

Ministerie van Veiligheid en Justitie  
T.a.v. de Minister van Veiligheid en Justitie  
De heer mr. I.W. Opstelten  
Postbus 20301  
2500 EH DEN HAAG

Den Haag, 5 november 2014

Kenmerk: B14.33  
Betreft: Consultatie voorontwerp Wet continuïteit ondernemingen II

Geachte heer Opstelten,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op het consultatiedocument d.d. 14 augustus 2014 betreffende het voorontwerp van de Wet continuïteit ondernemingen II (hierna: het voorontwerp). Het voorontwerp bevat een in de Faillissementswet op te nemen regeling op basis waarvan de rechtbank *buiten faillissement* een akkoord algemeen verbindend kan verklaren dat een onderneming met de meerderheid van haar schuldeisers en aandeelhouders ter sanering van haar schulden heeft bereikt (het zogenoemde 'dwangakkoord').

Daarmee is het een onderdeel van de tweede pijler van het veel omvattende herzieningsprogramma voor de Nederlandse faillissementswetgeving. Deze pijler beoogt onnodige faillissementen zoveel mogelijk te voorkomen door ondernemingen met dreigende betalingsproblemen te stimuleren die problemen vroegtijdig te adresseren en reorganisatie en herstructurering buiten faillissement te faciliteren.<sup>1</sup> Het voorontwerp houdt verband met de aanbeveling van de Europese Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie.<sup>2</sup> De in Engeland en Wales bestaande procedure van het zogeheten *scheme of arrangement* en *Chapter 11* van de United States Bankruptcy Code hebben inspiratie geboden voor het voorontwerp.<sup>3</sup>

## 1. Relevantie

Bij de beoordeling van voorgenomen wetgeving stelt Eumedion zich allereerst de vraag of de regeling wezenlijk relevant voor institutionele beleggers die aandelen houden in Nederlandse

---

<sup>1</sup> Conceptmemorie van toelichting, p. 1.

<sup>2</sup> C(2014) 1500 final.

<sup>3</sup> Conceptmemorie van toelichting p. 11.

beursvennootschappen. Deze vraag is voor onderhavig voorontwerp eenvoudig te beantwoorden. Het wetsvoorstel kent een brede werkingsfeer en is in beginsel van toepassing op alle Nederlandse rechtspersonen, en dus ook op statutair in Nederland gevestigde vennootschappen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een geregementeerde markt (hierna: beursvennootschappen). Faillissementen zijn bovendien aan Nederlandse beursvennootschappen in de voorbije jaren bepaald niet voorbij gegaan. De geruchtmakende faillissementen van KPN Qwest, Van der Moolen Holding, LCI Technology Group, Innoconcepts en Landis Groep liggen vele institutionele aandeelhouders nog vers in het geheugen.

Daar komt bij dat het bij beursvennootschappen regelmatig voorkomt dat problematische schulden van een onderneming met behulp van aandeelhouders worden gesaneerd en tot beheersbare proporties teruggebracht. Dit is bijvoorbeeld de afgelopen jaren het geval geweest bij Ballast Nedam, Grontmij, KPN, NSI, Royal Imtech en SBM Offshore. Van een eventuele “perverse prikkel” bij aandeelhouders om niet mee te werken aan een herstructurering lijkt in de praktijk van beursvennootschappen derhalve geen sprake te zijn.<sup>4</sup> Dit alles roept niet alleen de vraag op of het voorontwerp voor beursvennootschappen wel echt nodig is, maar maakt ook duidelijk dat het voorontwerp in beginsel relevant is voor Eumedion.

## **2. Algemeen**

Eumedion onderschrijft de doelstelling om ondernemingen met problematische schulden, die op zichzelf economisch levensvatbaar zijn, een efficiënte en een met voldoende waarborgen omklede procedure te bieden om schulden te saneren en tot aanvaardbare proporties terug te brengen.<sup>5</sup> Onder het huidige recht kunnen schuldeisers er niet toe worden verplicht hun medewerking te verlenen aan een redelijk akkoord om een faillissement van een onderneming te voorkomen, ook niet wanneer dat akkoord door een meerderheid van de schuldeisers wordt gesteund. De mogelijkheden om op grond van 3:13 BW (misbruik van bevoegdheid) medewerking aan het akkoord te vorderen zijn in het huidige recht zeer beperkt.<sup>6</sup> Eumedion acht het onwenselijk dat één onwillige schuldeiser of aandeelhouder een akkoord op onredelijke gronden kan dwarsbomen en daarmee een herstructurering buiten faillissement van een levensbare onderneming kan frustreren.

