

# DWARSLIGGENDE AANDEELHOUDERS

## Aandeelhouders en een vennootschap in financieel zwaar weer

Sophie Moulen Janssen\*

Aandeelhouders mogen hun stemrecht in beginsel naar eigen inzicht uitoefenen. Dit kan problemen opleveren wanneer een vennootschap haar schulden moet herstructureren om een faillissement af te wenden. Deze amuse vangt aan met een casus die een aantal van die problemen blootlegt. Vervolgens komen rechtspraak en wetsvoorstellen aan bod waarin de vrijheid van aandeelhouders om hun stemrecht naar eigen inzicht uit te oefenen, aan banden wordt gelegd.

### Aandeelhoudersrechten en een naderend faillissement: een casus

Acceleratie BV houdt zich bezig met het produceren van auto-onderdelen. Een aantal schandalen in de autosector heeft ook Acceleratie in financieel zwaar weer gebracht. De vennootschap moet drastisch herstructureren om een faillissement af te wenden. Om dit te bereiken, wil het bestuur nieuwe aandelen uitgeven aan de belangrijkste schuldeisers van Acceleratie. Deze schuldeisers zijn bereid een deel van hun vordering op de vennootschap om te ruilen voor aandelen in de vennootschap. Deze *debt for equity swap* vermindert de schuldenlast van Acceleratie en versterkt het eigen vermogen. Tezamen met andere plannen, zoals het verplaatsen van fabrieken naar Azië en het verlengen van betalingstermijnen, zou het dreigende faillissement van Acceleratie kunnen worden voorkomen.

Een nipte meerderheid van de aandeelhouders spreekt zich echter tegen de voorgestelde herstructurering uit. Daarmee staat het bestuur van Acceleratie voor een probleem: het uitgeven van aandelen vereist een besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 2:206 BW). Bovendien hebben de aandeelhouders een voorkeursrecht bij de uitgifte van nieuwe aandelen (art. 2:206a BW). De zittende aandeelhouders mogen de nieuwe aandelen kopen naar evenredigheid van hun huidige aandelenbelang. (Tijdelijke) uitsluiting van het voorkeursrecht is mogelijk, maar ook dat behoeft een besluit van de algemene vergadering (art. 2:206a lid 1 BW).

Het is niet vreemd dat de aandeelhouders van Acceleratie gekant zijn tegen de *debt for equity swap*. Zeker het uitsluiten van het voorkeursrecht heeft voor de aandeelhouders grote gevolgen. Hun aandelenbelang daalt namelijk aanzienlijk bij de

