

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

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 in werking 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 herstructurerings: 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	Insolventie criterium: 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 herstructurerings:		
	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 herstructurerings:		
	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 herstructureringsprocedures in 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 solvente 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.