, 1571.
BGH 4 april 2003, *NJW-RR* 2003, 895.
BGH 26 april 2004, *NZG* 2004, 571 (*Gelatine I*).
BGH 26 april 2004, *NZG* 2004, 575 (*Gelatine II*).
BGH 24 mei 2005, *NJW* 2005, 3062.
BGH 19 oktober 2009, *NJW* 2010, 65 (*Sanieren oder Ausscheiden I*).
BGH 25 januari 2011, *NZG* 2011, 510 (*Sanieren oder Ausscheiden II*).
BGH 17 juli 2014, *NJW* 2014, 2436 (*Suhrkamp*).
BGH 9 juni 2015, *ZIP* 2015, 1882.
BGH 7 juli 2015, *NJW* 2015, 2660.
BGH 16 februari 2016, *NJW* 2017, 2280.
BGH 12 april 2016, *NJW* 2016, 2739.

Oberlandesgericht

OLG Hamm 9 december 1991, 8 U 78/91.
OLG München 21 maart 2013, *NZG* 2013, 742.
OLG Frankfurt a.M. 1 oktober 2013, *NZI* 2013, 978 (*Suhrkamp*).
OLG München 16 januari 2014, *ZIP* 2014, 472.
OLG München 23 juni 2016, *NZG* 2016, 1149.

Landgericht

LG Traunstein 27 augustus 1999, *NZI* 1999, 461.
LG Frankfurt a.M. 10 september 2013, *NZG* 2013, 1315 (*Suhrkamp*).

Amtsgericht

AG Berlin-Charlottenburg 15 januari 2014 - 36s IN 2196/13.
AG Berlin-Charlottenburg 9 februari 2015, *ZIP* 2015, 394.

Engeland

- Re Pender v. Lushington* (1877) 6 Ch D 70.
Re North-West Transportation Co. Ltd v. Beatty (1887) 12 App. Cas. 589.
Re Alabama, New Orleans, Texas & Pacific Junction Railway Co (1891) 1 Ch 213.
Re Sovereign Life Assurance Co v Dodd (1892) 2 Q.B. 573.
Re English, Scottish, and Australian Chartered Bank (1893) 3 Ch. 385.
Re Canning Jarrah Timber Co (Western Australia) Ltd (1900) 1 Ch 708.
Re Gold Reefs of West Africa Ltd (1900) 1 Ch. 656.
Re Burland v Earle (1902) A.C. 83.
Re Tea Corporation Ltd (1904) 1 Ch 12.
Re Sidebottom v Kershaw, Leese & Co Ltd (1920) 1 Ch. 154, CA.
Re Shuttleworth v Cox Brothers and Co (Maidenhead) Ltd (1927) 2 KB 9.
Re Carruth v Imperial Chemical Industries Ltd (1937) AC 707.
Re Oceanic Steam Navigation Company Ltd (1939) 1 Ch 41.
Re Greenhalgh v. Arderne Cinemas Ltd (1951) Ch 286.
Re National Bank Ltd (1966) 1 W.L.R. 819.
Re Jax Marine Pty Ltd (1967) EWHC 3746 (Ch).
Re Mareva Compania Naviera S.A. v. International Bulkcarriers S.A. (1975) 2 Lloyd's Rep. 509 (C.A.).
Re Chesterfield Catering Co. Ltd (1976) 3 All E.R. 294.
Re Clemens v Clemens Bros Ltd (1976) 2 All ER 268.
Re Hellenic and General Trust Ltd (1976) 1 WLR 123.
Re Savoy Hotel Ltd (1981) Ch 351.
Re Multinational Gas & Petrochemical Co v Multinational Gas & Petrochemical Services Ltd (1983) WL 215703.
Re Smith v Croft (No. 2) (1988) Ch 114.
Re West Mercia Safetywear Ltd v Dodd (1988) BCLC 250 .
Re Brant Investments Ltd v. KeepRite Inc. (1991) 80 DLR (4th) 161.
Re Standard Chartered Bank v Walker (1992) BCLC 603.
Re Standard Chartered Bank v Walker (1992) BCLC 535, CA.
Re Kinsela v. Russell Kinsela Pty Ltd (1996) 4 ACLC 215.
Re March Estates plc v Gunmark Ltd (1996) 2 BCLC 1.
Re Anglo American Insurance Company Ltd (2000) ADR.L.R. 04/12.
Re Inland Revenue Commissioners v Adam & Partners Ltd (2000) BCC 247.
Re Allied Domecq plc (2000) 1 BCLC 134.
Re A Debtor (No. 101 of 1999) (2001) 1 BCLC 54.
Re BTR plc (2001) 1 BCLC 740.
Re Fletcher v. Royal Automobile Club Ltd (2001) 1 BCLC 331.
Re Hawk Insurance Co Ltd (2001) EWCA Civ 241.
Re Perusahaan Perseroan (Perseo) PT Perusahaan Penerbangan (2001) All ER (D) 53 (Oct).
Re Equitable Life Assurance Society (2002) EWHC 140 (Ch).

Re UDL Holdings Ltd (2002) 1 HKC 172.
Re Colin Gwyer and Associates Ltd v London Wharf (Limehouse) Ltd (2003) 2 BCLC 15.
Re Waste Recycling Group plc (2003) EWHC 2065 (Ch).
Re Mytravel Group Plc (2004) EWCA Civ 1734.
Re Telewest Communications plc (2004) EWHC 924 (Ch).
Re Telewest Communications plc (No. 2) (2004) EWHC 1466 (Ch).
Re T & N Ltd (2004) EWHC 2361 (Ch).
Re British Aviation Insurance Co Ltd (2005) EWHC 1621 (Ch).
Re Prudential Assurance Co Ltd v. PRG Powerhouse Ltd (2007) EWHC 1002 (Ch).
Re Expro International Group plc (2008) EWHC 1543 (Ch).
Re Bluebrook Ltd (2009) EWHC 2114 (Ch).
Re McCarthy and Stone plc (2009) EWHC 1116 (Ch).
Re PCCW Ltd (2009) 3 HKC 292.
Re TDG plc (2009) 1 BCLC 445.
Re HMRC v Portsmouth City Football Club Ltd (2010) EWHC 2013 (Ch).
Re Metrovacesa (2011) EWHC 1014 (Ch).
Re Mourant & Co Trustees Ltd & Anor v Sixty UK Ltd & Ors (2010) EWHC 1890 (Ch).
Re Wind Hellas Telecommunications (Luxembourg) V (2010) EWHC 2857 (Ch).
Re Sunlink International Holdings Ltd v Wong (2010) 5 HKLRD 653.
Re Rodenstock GmbH (2011) EWHC 1104 (Ch).
Re Primacom Holding GmbH (2012) EWHC 164 (Ch).
Re Apcoa Parking Holdings GmbH and others (2014) EWHC 3849 (Ch).
Re Tele Columbus GmbH (2014) EWHC 249 (Ch).
Re Charterhouse Capital Ltd, Arbuthnott v Bonnyman (2015) EWCA Civ 536.
Re Gulf Keystone Petroleum Ltd (2016) EWHC 3040 (Ch).
Re SABMiller plc (2016) EWHC 2153 (Ch).
Re Stemcor Trade Finance Limited (2016) BCC 194.
Re Dee Valley Group Plc (2017) WLR(D) 85.
Re Ladbrokes Coral Group Plc (2018) EWHC 1382 (Ch).