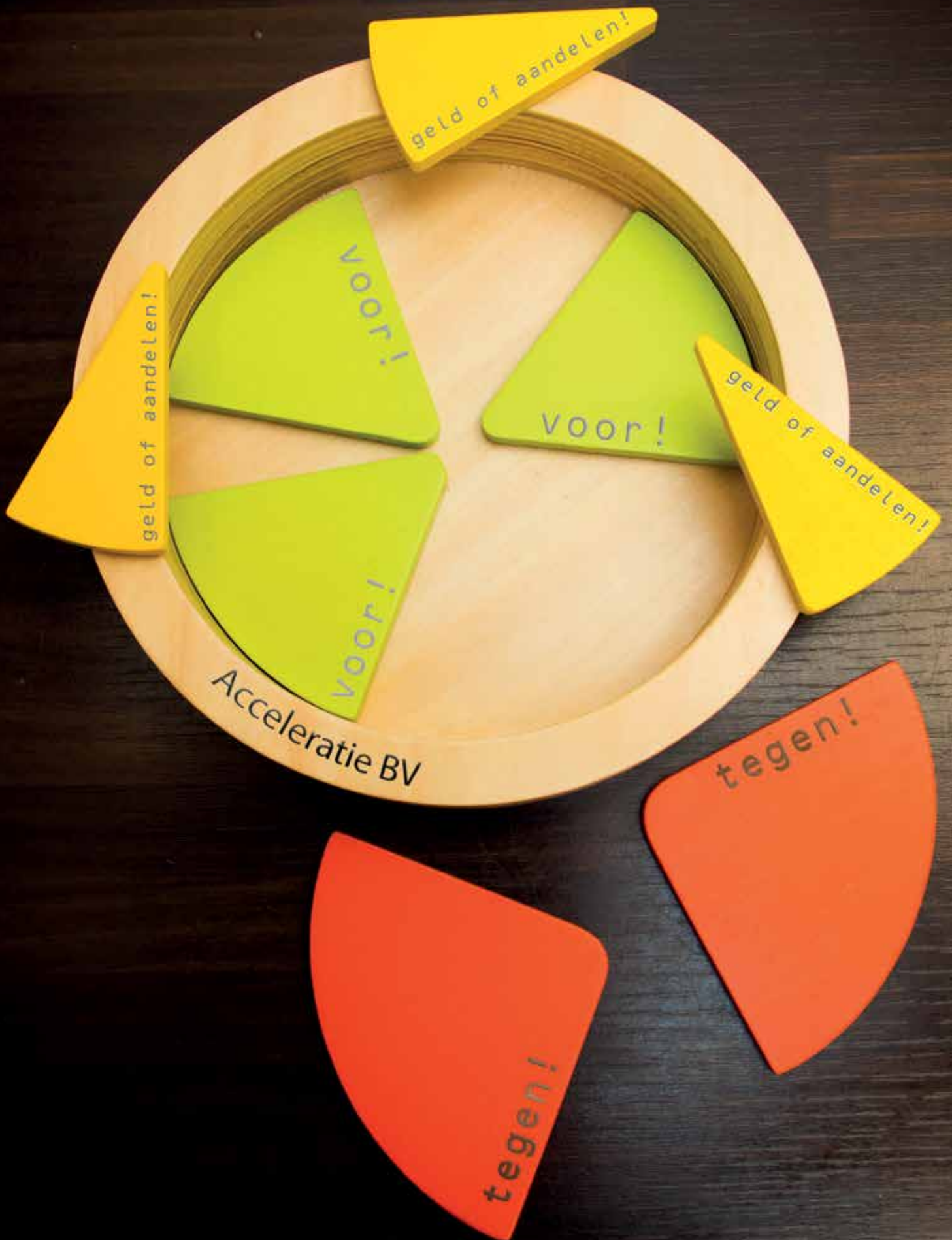
uitgifte van nieuwe aandelen. Als gevolg hiervan hebben de aandeelhouders minder zeggenschap in de vennootschap en ontvangen zij minder dividend. Nu ondersteunen decennia-oude arresten zelfzuchtig handelen van aandeelhouders: in beginsel mag een aandeelhouder zijn stemrecht geheel naar eigen inzicht uitoefenen.<sup>1</sup> Hij mag zich dus door zijn eigen belang laten leiden en het herstructureringsplan wegstemmen. De woorden 'in beginsel' verraden dat er toch grenzen zijn aan het handelen van aandeelhouders. Waar liggen die grenzen in de geschetste casus? Wanneer mogen aandeelhouders een herstructurering niet meer tegenhouden? In deze amuse komen zowel de huidige grens als de enigszins afwijkende grens die door wetsvoorstellen (Wet Continuïteit Ondernemingen II en een richtlijn inzake herstructureringsprocedures) wordt geformuleerd, aan bod.

### Huidige grens: noodzaakfinanciering

De rechtspraak stelt grenzen ten aanzien van aandeelhouders die tegen een aandelenuitgifte en/of een uitsluiting van het voorkeursrecht stemmen.<sup>2</sup> In uitzonderlijke situaties mag aan de tegenstem van aandeelhouders voorbijgegaan worden. Voor deze figuur van noodzaakfinanciering gelden drie cumulatieve vereisten.<sup>3</sup> Allereerst is vereist dat de extra financiering (in de vorm van nieuwe aandelen) noodzakelijk is gelet op de continuïteit van de vennootschap. Financiering is noodzakelijk indien de vennootschap anders waarschijnlijk failliet gaat. Het tweede vereiste is dat geen reëel alternatief voorhanden is. Aandeelhouders mogen daarbij niet buitenproportioneel benadeeld worden. Tot slot moet sprake zijn van een impasse binnen de algemene

\* Mr. S.C.E.F. Moulen Janssen is promovenda en docente Ondernemingsrecht aan de Radboud Universiteit te Nijmegen. Deze bijdrage is afgerond op 24 juli 2017.

- 1 HR 30 juni 1944, ECLI:NL:HR:1944:BG9449, NJ 1944/465 (*Wenex*), HR 13 november 1959, ECLI:NL:HR:1959:AG2043, NJ 1960/472, m.nt. H.E. Bröring (*Melchers*) en HR 19 februari 1960, ECLI:NL:HR:1960:AG2044, NJ 1960/473, m.nt. H.E. Bröring (*Aurora*).
- 2 HR 25 februari 2011, ECLI:NL:HR:2011:BO7067, JOR 2011/115, m.nt. A. Doorman (*Inter Access*) en Hof Amsterdam (OK) 25 mei 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BO7369, JOR 2011/288, m.nt. A. Doorman (*Rhodes*) zien op zowel de aandelenuitgifte als het passeren van het voorkeursrecht. Zie verder Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-11a 2013/131 voor een overzicht met jurisprudentie over noodzaakfinanciering.
- 3 Zie o.m. W.J. Slagter/B.F. Assink, *Compendium Ondernemingsrecht* (Deel 1), Deventer: Kluwer 2013, § 34 en B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: De positie en rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering* (Serie Van der Heijden deel 129), Deventer: Wolters Kluwer 2015, par. 10.6.1.