Bij een onnodig faillissement zullen weinig bij de onderneming betrokken stakeholders belang hebben, en aandeelhouders – die bij een faillissement helemaal achterin de rij staan voor de achtergebleven boedel – al helemaal niet. Eumedion steunt daarom het voornemen om een wettelijke regeling voor het dwangakkoord te treffen. Daarbij maakt Eumedion wel de algemene opmerking dat het zich lastig laat voorstellen dat bij een Nederlandse beursvennootschap een enkele aandeelhouder het in zijn macht zou hebben om een dwangakkoord te frustreren.

Hieronder zullen wij ons specifieke commentaar op onderdelen van de in het voorontwerp vervatte regeling en de toelichting daarop nader toelichten.

---

<sup>4</sup> Zie anders conceptmemorie van toelichting p. 17 en 51.

<sup>5</sup> Conceptmemorie van toelichting p. 2.

<sup>6</sup> Hoge Raad, 12 augustus 2005, NJ 2006/230 (Payroll).

### 3. Opportuniteit van een dwangakkoord

Een dwangakkoord kan potentieel zeer ingrijpend zijn voor kapitaalverschaffers. Schuldeisers, die buiten faillissement in beginsel aanspraak maken op volledige voldoening van hun vordering, kunnen als gevolg van het dwangakkoord hun vordering niet of slechts gedeeltelijk voldaan zien.

Aandeelhouders kunnen geconfronteerd worden met een verwatering van hun aandelen of verschuiving van zeggenschapsverhoudingen zonder dat zij bij de besluitvorming zijn betrokken. Zij kunnen ook gedwongen worden afstand te doen van hun voorkeursrecht bij de uitgifte van nieuwe aandelen.

Deze verre gaande aantasting van rechten van schuldeisers of aandeelhouders valt alleen te rechtvaardigen als de beperkingen werkelijk en afzonderlijk noodzakelijk zijn om de problematische schuldpositie te verlichten en de continuïteit van de onderneming te garanderen. Met andere woorden: een akkoord zou alleen dienen te worden aangeboden en tot stand te komen wanneer de onderneming zich in zodanige omstandigheden bevindt dat deze haar opeisbare schulden niet meer dreigt te kunnen betalen en dus op faillissement afstevent.

#### *Noodzaakcriterium*

Dit 'noodzaakcriterium' van problematische schulden die het voortbestaan van de onderneming in de weg staan, is ook terug te vinden in de jurisprudentie van de Hoge Raad over gedwongen medewerking van aandeelhouders aan noodfinanciering en wordt ook in de concepttoelichting op diverse plaatsen genoemd.<sup>7</sup> Opmerkelijk genoeg is bedoeld noodzaakcriterium niet als voorwaarde opgenomen in conceptartikel 368 lid 1 Fw waarin aan de schuldenaar de bevoegdheid wordt toegekend om een dwangakkoord te initiëren.<sup>8</sup>

Eumedion vindt dit een grote ommissie. Het voorontwerp lijkt daarmee niet alleen aanzienlijk verder te gaan dan de bestaande jurisprudentie, maar herbergt ook een aanzienlijk risico op te ruimhartig en oneigenlijk gebruik van de figuur van het dwangakkoord. Bepaald niet uit te sluiten valt dat schuldeisers en aandeelhouders door de onderneming en haar adviseurs ingevolge conceptartikel 368 lid 1 Fw onder druk worden gezet om een beperking van hun wettelijke, statutaire of verbintenisrechtelijke rechten te aanvaarden zonder dat er werkelijk sprake is van een financiële noodsituatie die dergelijke draconische maatregelen zou rechtvaardigen. Dit zou tot onnodige onrust onder kapitaalverschaffers kunnen leiden.

Natuurlijk zouden schuldeisers respectievelijk aandeelhouders in een dergelijk geval tegen het akkoord kunnen stemmen.<sup>9</sup> Maar ook indien het akkoord wordt verworpen, omdat er bijvoorbeeld geen versterkte meerderheid is onder de aan de stemming deelnemende klasse van aandeelhouders, kan het akkoord toch algemeen verbindend worden verklaard indien de rechter desverzocht oordeelt dat de stemmende aandeelhouders niet in redelijkheid tot afwijzing hebben kunnen komen (conceptartikel 373 lid 2 en lid 3 Fw).