Europa

Hof van Justitie van de Europese Unie

HvJEG 30 mei 1991, ECLI:EU:C:1991:229, NJ 1993/186 (*Karella*).
HvJEU 12 maart 1996, ECLI:EU:C:1996:92, NJ 1997/173 (*Pafitis*).
HvJEG 12 mei 1998, ECLI:EU:C:1998:222, NJ 1999/239 (*Kefalas*).
HvJEG 23 maart 2000, ECLI:EU:C:2000:150, NJ 2000/531 (*Diamantis*).
HvJEU 8 november 2016, ECLI:EU:C:2016:836, NJ 2017/302 (*Dowling e.a.*).
HvJEU 19 juli 2016, ECLI:EU:C:2016:570, JOR 2016/241.

Europees Hof voor de Rechten van de Mens

EHRM 17 januari 1970, nr. 2689/65 (*Delcourt v. Belgium*).

EHRM 13 augustus 1981, nr. 7601/76 en 7806/77 (*Young, James & Webster v. United Kingdom*).

EHRM 23 september 1982, nr. 7151/75, NJ 1988/290 (*Sporrong en Lönnroth t. Zweden*).

ECRM 12 oktober 1982, nr. 8588/79 en 8589/79 (*Bramelid*).

EHRM 25 maart 1983, nr. 947/72 (*Silver e.a. t. Verenigd Koninkrijk*).

EHRM 9 december 1996, nr. 13092/87 en 13984/88, NJ 1996/374.

EHRM 29 april 1999, nr. 25088/94, 28331/95 en 28443/95, NJ 1999/649 (*Chassagnou*).

EHRM 6 november 2002, nr. 48553/99, JOR 2003/111 (*Sovtransavto Holding/ Ukraine*).

EHRM 7 november 2002, nr. 30417/96, JOR 2003/112 (*Olczak t. Poland*).

EHRM 5 januari 2000, nr. 33202/96, NJ 2000/571 (*Beyeler t. Italië*).

EHRM 12 december 2002, nr. 56400/00, JOR 2003/224 (*Cesnieks*).

EHRM 20 juli 2004, nr. 37598/97, NJ 2005/479 (*Bäck t. Finland*).

EHRM 8 november 2005, nr. 4251/02 (*Saliba t. Malta*).

EHRM 15 november 2005, nr. 44302/02 (*J. A. Pye (Oxford) Ltd t. Verenigd Koninkrijk*).

EHRM 11 januari 2007, nr. 73049/01, NJ 2008/534 (*Anheuser-Busch Inc. t. Portugal*).

EHRM 14 juni 2011, nr. 24096/05 (*Vefa Holding Sh.p.k. and Alimuçaj v. Albania*).

EHRM 10 juli 2012, nr. 34940/10 (*Graigner t. Verenigd Koninkrijk*).

EHRM 13 maart 2012, nr. 23780/08 (*Malik*).

EHRM 14 februari 2017, nr. 36480/07, JOR 2017/155 (*Lekić*)

TREFWOORDENREGISTER

Verwijzingen zijn naar paragraafnummers

Aandeelhouder

- Cruciale - 2.4, 3.3.2, 3.3.8.2, 3.4.2.3, 5.4.6.2,
6.5.3, 6.5.8.1, 6.5.8.3, 6.5.12, 7.6
- Gelijke behandeling van - 3.3.8.2, 3.3.11.1, 5.4.3, 5.4.6.2, 5.4.9.1,
6.5.8.1, 6.5.8.3, 6.5.11.4
- Out of the money* - 1.1, 2.3.4, 2.4, 2.5.1.5, 2.6, 2.6.3, 3.2.2,
3.3.4.2, 3.3.4.3, 3.3.7.1, 3.3.8.1, 3.3.8.2,
3.3.11, 3.4, 3.4.1, 3.4.2.3, 3.5, 3.6, 4.2,
4.3.2, 4.3.5, 4.3.6, 4.3.9, 4.3.10, 4.5.2,
4.5.3, 4.5.4, 4.6, 5.4.3, 5.4.4, 5.4.6,
5.4.6.1, 5.4.9.2, 6.2.1, 6.5.3, 6.5.4,
6.5.5, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.2, 6.5.11.1,
6.5.11.4, 6.5.12, 7.1, 7.3, 7.4, 7.6
- (Extra) verplichtingen van een - 5.4.9, 5.4.9.5, 6.5.11.2, 6.5.11.5
- Aandeelhoudersovereenkomst 3.4.1, 6.2.2, 6.5.11.2, 6.5.11.5, 7.6
- Aandeelhoudersrechten *Zie financiële rechten en zeggenschaps-
rechten*
- Wijzigen van - 1.1, 1.5, 2.5.4.2, 3.3.4.1, 3.3.5, 3.3.11, 3.4,
3.4.1, 3.4.2.1, 3.6, 4.1, 4.2, 4.3.9, 4.3.10, 4.5,
4.5.5, 4.6, 5.1, 5.3.1, 5.3.2, 5.4.9, 5.4.9.1,
5.5, 6.2, 6.2.1, 6.2.3, 6.5.8.2, 6.5.11, 6.5.11.1,
6.5.11.2, 6.5.11.3, 6.5.11.4, 6.5.11.5, 7.3, 7.4,
7.5, 7.6

Aandelen

- Economisch gerechtigde tot - 4.3.4, 4.3.7, 5.4.4, 6.5.1, 6.5.4, 6.5.6,
6.5.9, 6.5.11.1, 7.6
- Gewone - 2.5.1.2, 2.5.1.3, 2.6.3, 3.3.8.2, 3.3.8.3,
4.3.3, 6.5.3, 6.5.8.1
- Intrekking van - 2.5.1.5, 3.3.11.1, 4.3.9, 5.4.9.2, 6.5.2.3,
6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.11.2, 6.5.11.4, 6.5.12,
7.6
- Juridisch gerechtigde tot - 4.3.4, 4.3.7, 5.4.4, 5.4.7, 6.5.4, 6.5.6, 6.5.9,
7.6