vergadering van aandeelhouders waardoor geen besluiten genomen kunnen worden. Alleen een ingrijpen van de rechter, de Ondernemingskamer of de voorzieningenrechter, kan de impasse doorbreken. De redelijkheid en billijkheid (art. 2:8/6:248 lid 2 BW) en het belang van de vennootschap rechtvaardigen dat de rechter aandeelhoudersrechten opzijzet.

De rechter kan door middel van verschillende voorlopige voorzieningen één of meerdere tegenstemmende aandeelhouders buiten spel zetten. Denkbaar is het schorsen van het stemrecht van de tegenstemmende aandeelhouders of het overdragen van de bevoegdheid om te besluiten over de aandelenuitgifte en het uitsluiten van het voorkeursrecht aan het bestuur.<sup>4</sup> Het besluit tot aandelenuitgifte en uitsluiting van het voorkeursrecht kan vervolgens zonder de tegenstemmende aandeelhouders worden genomen, zodat de schuldeisers van Acceleratie de aandelen kunnen verkrijgen. De slechte financiële situatie is dan hopelijk verbeterd.

### Andere, toekomstige grens: Wet Continuïteit Ondernemingen II

Tot op heden vormen de in de rechtspraak ontwikkelde criteria voor noodzaakfinanciering de grens voor het handelen van aandeelhouders bij een vennootschap in financieel zwaar weer. Een andere grens dient zich aan in de Wet Continuïteit Ondernemingen II (WCO II).<sup>5</sup> WCO II faciliteert een herstructurering van schulden door middel van een (dwang)akkoord tussen de onderneming en haar schuldeisers en/of haar aandeelhouders.<sup>6</sup> Vorderingen van schuldeisers én aandeelhoudersrechten kunnen in eenzelfde akkoordprocedure worden betrokken en gewijzigd.<sup>7</sup> Dit houdt in dat bijvoorbeeld kan worden afgesproken dat schuldeisers slechts een bepaald percentage van hun vorderingen volstaan krijgen of, zoals het bestuur van Acceleratie ook wil, dat de betalingstermijnen worden verlengd. Daarnaast verruimt WCO II de mogelijkheden om aandeelhoudersrechten te wijzigen of zelfs opzij te zetten. De procedure ziet niet enkel op de uitgifte van nieuwe aandelen en het uitsluiten van het voorkeursrecht. Ook andere aandeelhoudersrechten, zoals het recht op winst/liquidatiesaldo, kunnen worden aangetast.<sup>8</sup>

Gelet op het hiervoor genoemde uitgangspunt dat een aandeelhouder zelfzuchtig mag handelen alsook de noodzaakfinancieringsgrens, ligt het in de rede dat een akkoord pas kan worden aangeboden wanneer het faillissement (de insolventie) van de vennootschap voorzienbaar is. Onder het concept WCO II uit 2014 mag het bestuur echter een akkoord aanbieden zonder dat sprake hoeft te zijn van financiële nood.<sup>9</sup> Wanneer daarentegen een schuldeiser een akkoord aanbiedt, moet hij voorzien dat de vennootschap niet zal kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.<sup>10</sup>

Schuldeisers en aandeelhouders die door het akkoord worden geraakt, stemmen over het akkoord.<sup>11</sup> De stemming door de aandeelhouders komt in de plaats van de normaliter onder het vennootschapsrecht vereiste besluiten van de algemene vergadering. Het wetsvoorstel schrijft een gewone stem-