---

<sup>7</sup> HR 19 oktober 2001, NJ 2002/92 (Skygate); HR 25 februari 2011, NJ 2011/335 (Inter Access).

<sup>8</sup> Er is slechts algemeen bepaald dat een rechtspersoon 'ter herstructurering van schulden' bevoegd is een akkoord aan te bieden aan zijn schuldeisers alsmede aan zijn aandeelhouders dat voorziet in een wijziging van hun rechten.

<sup>9</sup> Conceptartikel 372 Fw.

Klip en klaar moet het voor kapitaalverschaffers zijn wat de *trigger* kan vormen voor een onderneming om een dwangakkoord voor te stellen. Eumedion geeft het ministerie daarom dringend in overweging conceptartikel 368 lid 1 Fw aan te vullen en een noodzaakcriterium te verbinden aan de bevoegdheid van de schuldenaar om een dwangakkoord te initiëren, zoals in het voorontwerp reeds is bepaald voor situaties waarin een of meerdere schuldeisers een dergelijk initiatief wensen te nemen (conceptartikel 368 lid 2 Fw). Voorts zou conceptartikel 370 lid 2 of lid 3 Fw dienen te worden aangevuld door te bepalen dat in het voorstel voor het dwangakkoord wordt onderbouwd dat de schuld- en/of liquiditeitspositie van de onderneming zodanig is dat de onderneming op een faillissement afstevent. Ook zou de rechter op grond van conceptartikel 373 Fw aan het noodzaakcriterium moeten kunnen toetsen bij de beoordeling van een verzoek om algemeenverbindendverklaring.

### *Continuïteitsplan*

Wat slechts beperkt in de wettekst tot uitdrukking is gebracht, is dat de onderneming waarop het dwangakkoord betrekking heeft in de kern 'levensvatbaar' dient te zijn. Er dient slechts *een plan* te worden overlegd waarin wordt uiteengezet op welke wijze de onderneming *beoogt* de continuïteit te verzekeren.<sup>10</sup> Materiële eisen aan de inhoud van het plan worden niet gesteld.

Schuldeisers en aandeelhouders zullen bij hun beoordeling van de noodzaak en de wenselijkheid van het dwangakkoord zich evenwel een gedegen beeld moeten kunnen vormen waaruit zij het vertrouwen kunnen ontlenuen dat de onderneming na de effectuering van het dwangakkoord wel een goede toekomst tegemoet kan gaan. Dit is niet enkel een financiële afweging. Er is daarvoor bijvoorbeeld ook inzicht nodig in de kwaliteit van het bestuur en het toezicht binnen de onderneming na uitvoering van het akkoord. Men kan zich indenken dat wanneer een onderneming door het beleid van een bestuur, onder toezicht van de raad van commissarissen, zodanig in de problemen is geraakt dat een dwangakkoord uitweg moet bieden, wezenlijke mutaties in het bestuur en in de raad van commissarissen en wellicht in andere sleutelfuncties voor de hand liggen. Schuldeisers en aandeelhouders zullen, in het bijzonder bij zwaardere gevallen van verwijtbaarheid, ook willen weten of de onderneming bereid is (gewezen) bestuurders aansprakelijk te stellen vanwege onbehoorlijk bestuur en/of – met de 'Estro-casus' in gedachten – aanleiding ziet om eerder toegekende of uitbetaalde bonussen te matigen of terug te vorderen.

Eumedion geeft daarom in overweging het continuïteitsplan, gehecht aan het dwangakkoord (conceptartikel 370 lid 3 sub a Fw), specifiekere vorm te geven in het definitieve wetsvoorstel, waarin in elk geval zou dienen te worden ingegaan op:

- (i) de beoogde samenstelling van het bestuur en van de raad van commissarissen na uitvoering van het akkoord;
- (ii) eventuele aansprakelijkheidstelling vanwege onbehoorlijk bestuur van gewezen bestuurders en/of commissarissen;
- (iii) de variabele beloningen die aan bestuurders zijn toegekend of uitgekeerd in de twee jaren voorafgaand aan het akkoord en de eventuele voornemens om deze aan te passen respectievelijk terug te vorderen.