Preferente -	2.4, 2.5.1.2, 2.5.1.3, 2.5.1.4, 2.6.2, 3.3.8.2, 3.3.8.3, 4.3.3, 6.5.3, 6.5.8.1
Prioriteits-	2.4, 2.5.1.2, 2.7.1.2, 3.4.1, 4.3.3, 6.5.3, 6.5.11.1
Aandelenverwatering	2.5.1.2, 2.5.1.3, 2.5.1.5, 2.7.2.1, 3.3.5, 3.3.8.2, 3.4.1, 3.4.2.3, 4.3.2, 4.3.9, 4.5.4, 5.4.6.1, 5.4.9, 5.5, 6.2.1, 6.2.3, 6.5.2, 6.5.3, 6.5.4, 6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.11.4, 7.3, 7.5
<i>Absolute priority rule (APR)</i>	2.4, 2.5.1.5, 3.3.2, 3.3.8, 3.3.8.2, 3.3.11, 3.4, 3.4.1, 3.4.2.3, 3.6, 4.4, 5.4.6.2, 5.5, 6.5.3, 6.5.8, 6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.8.4, 6.5.12, 7.3, 7.6
<i>Administration</i>	2.5, 4.3.2, 4.3.5, 4.4, 4.5.1
Agent	2.3.5
Algemene vergadering	
Besluiten van –	2.5.1.3, 2.5.1.5, 2.7.2.1, 3.2.2, 3.3.11.1, 4.2, 4.3.2, 5.4.1, 5.4.2.1, 5.4.9, 5.4.9.2, 5.4.9.3, 6.5.8.1, 6.5.9, 6.5.11, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.11.4, 6.5.12, 7.3, 7.4, 7.5, 7.6
Anti-verwateringsbepaling	6.2.1, 6.2.2, 6.5.11.2
<i>Best interest test</i>	2.6.3, 3.3.7, 3.3.7.1, 3.3.8, 3.3.8.2, 3.4, 3.4.2.3, 3.6, 4.5.3, 5.4.5, 5.4.6, 5.4.6.1, 5.4.8, 6.4.1, 6.5.1, 6.5.5, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.4, 6.5.11.1, 6.5.11.5, 7.3, 7.6
Bestuur	
-als aanbieder akkoord	3.4.4.2, 6.5.2.2
Bona fide	2.7.2.1, 2.7.2.2, 2.7.2.3, 2.7.2.4, 4.3.6
<i>Chapter 11</i>	3.3, 6.5
<i>Cramdown</i>	2.4, 3.3.2, 3.3.7, 3.3.7.1, 3.3.11, 3.4.1, 3.4.2.3, 3.6, 4.1, 4.3.5, 4.3.9, 4.3.10, 4.6, 5.4.5, 5.4.6.3, 5.5, 6.5.3, 6.5.5, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.12, 7.3, 7.4, 7.6
<i>Creditors' bargain theory</i>	3.3.1, 6.5.1

<i>Cross class cramdown</i>	2.4, 3.3.2, 3.3.7, 3.3.7.1, 3.3.8, 3.3.8.1, 3.3.8.2, 3.3.8.3, 3.3.11, 3.4.1, 3.4.2.3, 3.6, 4.1, 4.3.5, 4.3.9, 4.3.10, 4.4, 4.6, 5.4.5, 5.4.6, 5.4.6.3, 5.5, 6.5.3, 6.5.5, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.8.4, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.12, 7.3, 7.4, 7.6
<i>Debt for equity swap</i>	1.1, 2.5, 2.5.1, 2.5.1.2, 2.5.1.3, 2.5.1.4, 2.5.1.5, 2.5.2, 2.6, 2.6.1, 2.6.2, 3.2.2, 3.3.11.2, 3.4.2.3, 3.5, 4.3.1, 4.3.2, 4.3.9, 4.5, 4.5.4, 4.6, 5.3.2, 5.4.9.1, 5.4.9.2, 6.2, 6.2.1, 6.4.1, 6.5.3, 6.5.7, 6.5.8.1, 6.5.8.3, 6.5.11.1, 6.5.1.2, 6.5.1.4, 7.2, 7.3, 7.4, 7.6
<i>Debtor in possession</i>	3.3.4, 3.3.4.4, 5.3.1, 5.4.9.4, 6.4, 6.5.2.4
Dreigende insolventie	1.1, 3.3, 3.3.3, 3.3.4, 3.3.4.1, 3.3.7.1, 3.4.2.3, 3.6, 4.2, 6.5.2.1, 6.5.10, 7.3
<i>Drohende Zahlungsunfähigkeit</i>	1.3.2, 2.5.2, 5.3, 5.3.1, 5.3.3, 5.4.2.1
Eigenaar	2.2.3, 2.3.3, 2.3.5, 2.4, 2.8, 3.3.8.2, 3.4, 5.4.9.2, 6.5.8.3, 7.2
Eigendomsrecht	1.5, 2.6.1, 2.7.2, 3.2.2, 3.3.4.1, 3.4, 3.4.1, 3.4.2, 3.4.2.1, 3.4.2.2, 3.4.2.3, 3.4.3, 5.3.1, 5.4.8, 6.2.3, 6.5.7, 6.5.8.2, 6.5.10, 6.5.11.1, 6.5.11.4, 7.6
<i>Eigenverwaltung</i>	3.3.4.4, 5.3.1, 5.3.2, 5.4, 5.4.2, 5.4.2.2, 5.4.2.3, 5.4.2.4, 5.4.9.3, 5.4.9.4, 6.5.2.6
<i>Vorläufige Eigenverwaltung</i>	5.3.2, 5.4, 5.4.2.2, 5.4.2.3
ESUG	5.3.1, 5.3.2, 5.3.3, 5.4.3, 5.4.6.2, 5.4.9.1, 5.4.9.2
Financiële rechten	
Recht om over een aandeel te beschikken	2.6, 2.6.1
Recht op liquidatiesaldo	1.1, 2.3.3, 2.6, 2.6.3, 3.2.2, 3.3.1, 3.4.1, 5.4.6.2, 6.5.3, 6.5.8.2
Recht op winst	2.3.3, 2.5.1.4, 2.6, 2.6.2, 4.3.9, 5.4.9, 5.5, 6.5.11.3, 6.5.11.4, 7.5
<i>Gifting</i>	3.3.8.2, 3.4.2.3, 6.5.8.3, 7.6
Girmes	5.2, 5.4.4
<i>Give and take</i>	4.3.1, 4.3.6, 4.3.9, 4.5, 4.6, 7.4

Herstructureringsdeskundige	3.3.4.2, 3.3.4.4, 3.3.8, 4.3.2, 4.3.6, 6.5.2, 6.5.2.1, 6.5.2.2, 6.5.2.3, 6.5.2.4, 6.5.2.6, 6.5.4, 6.5.5, 6.5.7, 6.5.11.4, 6.5.12, 7.6
-als aanbieder akkoord	3.3.8, 4.3.6, 6.5.2.3, 6.5.2.4
Homologatie	3.3, 3.3.4, 3.3.5, 3.3.7, 3.3.7.1, 3.3.8, 3.3.10, 3.3.11, 3.4.2.1, 3.6, 4.3, 4.3.2, 4.3.3, 4.3.5, 4.3.6, 4.3.8, 4.4, 4.5.3, 5.3, 5.4, 5.4.2.4, 5.4.5, 5.4.6.1, 5.4.8, 5.4.9.1, 5.4.9.2, 5.4.9.3, 5.4.9.5, 5.5, 6.4.1, 6.5.1, 6.5.2.3, 6.5.2.5, 6.5.2.6, 6.5.3, 6.5.4, 6.5.5, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.8.4, 6.5.9, 6.5.10, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.11.4, 6.5.12, 7.1, 7.4, 7.5, 7.6
Algemene afwijzingsgronden	6.5.5, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.11.1, 7.6
Aanvullende afwijzingsgronden	6.5.3, 6.5.5, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.1, 6.5.8.4, 7.6
Insolventiecriterium	3.3.4, 3.3.4.1, 3.4.2.3, 6.4, 6.5.2.1, 6.5.2.2, 6.5.2.3, 6.5.7, 6.5.8.2
Instemmingsvereiste	3.3.4.2, 3.6, 3.3.8, 5.4.6.4, 6.5.4, 6.5.12, 7.6
Kapitaalverschaffer	2.3, 2.3.1, 2.3.2
Kwaliteitseis	3.5, 6.5.11.2, 6.5.11.5
Liquidatie	3.2.2, 3.3.1, 3.3.7.1, 3.3.8.2, 3.4.2.3, 3.6, 4.2, 4.3.1, 4.3.3, 4.3.5, 4.5.3, 4.6, 5.1, 5.2, 5.4.1, 5.4.5, 5.4.6.1, 6.4.1, 6.5.7, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.8.4, 7.3, 7.4
Liquidatiewaarde	3.3.7.1, 3.3.8.1, 3.3.8.2, 3.4.2.3, 4.3.5, 5.4.6.1, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.4
<i>Material irregularity</i>	4.5.3
Micro-, kleine en middelgrote onderneming	3.3.2, 3.3.3, 3.3.4, 3.3.4.2, 3.3.5, 3.3.8, 3.3.8.2, 5.4.6.4, 6.5.4, 6.5.5, 6.5.8.3, 6.5.12, 7.6
<i>Newco</i>	4.3.5, 4.3.9, 7.4
<i>New value</i>	3.3.8.2, 6.5.8.3
Niet meer dan 100%-regel	3.3.8.2, 3.3.8.3, 6.5.8.1
Noodzaakfinanciering	1.1, 1.5, 2.5.4.1, 2.7.1.2, 3.4.2.1, 4.2, 5.2, 6.1, 6.2, 6.2.1, 6.2.2, 6.2.3, 6.3, 6.4.1, 6.5.8.2, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.12, 7.6