meerderheid voor die ten minste twee-derde van het (stemmende) geplaatst kapitaal vertegenwoordigt. Wordt de stemmeerderheid niet behaald, dan kunnen de tegenstemmende aandeelhouders alsnog gebonden worden aan het akkoord.<sup>12</sup> De rechter toetst of de aandeelhouders in redelijkheid niet mochten tegenstemmen, meer precies of de aandeelhouders onder het akkoord een hogere uitkering (of een even hoge uitkering) ontvangen dan in bij liquidatie (het faillissement) van de vennootschap.<sup>13</sup> Dit heet de *best interest test*: zijn de aandeelhouders slechter af met of zonder het akkoord? Zijn de aandeelhouders niet slechter af, dan mogen zij een akkoord niet dwarsbomen. De grens voor zelfzuchtig handelen van aandeelhouders is dan bereikt. Nu zullen aandeelhouders doorgaans niet slechter af zijn met een akkoord. In een faillissement zijn de aandeelhouders de hekkensluiters, dat wil zeggen dat zij onderaan de lijst staan mocht enig vermogen resteren.<sup>14</sup> In het overgrote deel van de faillissementen ontvangen de aandeelhouders niets; zij zijn *out of the money*. Het is dan ook niet gerechtvaardigd dat zij een akkoord kunnen tegenhouden, met als gevolg dat de vennootschap failliet gaat. De memorie van toelichting bij WCO II spreekt beeldend over het 'voorkomen dat aandeelhouders, daartoe slechts gedreven door een "perverse prikkel" in plaats van door een zakelijke reden, een herstructurering kunnen blokkeren'.<sup>15</sup> De perverse prikkel bestaat omdat aandeelhouders niets meer te verliezen hebben, maar aan de andere kant wel profiteren wanneer de onderneming met behulp van de schuldeisers weer winstgevend wordt en de waarde van de aandelen stijgt.

## Het bestuur van een vennootschap in financiële moeilijkheden krijgt meer mogelijkheden om voorbij te gaan aan de stem van dwarsliggende aandeelhouders én kan vorderingen van schuldeisers wijzigen

### Tot slot

Het duurt wel nog even voordat WCO II in werking is getreden. De verwachting is dat in het najaar van 2017 een nieuw concept WCO II wordt gepresenteerd. Dit heeft onder meer te maken met samenlopende Europese ontwikkelingen. De Europese Commissie kwam eind 2016 met een richtlijnvoorstel inzake herstructureringsprocedures.<sup>16</sup> Het bevat minimumnormen voor een akkoordprocedure, waar de hierboven genoemde *best interest test* één van is.<sup>17</sup> Het is in ieder geval duidelijk dat het bestuur van een vennootschap in financiële moeilijkheden meer mogelijkheden krijgt om voorbij te gaan aan de stem van dwarsliggende aandeelhouders én vorderingen van schuldeisers kan wijzigen. Onder WCO II zou het bestuur van Acceleratie daardoor gemakkelijker kunnen herstructureren.

- 4 Een andere mogelijkheid is bijvoorbeeld het buiten werking stellen van statutaire versterkte stemmeerderheden, wanneer met een simpele stemmeerderheid de besluiten wel genomen kunnen worden.
- 5 De concept-regeling en de memorie van toelichting uit 2014 zijn te raadplegen via [www.internetconsultatie.nl/wco2/details](http://www.internetconsultatie.nl/wco2/details). De mogelijkheid van noodzaakfinanciering blijft bestaan.
- 6 Zie uitvoeriger N.W.A. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord*, Deventer: Wolters Kluwer 2016.
- 7 Het akkoord kan, afgezien van de algemeenverbindendverklaring, geheel buitengerechtelijk tot stand komen.
- 8 Zie onder meer G. te Winkel, 'WCO II en de positie van de aandeelhouders', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016* (Serie Van der Heijden Instituut deel 134), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 279-290.
- 9 Art. 368 lid 1 concept WCO II.
- 10 Art. 368 lid 2 concept WCO II.
- 11 Aandeelhouders en schuldeisers worden in verschillende stemklassen ingedeeld, een verdere onderverdeling is mogelijk gelet op hun verschillende rechten en vorderingen (art. 369 concept WCO II). De klassenindeling laat ik hier buiten beschouwing.
- 12 Art. 373 concept WCO II.
- 13 Eenzelfde test geldt voor tegenstemmende klassen van schuldeisers. De concept-regeling uit 2014 gaat ervan uit dat de vereffening van de vennootschap het enige alternatief is van het akkoord (art. 373 lid 2 concept WCO II). Verkoop van de onderneming going concern is echter ook een alternatief. Zie M.L. Lennarts, 'De WCO II: solide basis voor herstructureringen of voer voor litigation?', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2014-2015* (Serie Van der Heijden Instituut deel 128), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 284.
- 14 G.T.J. Hoff, 'De aandeelhouder als schuldeiser: een ongenode gast', in: I. Spinath, J.E. Stadig & M. Windt (red.), *Curator en Crediteuren* (Insolad Jaarboek 2009), Deventer: Kluwer 2009, p. 22.
- 15 Memorie van toelichting concept WCO II 2014, p. 51.
- 16 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.
- 17 Overweging 29 richtlijnvoorstel.