---

<sup>10</sup> Conceptartikel 370 lid 3 sub a Fw.

#### *Gegevens betreffende de financiële situatie*

Verder zou het voorstel voor een akkoord in alle gevallen een actuele (tussentijdse) balans en winst- en verliesrekening moeten bevatten, en niet slechts wanneer de onderneming dat (in al haar wijsheid) nodig acht zoals thans bepaald in het voorontwerp.<sup>11</sup> Deze tussentijdse balans of winst- en verliesrekening dient door een externe accountant of onafhankelijke derde ten minste te zijn *gereviewed*.

Met deze aanvullingen van het voorontwerp wordt beter gewaarborgd dat minderheden van aandeelhouders of schuldeisers niet zullen worden geconfronteerd met dwangakkoorden die op 'willekeurige, onzakelijke of anderszins oneigenlijke gronden' worden geïnitieerd.<sup>12</sup>

#### **4. Doelmatigheid beperking van rechten**

Het doel van een dwangakkoord is, als gezegd, het saneren van problematische schulden van een onderneming die op zichzelf economisch levensvatbaar is. De beperkingen van de rechten van schuldeisers of aandeelhouders, vervat in het akkoord, zouden dan specifiek op dat noodfinancieringsdoel gericht moeten zijn. Bezieet men in het voorontwerp de inhoudelijke elementen die een dwangakkoord kan omvatten, dan lijkt het aspect van *doelmatigheid* te zijn ondergesneeuwd.

In het voorontwerp wordt een waaier van beperkingen van rechten van schuldeisers en aandeelhouders gepresenteerd die een dwangakkoord zou kunnen omvatten.<sup>13</sup> Voor schuldeisers zal die beperking vaak inhouden dat zij ermee instemmen dat een gedeelte van de vordering die zij op de schuldenaar hebben door hem later wordt voldaan of dat de schuldeisers in plaats van de terugbetaling van hun vordering een deelneming krijgen in het kapitaal. Voor aandeelhouders zal de beperking kunnen inhouden dat de beslissing tot het aantrekken van nieuw kapitaal en/of een statutenwijziging zonder medewerking van de algemene vergadering wordt genomen. Ook kan het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders worden uitgesloten bij de uitgifte van nieuwe aandelen aan bijvoorbeeld de verstrekker van nieuw kapitaal.

Wat in het voorontwerp lijkt te ontbreken, is echter dat de voorgestelde beperkingen van rechten in het dwangakkoord afzonderlijk *doelmatig* dienen te zijn. Dat wil zeggen, zij dienen elk werkelijk bij te dragen aan de noodzakelijke herstructurering van de problematische schulden van een op zichzelf levensvatbare onderneming. Voorkomen moet worden dat het dwangakkoord bijvoorbeeld door het bestuur en de raad van commissarissen wordt aangegrepen een heimelijk gekoesterde wens te effectueren om aandeelhouders wat meer op afstand te zetten door bijvoorbeeld in de statuten een permanente beschermingsconstructie te introduceren in de vorm van een prioriteitsaandeel of anderszins.

Eumedion verzoekt verder om een conceptartikel 370 lid 2 Fw zodanig aan te vullen dat voor elk voorstel tot beperking van de rechten van schuldeisers of aandeelhouders (cijfermatig) afzonderlijk

---

<sup>11</sup> Zie conceptartikel 370 lid 3 sub j Fw.

<sup>12</sup> Conceptmemorie van toelichting, p.1.

<sup>13</sup> conceptartikel 370 Fw en concepttoelichting, p. 20 en 21.

wordt onderbouwd hoe deze beperking bijdraagt aan het saneren van de problematische schulden en aan het voorkomen van het dreigende faillissement.