<i>Obstruktionsverbot</i>	5.4.5, 5.4.6, 5.4.6.2, 5.4.6.4
Ondernemingsraad	3.3.4.3, 6.5.2.2, 6.5.2.3, 7.6
Ontbinding	1.1, 2.2.3.1, 2.7.3.1, 3.2.2, 3.3.8.2, 3.4.1, 5.2, 6.5.8.2, 6.5.9, 6.5.11.4
Principaal	2.3.5, 2.8, 7.2
Proportioneel/proportionaliteit	3.4.1, 3.4.2, 3.4.2.1, 3.4.2.3, 3.4.3, 6.2.1, 6.2.3, 6.5.7, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.11.1, 6.5.11.4, 7.3, 7.6
Raad van commissarissen	2.2.1, 2.2.2, 2.5.3.1, 2.5.3.3, 2.5.3.4, 2.5.3.5, 2.7.1, 2.7.1.1, 2.7.1.3, 3.3.4.3, 5.4.9, 5.4.9.1, 5.4.9.4, 6.5.1, 6.5.2.2, 6.5.2.3, 6.5.11.1, 6.5.11.4, 7.5
Rangorde	3.3.5, 3.3.7.1, 3.3.8.2, 4.3.3, 5.4.6.2, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.11.2
Rechtsmiddelen	3.3.10, 3.3.11, 4.3.8, 4.5.3, 5.4.8, 6.5.2.5, 6.5.2.6, 6.5.10, 7.6
Redelijkheid en billijkheid	2.5.3.5, 2.5.4.3, 2.7.1, 2.7.1.2, 2.7.1.3, 2.7.1.4, 2.7.2, 2.7.3, 2.7.3.1, 2.8, 5.2, 5.4.5, 6.2, 6.2.1, 6.2.2, 6.2.3, 6.3, 6.5.11.2, 6.5.11.4, 6.5.12, 7.2, 7.6
<i>Relative priority rule (RPR)</i>	3.3.8, 3.3.8.2, 3.3.11, 3.4.2.3, 3.6, 7.3
Reorganisatiewaarde	1.1, 3.2.2, 3.3.8.1, 3.3.8.2, 3.3.8.3, 4.3.5, 4.4, 5.4.6.2, 6.5.1, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.8.4, 6.5.11.1
<i>Residual claimant</i>	2.2.3, 2.3, 2.3.4, 2.3.5, 2.6.3, 2.7.1.1, 2.8, 4.2, 4.3.6, 6.5.8.2, 7.2
<i>Sanction hearing</i>	4.3.6
<i>Sanieren oder Ausscheiden</i>	5.2
<i>Schutzschirm</i>	1.3.2, 1.5, 5.1, 5.3.1, 5.3.2, 5.3.3, 5.4, 5.4.2, 5.4.2.2, 5.4.2.3, 5.4.2.4, 5.5, 7.5
<i>Sonderrechte</i>	2.5.1.2, 5.2
Shareholder model	2.2, 2.2.3, 2.7.2.4, 2.7.3, 7.2
<i>Enlightened shareholder model</i>	2.2.3.1, 2.7.2, 4.2
Stakeholder model	2.2, 2.2.3, 2.2.3.1, 2.7.1.1, 2.7.2, 2.7.3, 3.3.3, 7.2
Statutenwijziging	2.2.2, 2.5.1, 2.5.1.4, 2.5.2, 2.7.2, 2.7.2.1, 3.3.11.2, 4.3.9, 5.2, 5.4.3, 5.4.9.1, 5.4.9.3, 6.2.1, 6.2.2, 6.5.11.2, 6.5.11.3, 6.5.11.4, 6.5.11.5

Stemklassen	3.3, 3.3.5, 3.3.6, 3.3.7.1, 3.3.8, 3.3.8.1, 3.3.8.2, 3.3.11, 3.3.11.1, 3.4.1, 3.4.2.3, 3.6, 4.3.3, 4.3.4, 4.3.5, 4.3.6, 4.3.7, 4.3.9, 4.3.10, 4.4, 4.5.2, 5.4, 5.4.2.4, 5.4.3, 5.4.4, 5.4.5, 5.4.6, 5.4.6.2, 5.4.6.3, 5.4.6.4, 5.4.9.2, 6.5.2.5, 6.5.3, 6.5.4, 6.5.5, 6.5.7, 6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.8.4, 6.5.11.1, 6.5.11.4, 6.5.12, 7.6
Aandeelhoudersklasse	2.5.1.5, 3.3.8.2, 3.3.11, 3.4.2.3, 4.3.3, 4.3.9, 4.4, 4.6, 5.4.3, 6.5.3, 6.5.8.1, 7.4
Dubbele hoedanigheden	3.3.5, 4.3.3, 4.3.6, 6.5.3
Surseance	1.1, 1.5, 5.4.5, 5.4.9.4, 6.1, 6.3, 6.4, 6.4.1, 6.5.2, 6.5.2.1, 6.5.2.2, 6.5.2.6, 6.5.4, 6.5.6, 6.5.7, 6.5.8.2, 6.5.10, 6.5.11.4
<i>Transfer scheme</i>	4.3.5, 4.3.6, 4.3.9, 4.3.10, 4.4, 4.6, 5.4.6, 6.5.11.4, 7.4
<i>Treuepflicht</i>	2.5.3.4, 2.5.4.3, 2.7.3, 2.7.3.1, 2.7.3.2, 2.7.3.3, 2.8, 5.2, 5.4.9.1, 7.2
<i>Überschuldung</i>	5.4.2.1
Uitvoeringshandelingen	6.5.9, 6.5.11.4
Uitkering in contanten	3.3.8.2, 5.4.6.1, 6.5.3, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.4
<i>Unfair prejudice</i>	2.5.4.1, 2.5.4.2, 2.7.2.3, 4.5.3, 4.5.4
Vennootschappelijk belang	2.2.3.1, 2.3.4, 2.5.1.3, 2.5.3.2, 2.5.3.4, 2.5.3.5, 2.6.2, 2.7.1, 2.7.1.1, 2.7.1.2, 2.7.1.3, 2.7.1.4, 2.7.3, 2.7.3.1, 2.7.3.2, 3.3.3, 5.4.9.1, 6.2, 6.2.1, 6.2.2, 6.2.3, 6.5.1, 6.5.2.2, 6.5.2.3, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.11.4
Vennootschapsrechtelijke toelaatbaarheid	5.4.9.1, 5.4.9.2
Vereffening	1.1, 2.2.3, 2.3.4, 2.6.3, 3.2.2, 3.3.7.1, 3.3.8.1, 3.3.8.2, 3.3.8.3, 4.3.3, 5.1, 5.3, 5.4.6.1, 5.4.9.2, 5.5, 6.4.1, 6.5.3, 6.5.7, 6.5.8, 6.5.8.1, 6.5.8.2, 6.5.8.4, 6.5.10, 6.5.11.1, 6.5.11.4, 7.5, 7.6
Verenigingsvrijheid	1.5, 3.1, 3.3.8.2, 3.5, 5.4.6.1, 6.5.7, 6.5.8.4, 7.3
Vergadering van houders van een bepaalde soort of aanduiding	2.2.2, 2.5, 2.5.1.4, 2.5.2, 2.5.3.4, 3.3.4.3, 3.3.8, 3.6, 6.2.1, 6.5.2.2, 6.5.11, 6.5.11.4, 6.5.12, 7.3, 7.6

<i>Vorprüfung</i>	3.3.5, 5.4.2.4, 5.4.3, 6.5.2.5
Vroegtijdige beslissingen	6.5.2.1, 6.5.2.4, 6.5.2.5, 6.5.2.6, 6.5.4, 6.5.5, 7.6
Winstverdelingsregeling	6.5.11.2
<i>Zahlungsunfähigkeit</i>	1.3.2, 2.5.2, 5.3, 5.3.1, 5.3.3, 5.4.2.1
Zeggenschapsrechten (aandeelhouders/ algemene vergadering)	
Agenderingsrecht	2.5.3, 2.5.3.1, 2.5.3.2, 3.3.11.2, 6.5.11.4
Besluit tot benoeming bestuurder	2.5.3, 2.5.3.3, 2.5.3.3, 2.7.3.2, 5.4.9.1, 5.4.9.4, 6.5.11.4
Besluit tot kapitaalvermindering	2.5.1.5, 3.6, 5.2, 6.5.11.4, 7.3
Besluit tot ontslag bestuurder	2.2.2, 2.5.3.4, 3.3.11.2, 6.5.11.4
Besluit tot schorsing bestuurder	2.5.3.3, 2.5.4.1, 7.6
Besluit tot statutenwijziging	2.5.1.4, 2.7.2.1, 4.3.9, 5.2, 5.4.9.1, 5.4.9.3, 6.5.11.2, 6.5.11.4
Besluit tot uitgifte van aandelen	2.5.1.2, 2.7.2.1
Bijeenroepingsrecht	2.5.3, 2.5.3.1, 2.5.3.2, 3.3.11.1, 5.4.9.4
Goedkeuringsrecht	2.2.2, 2.3.5, 2.5, 2.5.2, 2.7.1.2, 3.3.4.3, 5.4.9.4, 6.5.2.2, 6.5.11.4
Instructierecht	2.2.2, 2.5.1.2, 2.5.3, 2.5.3.4, 2.7.1.2, 2.7.3.1, 5.4.9.4, 6.5.11.4
Recht op informatie	2.5.3, 2.5.3.5, 2.7.3.2, 5.4.9.4
Recht om vernietiging van besluiten te vorderen	2.5.4.3, 2.7.3.2
Recht om voorzieningen te treffen (enquête-recht)	6.2.1, 6.2.2, 6.2.3, 6.5.2.2, 6.5.2.6, 6.5.11.2, 6.5.11.4
Recht om uit te treden (uittreedrecht)	2.5.4, 2.5.4.2, 5.2
Stemrecht	2.3.2, 2.3.5, 2.5.1, 2.5.1.1, 2.5.1.2, 2.5.1.3, 2.5.1.5, 2.5.3.1, 2.7.1.2, 2.7.2, 2.7.2.1, 2.7.2.4, 2.7.3, 2.7.3.2, 3.3.8.2, 4.2, 4.3.3, 4.5.2, 5.2, 5.4.2.4, 5.4.3, 5.4.4, 6.2, 6.2.1, 6.2.3, 6.5.4, 6.5.8.1, 6.5.11.3, 6.5.11.5, 7.6
Vergaderrecht	2.3.2, 6.5.4, 6.5.11.3
Voorkeursrecht	1.1, 2.5.1, 2.5.1.3, 2.5.1.5, 2.7.2.1, 3.3.11.1, 4.3.9, 5.2, 5.4.9.1, 5.4.9.2, 6.2, 6.2.1, 6.2.2, 6.2.3, 6.5.8.2, 6.5.8.3, 6.5.11.1, 6.5.11.2, 6.5.11.4, 7.6
Voortzettingbesluit	3.2.2, 5.4.1, 5.4.9, 5.4.9.2

Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen onder redactie van prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, prof. mr. C.D.J. Bulten en prof. mr. J.B.S. Hijink.

1. Mr. W.J.M. Noldus, Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap (1969)
2. Mr. P.A.L.M. van der Velden, De vereniging-rechtspersoon en haar leden (1969)
3. Mr. P.R. Smits, De externe gebondenheid van het vennootschapsvermogen (1969)
4. Mr. J.A.Th.J.M. Duynstee, Beschouwingen over de stichting naar Nederlands privaatrecht (1970)
5. Mr. J.H.F.J. Cremers, Prioriteitsaandelen (1971)
6. Mr. M.M. Mendel, Het statutaire doel van de naamloze vennootschap (1971)
7. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W. Westbroek, prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. P. Sanders, Het nieuwe vennootschapsrecht (1972)
8. Mr. A.M. Brenninkmeijer, Stemovereenkomsten van aandeelhouders (1973)
9. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. S.J.H. Huijben en mr. A.G. Lubbers, De nieuwe structuur van de grote NV en BV (1973)
10. Prof. mr. C.á. Uniken Venema, Misbruik van voorwetenschap (1974)
11. Mr. A. Plate, Niet volgestorte aandelen (1974)
12. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. J.M. Jansen, Statuten van de grote NV en BV (1975)
13. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. dr. W. Albeda, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. drs. H.W. Lambers, Problemen bij fusie van NV en BV (1975)
14. Mr. M.J.G.C. Raaijmakers, Joint ventures (1976)
15. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. P.F.M. van Lierop, De ondernemingsraad (1977)
16. Prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. J. Ronse, De vertegenwoordiging van rechtspersonen naar Nederlands en Belgisch recht (1978)
17. Mr. T.J. van der Ploeg, Het Burgerlijk Recht en de vrijwillige organisaties. Beschouwingen n.a.v. de regeling van de vereniging en de stichting in Boek 2 BW (1978)
18. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. W. Westbroek, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en mr. Y. Scholten, Het vennootschapsrecht en de Tweede EEG-Richtlijn (1979)
19. Mr. H.J.M.N. Honée, De benoeming van commissarissen bij grote vennootschappen (1979)
20. Prof. drs. J.W. Schoonderbeek, prof. dr. W. van Bruinessen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W.J.M. Gitmans, De jaarrekening en de Vierde EEG-Richtlijn (1981)
21. Mr. H.J.M.N. Honée, Concernrecht en medezeggenschapsregelingen (1981)
22. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. H.J.M.N. Honée, mr. A.G. van Solinge, mr. G.M.J. Ackermans, Ondernemingsraad en Vennootschap (1982)
23. Mr. dr. P. Vlas, Rechtspersonen in het internationaal privaatrecht (1982)
24. Mr. F.K. Buijn, De oprichting van de NV en de BV (1984)
25. Prof. dr. M. Lutter, mr. W. Westbroek, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. G.M.J. Ackermans, De besloten vennootschap (1985)
26. Prof. mr. H.J.M.N. Honée, Contacten tussen commissarissen en ondernemingsraad (1986)
27. Mr. C.A. Schwarz, Blokkering van aandelen (1986)
28. Mr. J. Lievens, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. drs. H. Langman, mr. J. Bloemarts, mr. G. Noordraven, mw. mr. M.J. Zeldenrust-Visch, Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (1987)
29. Mr. Th.C.M. Hendriks-Jansen, Vermogensbescherming en persoonlijke aansprakelijkheid bij de besloten vennootschap (1988)