## **5. Verhouding met Richtlijn 2012/30/EU**

Eumedion zou geïnteresseerd zijn in een onderbouwing in de memorie van de toelichting over hoe de figuur van het dwangakkoord zich verhoudt met de 'Tweede richtlijn vennootschapsrecht' (thans Richtlijn 2012/30/EU).<sup>14</sup> Meer specifiek rijst de vraag op welke wijze de uitgifte van nieuwe aandelen en/of uitsluiting van het voorkeursrecht op grond van een dwangakkoord gerechtvaardigd kan zijn in het licht van de in de artikelen 29 en 33 van die richtlijn neergelegde fundamentele beginselen die er, kort gezegd, op neer komen dat de besluitvorming over een uitgifte van nieuwe aandelen aan de aandeelhoudersvergadering is voorbehouden en dat de nieuw uit te geven aandelen eerst aan de bestaande aandeelhouders moeten worden aangeboden. In de conceptmemorie van toelichting wordt wel aandacht besteed aan de (niet-bindende) mededeling van de Europese Commissie inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie<sup>15</sup>, maar niet aan de samenhang met de Tweede richtlijn vennootschapsrecht. Eumedion geeft in overweging de definitieve memorie van toelichting op dit punt aan te vullen.

## **6. Totstandkoming dwangakkoord bij beursvennootschappen**

De stemming over het dwangakkoord vindt plaats buiten het verband van de aandeelhoudersvergadering.<sup>16</sup> Om redenen van bespoediging en ter voorkoming dat het akkoord wordt tegengehouden door aandeelhouders die daarbij geen belang hebben, wordt er uitsluitend gestemd door klassen van aandeelhouders waarvan de rechten worden ingeperkt.<sup>17</sup> Het akkoord moet ten minste acht dagen voor de stemming worden voorgelegd aan de schuldeisers en de aandeelhouders van wie de rechten door het akkoord worden gewijzigd, dan wel dat hen moet worden bericht hoe zij van het akkoord kennis kunnen nemen.<sup>18</sup>

Eumedion heeft verschillende aarzelingen bij deze procedure in situaties waarin het dwangakkoord (o.a.) ziet op een beperking van de rechten van houders van aandelen die zijn toegelaten tot de handel op de gereguleerde markt:

- het risico dat een enkele aandeelhouder de stemming over het akkoord zal kunnen blokkeren bij een beursvennootschap is over het algemeen gering, vanwege het – over het algemeen – gespreide aandelenbezit. Bij beursvennootschappen is er daardoor minder reden dan bij vennootschappen met een meer besloten karakter om de stemming buiten de aandeelhoudersvergadering om te houden;
- door een erg korte 'oproeptermijn' van 8 dagen te hanteren, het wijdverbreide aandelenbezit, het veelal grote percentage buitenlandse aandeelhouders en de afhankelijkheid van de effectiviteit van de grensoverschrijdende stemketen bij het uitbrengen van een stem, verwacht Eumedion dat

---

<sup>14</sup> Richtlijn nr. 2012/30/EU van het Europese Parlement van 25 oktober 2012 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de lidstaten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van artikel 54, tweede alinea, van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in deze vennootschappen als van derden met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal, zulks teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken (PbEU L 315).

<sup>15</sup> COM(2012) 742 final.

<sup>16</sup> Conceptartikel 368 lid 4 en 5 Fw.

<sup>17</sup> Conceptartikel 372 Fw en conceptmemorie van toelichting, p. 22.

<sup>18</sup> Conceptartikel 370 lid 1 Fw.

maar een zeer gering percentage van de aandeelhouders überhaupt in staat zal zijn aan de stemming over het dwangakkoord deel te nemen. Daardoor biedt de stemming over het akkoord bij beursvennootschappen maar slechts zeer ten dele de waarborgen die in het voorontwerp met de stemming worden beoogd. Dit achten wij zeer onwenselijk;

- om ervoor te zorgen dat de oproeping tot stemming over een dwangakkoord werkelijk en tijdig de aandeelhouders van beursvennootschappen bereikt, verdient het de voorkeur deze via een persbericht algemeen verkrijgbaar te stellen. Artikel 5:25i Wft lijkt dat ook te vergen.

Ten slotte adviseert Eumedion de bestaande uitzondering op het verplichte openbaar overnamebod, bedoeld in artikel 5:71 lid 1 sub f Wft (verkrijging van overwegende zeggenschap in surseance of faillissement) aan te vullen met de situatie waarin overwegende zeggenschap wordt verkregen na een dwangakkoord.

Eumedion adviseert het voorontwerp en de toelichting op deze onderdelen aan te passen.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers ([wouter.kuijpers@eumedion.nl](mailto:wouter.kuijpers@eumedion.nl), tel. 070 20 40 302).

Met vriendelijke groet,



Rients Abma  
Directeur Eumedion

Zuid Hollandlaan 7  
2596 AL DEN HAAG