30. Misbruik van voorwetenschap. Uitgave op initiatief van Actioma, Juridisch Faculteitsblad Katholieke Universiteit Nijmegen, ter gelegenheid van zijn 10-jarig bestaan (1989)
31. Mr. P.J. Dortmond, Enige beschouwingen rondom aandelen (1989)
32. Mr. R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen (1989)
33. Mr. M.P. van Achterberg, De juridische definitie van het economische verschijnsel concern (1989)
34. Dr. K. Geens, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. R.P. Voogd, mr. A.G. van Solinge, mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. J.H.V. Stuyck, mr. J.A.W. Schreurs, Beschermingsconstructies (1990)
35. Mr. F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap (1991)
36. Mr. G. Noordraven, De regeling van de Überschuldung (1991)
37. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. drs. H. Beckman, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, mr. F.H.A. Arisz, mr. M.E. Engelaar, Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten (1991)
38. Mr. A. Voûte, Aandelen voor werknemers (1991)
39. Mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmond, mr. H.J. de Bijll Nachenius, dr. H.O.C.R. Ruding, mr. M.W. den Boogert, mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. H.M.N. Schonis, mw. mr. M.E. Engelaar, mr. J.A.W. Schreurs, Grensoverschrijdende samenwerking van ondernemingen (1992)
40. Mr. D.R. Doorenbos, Financieel strafrecht (1992)
41. Mr. B.C.M. Waaijer, Statuten en statutenwijziging (1993)
42. Mr. L.G.H.J. Houwen, mr. drs. A.P. Schoonbrood-Wessels, mr. J.A.W. Schreurs, Aansprakelijkheid in concernverhoudingen (1993)
43. Mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, drs. M.J.M. Buiting, mr. N.E.D. Faber, mr. R.W.Th. Norbruis, mr. J.W. van der Staay, Converteerbare obligaties en aandelen (1993)
44. Mr. Gerard van Solinge, Grensoverschrijdende juridische fusie (1994)
45. Mr. R.J.C. van Helden, mr. O.L.O. de Witt Wijnen, mr. A.G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.J.M.N. Honée, mr. E. Boswinkel, mw. mr. J. Roest, Problemen rondom de algemene vergadering (1994)
46. Mr. M.E. Schreurs-Engelaar, Organen van de coöperatie (1995)
47. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. dr. A.H.M. Daniels, prof. dr. P.H.J. Essers, Fiscale en civielrechtelijke aspecten van de commanditaire vennootschap (1996)
48. Mr. J. Roest, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten (1996)
49. Mr. J.J.A. Hamers, Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen (1996)
50. Prof. mr. J.R. Schaafsma, prof. mr. S. Perrick, mr. D.H. Cross, prof. mr. L. Timmerman, mr. F.G.B. Graaf, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.M.L. Dings, mw. mr. J. Roest, Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (1996)
51. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. S. Perrick (1996)
52. Mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. F.J.P. van den Ingh, Parlementaire Geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (1996)
53. Mr. M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (1996)
54. Mr. J.W. Bellingwout, Zetelverplaatsing van rechtspersonen (1996)
55. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1996, Bewaring en eigendom van effecten, mr. W.A.K. Rank, mr. E.M. van Ardenne-Stachiw, mr. Ch.W. le Rütte (1997)

56. Mr. Y.L.L.A.M. Delfos-Roy, Informatieverstreking en informatievergaring in het kader van de toezichthoudende en raadgevende taak van de Raad van Commissarissen (1997)
57. Maeijers belangstellingen. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. C.A. Schwarz, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. M.M. Mendel, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. T.J. van der Ploeg, prof. mr. A.L. Mohr, prof. dr. W. van Gerven, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.M.M. Maeijer (1997)
58. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 1997, De opkomst van een rechtsgebied, mr. R.I.V.F. Bertrams, mr. S.A. Boele, mr. D.H. Cross, prof. mr. S.E. Eisma, mr. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. W. de Jong, mr. A.F.J.A. Leijten, mr. A. Nederveen, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. W.A.K. Rank, mr. V.P.G. de Serièrè, prof. mr. W.J. Slagter, prof. mr. L. Timmerman, mr. L.J.K. Vincent (1997)
59. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.M.M. Maeijer, Drie Nijmeegse redes, Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering (1998)
60. Mr. H.M.L. Dings, De commissie van aandeelhouders bij structuurvennootschappen (1998)
61. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 1999, Aspecten van toezicht, Beschouwingen over het toezicht op de financiële sector, mr. H.G. van Everdingen, mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. H.J. Sachse (1999)
62. Conflicten rondom de rechtspersoon, mr. A.F.J.A. Leijten, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.H.M. Willems, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. O.L.O. de Witt Wijnen (2000)
63. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000, Beleggingsinstellingen nader belicht, mr. drs. N.V. Ponsen, mr. P. Klemann (2000)
64. Prof. mr. M. van Olffen, Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw (2000)
65. Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. N.S.J. Koeman, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, mr. A.J. Macro, mr. H.J. Sachse, drs. ing. C. Maas, mr. D.J.R. Lemstra (2000)
66. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2001, Effectenverkeer via internet. Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief, drs. E.F. Feitsma, mr. V.N.G. van Leeuwen, mr. L.A.G. Moelker, mr. W. de Jong (2001)
67. Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heijden. Verzameld door C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2001)
68. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2001-2002, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2002)
69. Concernverhoudingen, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. S.M. Bartman, mr. L.G. Verburg, mr. M.L. Lennarts, prof. mr. M.J.A. van Mourik, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. M. van Olffen (2002)
70. Preadvises voor de Vereniging voor Effectenrecht 2002, De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, mr. B.M. van Beek en mr. D. van Bruggen (2002)
71. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2002, Een bewezen bestaansrecht (2002)
72. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2002-2003, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2003)
73. Mr. M.S. Koppert-van Beek, Handelen namens een op te richten vennootschap (2003)
74. Personenvennootschappen, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. J.A.M. ten Berg, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.J.A. van Mourik, prof. mr. A.L. Mohr en prof. mr. H.M.N. Schonis (2003)
75. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2003-2004, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2004)

76. De werknemer in het ondernemingsrecht, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. G. van Solinge, mr. P.A.M. Witteveen, prof. mr. L.C.J. Sprengers, mr. G.N.H. Kemperink, mr. D.C. Buijs, mr. R.M. Beltzer, mr. F.B.J. Grapperhaus, prof. mr. I.P. Asscher-Vonk, mr. R.A.A. Duk (2004)
77. Verspreide Geschriften van W.C.L. van der Grinten. Verzameld en ingeleid door C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann en G. van Solinge (2004)
78. Mr. J.M. Blanco Fernández, mr. M. Holtzer, prof. mr. G. van Solinge, Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures (2004)
79. Mr. J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties (2004)
80. Mr. M.P. Nieuwe Weme, Het verplicht bod op effecten (2004)
81. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2004. Voorstel van Wet op het financieel toezicht, mr. J.M. van Dijk en mr. H.V. Oppelaar (2004)
82. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2004-2005, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge, mr. M. Holtzer en mr. A.F.J.A. Leijten (2005)
83. Mr. G.J.C. Rensen, Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders (2005)
84. Mr. E.C. Bos, Vruchtgebruik op aandelen (2005)
85. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. R.G.J. Nowak, Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, deel I. De pre-parlementaire geschiedenis (2006)
86. Mr. R.G.J. Nowak, A.M. Mennens, Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, deel II. De parlementaire geschiedenis (2012)
87. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2005-2006, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2006)
88. De financiering van de onderneming, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. H. Beckman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. R.J. Abendroth, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. mr. M. van Olffen, mr. V.P.G. de Serière, prof. dr. R.J.M. Dassen RA (2006)
89. Mr. H. ten Voorde, Deponering, publicatie en verzet (2006)
90. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, De geïnformeerde consument, mr. F.M.A. 't Hart en prof. mr. C.E. du Perron (2006)
91. Mr. drs. B.J. de Jong, prof. mr. drs. M.P. Nieuwe Weme, Publicatie van de jaarrekening (2006)
92. Mr. P.J. van der Korst, Bedrijfsgeheimen en transparantieplichten (2007)
93. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2006-2007, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2007)
94. Mr. J.M. Blanco Fernández, prof. mr. M. van Olffen, Rechtsvorm en gebruik van LLP's en LLC's (2007)
95. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2007, Bouwen en bezinning (2007)
96. Mr. P.J. van der Korst, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, prof. mr. G. van Solinge, Delegatie van emissiebevoegdheid (2008)
97. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2007-2008, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2008)
98. Flexibele rechtsvormen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.J. De Kluiver, prof. mr. D.F.M.M. Zaman, mr. J.M. Blanco Fernández, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. A.L. Mohr, mr. J.H.M. Willems, prof. mr. M. van Olffen (2008)
99. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2008-2009, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2009)
100. Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer. Verzameld en ingeleid door C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2009)

101. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009, Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht, A.H. Scheltema en M. Scheltema (2009)
102. Willems' wegen, Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems ter gelegenheid van zijn terugtreden als voorzitter van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam, onder redactie van mr. K.M. van Hassel en prof. mr. M.P. Nieuwe Weme (2010)
103. Mr. drs. B.J. de Jong, Schade door misleiding op de effectenmarkt (2010)
104. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2009-2010, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2010)
105. Geschillen in de vennootschap, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. M.W. Josephus Jitta, mr. P.D. Olden, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. C.J.M. Klaassen, prof. mr. M.J. Kroeze, prof. mr. M.W. den Boogert, mr. drs. A.R.J. Croiset van Uchelen, mr. P.N. Wakkie, prof. mr. J.H.M. Willems (2010)
106. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010, Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector, mr. C.W.M. Lieveerse, prof. mr. J.G.J. Rinkes (2010)
107. Mr. G.T.J. Hoff, Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (2011)
108. Mr. C.D.J. Bulten, De geschillenregeling ten gronde (2011)
109. Mr. H.J.M.M. van Boxel, Grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen naar Nederlands recht (2011)
110. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2010-2011, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2011)
111. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011, Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS, mr. F.G.B. Graaf en mr. R.A. Stegeman (2011)
112. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2011-2012, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2012)
113. Lustrumbundel Vereniging voor effectenrecht 2012, Gedurfde essays over financieel toezichtrecht (2012)
114. Relativering van rechtspersoonlijkheid, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. mr. M.J. Kroeze, mr. D.A.M.H.W. Strik, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. D.F. Lunsingh Scheurleer, mr. J.H. Lemstra (2012)
115. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2012-2013, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2013)
116. Mr. R.A. Wolf, De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV (2013)
117. Mr. J.J.M. van Mierlo, Medezeggenschap en de spanning tussen WOR en Ondernemingsrecht (2013)
118. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2013, Vijf jaar Wet op het financieel toezicht, dr. mr. E.P.M. Joosen en prof. mr. R.P. Raas (2013)
119. Mr. F.G. Laagland, De rol van Nederlandse werknemers(vertegenwoordigers) bij een grensoverschrijdende juridische fusie (2013)
120. Mr. J. Barneveld, Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (2014)
121. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2013-2014, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2014)
122. Mr. E.R. Roelofs, Grensoverschrijdende juridische splitsing van kapitaalvennootschappen (2014)
123. Prof. mr. B.J. de Jong, Modernisering van het NV-recht (2014)

124. Herstructurering van ondernemingen in financiële moeilijkheden, prof. mr. G. van Solinge, mr. A.J.P. Schild, prof. mr. H.M. Vletter-van Dort, mr. A.F.J.A. Leijten, prof. mr. J.J. van Hees, prof. mr. M. van Olffen, mr. P.J. van der Korst, mr. R.J. van Galen, mr. drs. J.L. Burggraaf, mr. P.N. Wakkie (2014)
125. Mr. T. Salemink, Uitkoop van minderheidsaandeelhouders (2014)
126. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2014, De bankenunie en vertrouwen in een goede afwikkeling, mr. G. Kastelein (2014)
127. Mr. M.B.F. Canisius, mr. R.E.H. Canisius, Uitkeringen aan aandeelhouders in het nieuwe BV-recht. (2015)
128. Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2015)
129. Mr. B. Kemp, Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering (2015)
130. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2015, MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten, prof. mr. D. Busch (2015)
131. Mr. S. Renssen, De turboliquidatie van de Besloten Vennootschap (2016)
- 132.-1Handboek notarieel ondernemingsrecht, B.V. en N.V., onder redactie van prof. mr. B. Bier, prof. mr. M. van Olffen, mr. dr. B. Snijder-Kuipers (2016)
- 132.-2Handboek notarieel ondernemingsrecht, vereniging, coöperatie en onderlinge waarborgmaatschappij, onder redactie van prof. mr. G.J.C. Rensen en mr. dr. B. Snijder-Kuipers (2019)
133. Marius geannoteerd, Opstellen aangeboden aan mr. M.W. Josephus Jitta, onder redactie van prof. mr. C.D.J. Bulten, mr. A.F.J.A. Leijten, mr. J. Fleming, mr. drs. L.H.M.A.A. Hennekens (2016)
134. Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. D. Strik en mr. D.J. Oranje (2016)
135. Nederland, het Delaware van Europa?, prof. mr. G. van Solinge, S. Smit, MEng, MBA, prof. dr. R.P.C.W.M. Brandsma, mr. C.J.C. de Brauw, mr. drs. Ch.E. Honée, prof. dr. J.A. van Manen, prof. mr. J.M. van Slooten, prof. mr. P.M. Veder, prof. mr. H.-J. de Kluiver, prof. mr. C.W.M. Lieverse, prof. mr. M. van Olffen, mr. P.N. Wakkie (2016)
136. Mr. J.H.L. Beckers, De acting in concert-regeling inzake het verplicht bod op effecten (2016)
137. Modernisering personenvennootschappen, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. W.J.M. van Veen, prof. mr. H.-J. de Kluiver, prof. mr. I.S. Wuisman, prof. mr. B.F. Assink, prof. dr. S. Perrick, prof. dr. S. Stevens, prof. mr. H.E. Boschma, prof. mr. J.B. Huizink (2016)
138. Preadviezen voor de Vereniging voor Financieel Recht 2017, Market Abuse Regulation: van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland, prof. mr. F.G.H. Kristen, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. drs. N. Lemmers (2017)
139. Mr. S.E. van der Waals, De optimale rechtsvorm voor de samenwerking in het beroep. Confectie of maatpak? (2017)
140. Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Nadere terreinverkenning in een uitdijend rechtsgebied, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge, mr. drs. J. van Bakkum, mr. N. Kreileman en mr. B. Schuijling (2017)
141. Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2016-2017, onder redactie van mr. Y. Borrius, mr. M. Holtzer, mr. D.J. Oranje en prof. mr. drs. I.S. Wuisman (2017)
142. Vitale vennootschappen in veilige handen, *Een wetenschappelijk onderzoek in opdracht van het WODC naar de wijze waarop (buitenlands) aandeelhouderschap gevolgen kan hebben voor de nationale veiligheid*, prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. mr. B.J. de Jong, mr. E.J. Breukink, mr. A. Jettinghoff (2017)

143. Mr. C.J.C. de Brauw, Overnames van beursvennootschappen. *Beschouwingen over de vennootschapsrechtelijke, financieeltoezichtrechtelijke, contractuele en praktische aspecten van beursovernames* (2017)
144. Mr. G.P. Oosterhoff, Belang zonder aandeel en aandeel zonder belang. (2017)
145. Mr. drs. R.M. Hermans, Het onderzoek in de enquêteprocedure. (2017)
146. Lustrumbundel Vereniging voor Financieel Recht 2017, Een kapitaalmarktunie voor Europa (2017)
147. Mr. R.A.F. Timmermans, Bescherming van beursvennootschappen door uitgifte van preferente aandelen (2018)
148. 50 jaar Van der Heijden Instituut (1966-2016), prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. C.J.H. Jansen, prof. mr. J.B.S. Hijink, prof. mr. B.J. de Jong, mr. M. Meinema, prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. dr. K. Geens, prof. dr. K. Wyckaert (2017)
149. Mr. P.H.N. Quist, Conversie en aandelen (2018)
150. Vertrouwen in het ondernemingsrecht en het financiële recht. *Liber amicorum voor prof. mr. S.C.J.J. Kortmann*, onder redactie van prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme en mr. N.S.G.J. Vermunt (2017)
151. Toezicht, prof. mr. G. van Solinge, B. van der Veer RA, mr. H.H. Kersten, dr. F.J.G.M. Cremers, mr. E. Schmieman, prof. mr. F.G. Laagland, prof. mr. S.H.M.A. Dumoulin, prof. mr. J.B.S. Hijink, mr. D.J.F.F.M. Duynstee, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers, prof. mr. C.D.J. Bulten & prof. mr. drs. B.J. de Jong (2018)
152. Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2017-2018, onder redactie van mr. Y. Borrius, prof. mr. drs. I.S. Wuisman, mr. drs. A.R.J. Croiset van Uchelen, prof. mr. B. Bier, mr. drs. A.J. Wolfs, mr. dr. E.C.H.J. Lokin (2018)
153. K. Spruitenburg, De enquêtegerechtigden bij de NV en de BV. *Een onderzoek naar de toegang tot het enquêterecht bij de NV en de BV* (2018)
154. Vereniging Jaarrekeningenrecht. *Bundel 2016-2018 – Doorwerking van formele aspecten van het jaarrekeningenrecht in het ondernemingsrecht*, onder redactie van prof. mr. J.B.S. Hijink, mr. drs. L. in 't Veld, mr. drs. J.F. Garvelink, dr. C.J.A. van Geffen, mr. S.A.G. Hoogeveen en prof. dr. mr. P.M. van der Zanden RA (2018)
155. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2018, Rechterlijke toetsing van besluiten en handelingen van de AFM en DNB: trends en analyses, mr. drs. S.M.C. Nuijten en mr. dr. R. Stijnen, (2018)
156. C.H.A. van Oostrum, Regres bij concernfinanciering (2019)
157. Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2018-2019, onder redactie van mr. Y. Borrius, prof. mr. drs. I.S. Wuisman, mr. drs. A.R.J. Croiset van Uchelen, prof. mr. B. Bier, mr. drs. A.J. Wolfs, Prof. mr. E.C.H.J. Lokin (2019)
158. R.P. Jager, De concern(genoten)enquête. *Naar huidig en wenselijk recht* (2019)
159. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2019, The UBO in Europe. *Definition and registration in European countries*, Mr. dr. B. Snijder-Kuipers (2019)
160. C.F. Perquin-Deelen, Biases in de boardroom en de raadkamer. *Een juridische en filosofische analyse van de bestuurlijke taakuitoefening en rechterlijke beoordeling, mede aan de hand van een empirische studie* (2019)
161. Diversiteit. *Een multidisciplinaire terreinverkenning*, prof. mr. C.D.J. Bulten, mr. drs. C.F. Perquin-Deelen, mr. M.H.C. Sinninghe Damsté, mr. K.J. Bakker (2020)
162. K.A.M. van Vught, Het besluit van de rechtspersoon (2020)
163. S.C.E.F. Moulen Janssen, De positie van aandeelhouders bij preventieve herstructureringen. *In het bijzonder onder de Wet homologatie onderhands akkoord* (2020)

Het Van der Heijden Instituut werd in 1966 door prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. mr. J.M.M. Maeijer opgericht als studiecentrum voor rechts- personen- en vennootschapsrecht. Het heeft ten doel om, in de lijn van een indertijd te Nijmegen door prof. mr. E.J.J. van der Heijden gevestigde traditie, op alle mogelijke wijzen bij te dragen tot de ontwikkeling en verdieping van deze onderdelen van het privaatrecht. Het Van der Heijden Instituut is onderdeel van het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid, Radboud Universiteit Nijmegen. Het OO&R is een samenwerkingsverband van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Radboud Universiteit te Nijmegen en AEGON, Akzo Nobel, Allen & Overy, APG Asset Management, De Brauw Blackstone Westbroek, Clifford Chance, Eumedion, Freshfields Bruckhaus Deringer, Houthoff, ING Bank, Loyens & Loeff, NautaDutilh, De Nederlandsche Bank, Pels Rijcken & Droogleever Fortuijn, Rabobank en Stibbe. In de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut verschijnen monografieën, proefschriften, congresbundels en uitkomsten van onderzoek naar de werking van regelgeving op het aangegeven onderzoeks-terrein.

Tevens verschijnen in deze Serie publicaties van de Vereniging voor Financieel Recht, de Vereniging Jaarrekeningenrecht en Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation.

De wetenschappelijke leiding van het Van der Heijden Instituut en de redactie van de Serie zijn in handen van prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, prof. mr. C.D.J. Bulten en prof. mr. J.B.S. Hijink.

www.wolterskluwer.nl



verkrijgbaar als e-book
www.wolterskluwer.nl/e-books



9 789013 158670



Wolters Kluwer