Vennootschappelijke beleidsbepaling in geval van financiële moeilijkheden: de positie van bestuurders en aandeelhouders

Citation for published version (APA):

Olaerts, M. (2007). *Vennootschappelijke beleidsbepaling in geval van financiële moeilijkheden: de positie van bestuurders en aandeelhouders*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Intersentia.
<https://doi.org/10.26481/dis.20071123mo>

Document status and date:

Published: 01/01/2007

DOI:

[10.26481/dis.20071123mo](https://doi.org/10.26481/dis.20071123mo)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Vennootschappelijke beleidsbepaling in
geval van financiële moeilijkheden; de
positie van bestuurders en aandeelhouders

Vennootschappelijke beleidsbepaling
in geval van financiële moeilijkheden; de
positie van bestuurders en aandeelhouders

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Universiteit Maastricht,
op gezag van de Rector Magnificus,
Prof. Mr. G.P.M.F. Mols
volgens het besluit van het College van Decanen,
in het openbaar te verdedigen
op vrijdag 23 november 2007 om 12.00 uur

door:

Mieke Olaerts

Promotor:

Prof. mr. C.A. Schwarz

Copromotoren:

Mr. dr. J.J.A. Hamers

Prof. mr. B.T.M. Steins Bisschop

Beoordelingscommissie:

Prof. mr. T. Hartlief (voorzitter)

Prof. mr. S.M. Bartman (Universiteit Leiden)

Prof. mr. G.R. de Groot

Prof. mr. F.J.P. van den Ingh (Radbout Universiteit Nijmegen)

Prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers

Dit proefschrift kwam mede tot stand dankzij de bijdrage die ter beschikking werd gesteld door de stichting Merweborgh.

coverfoto © Digital Vision

De handelseditie van dit proefschrift wordt door Intersentia uitgegeven in de Ius Commune Europaeum reeks, nr. 69, met als ISBN: 978-90-5095-742-7

*‘What is manifestly wrong is if directors allow a company to incur credit at a time when the business is being carried on in such circumstances that it is clear that the company will never be able to satisfy its creditors. However, there is nothing to say that directors who genuinely believe that the clouds will roll away and the sunshine of prosperity will shine upon them again and disperse the fog of their depression are not entitled to incur credit to help them get over the bad time.’**

Voor mijn ouders

* Uitspraak van de Zuid-Afrikaanse rechter Buckley in een niet gepubliceerde uitspraak die werd geciteerd door Goldstone J in de *De Villiers*-zaak; *Ex Parte De Villiers & Another NNO; In re Carbon Developments (Pty) Ltd (in liq.)* 1993 (1) SA 493 (A) at 504.

INHOUDSOPGAVE

Hoofdstuk 1: Inleiding	1
1. Onderwerp van onderzoek	1
2. Probleemstelling	4
3. Verantwoording	5
4. Werkwijze.....	7
5. Afbakening en terminologie	9
6. Plan van behandeling	11
Hoofdstuk 2: De vennootschappelijke verhoudingen	15
1. Inleiding.....	15
2. De pijlers van het vennootschappelijk functioneren	15
3. Typering van de belangrijkste betrokkenen bij de vennootschap	18
3.1. Het bestuur en de raad van commissarissen	18
3.2. Kapitaal- en kredietverschaffers.....	21
3.2.1. De aandeelhouders.....	22
3.2.1.1. De aard van het aandeel en de rol van de individuele aandeelhouder	22
3.2.1.2. De rol en functie van de algemene vergadering van aandeelhouders	24
3.2.1.3. Aandeelhoudersvergadering als 'watchdog'	27
3.2.2. De crediteuren	31
3.2.2.1. Diversiteit van crediteuren.....	31
3.2.2.2. Crediteuren en het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid	32
3.2.2.3. Crediteuren in het vennootschapsrecht.....	34
4. Vennootschappelijke verhoudingen in geval van (naderende) insolventie: 'residual claimholders' en 'riskbearers'	37
5. Bevindingen	42

DEEL I: DE MATERIËLE GEVOLGEN VAN DE FINANCIËLE CRISIS

Hoofdstuk 3: Financiële moeilijkheden en reorganisatie in de praktijk.....	45
1. Inleiding.....	45
2. De onderneming in financiële moeilijkheden.....	46
2.1. Oorzaken van de financiële moeilijkheden.....	46
2.2. Formele versus informele reorganisatie	48
2.3. Enkelvoudige vennootschap versus concernstructuur	52
2.3.1. Beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen.....	52
2.3.2. Vrijwillige doorbreking van de beperkte aansprakelijkheid.....	55
2.3.3. Structuurwijziging	58
3. De sterfhuisconstructie	60
3.1. Kenmerken van de sterfhuisconstructie.....	60
3.1.1. Uitgangspunt	60
3.1.2. Constructie	61
3.1.3. Resultaat	62
3.2. De sterfhuisconstructie in de praktijk: Ogem.....	63
3.3. Gevolgen van de toepassing van de sterfhuisconstructie.....	68
3.3.1. Concurrente crediteuren	68
3.3.2. Banken	71
3.3.3. Aandeelhouders	73
4. De ziekenhuisconstructie	74
4.1. Kenmerken van de ziekenhuisconstructie	74
4.1.1. Uitgangspunt	74
4.1.2. Constructie	75
4.1.3. Resultaat	76
4.2. De ziekenhuisconstructie in de praktijk.....	77
4.2.1. HCS	77
4.2.2. Air Holland	78
4.3. De gevolgen van de toepassing van de ziekenhuisconstructie	79
4.3.1. Concurrente crediteuren	79
4.3.2. Banken	80
4.3.3. Aandeelhouders	80
5. De omgekeerde sterfhuisconstructie	81
5.1. Kenmerken van de omgekeerde sterfhuisconstructie	81
5.1.1. Uitgangspunt	81
5.1.2. Constructie	82
5.1.3. Resultaat	82
5.2. De omgekeerde sterfhuisconstructie in de praktijk: Boskalis.....	83
5.2.1. De aanloop tot de reorganisatie.....	84
5.2.2. De reddingspoging.....	85
5.2.2.1. De interne reorganisatie	86
5.2.2.2. Het 'Debt Restructuring Plan'	87
5.2.3. Het resultaat, de heropleving en de verdere afwikkeling.....	89

5.3.	Gevolgen van de toepassing van de omgekeerde sterfhuisconstructie	91
5.3.1.	Concurrente crediteuren	91
5.3.2.	Aandeelhouders	92
5.3.3.	Banken	92
6.	De drie constructies vergeleken	92
7.	Bevindingen	94

DEEL II: DE PRELIMINAIRE FASE

Hoofdstuk 4: De (vennootschappelijke) besluitvorming in crisistijd..... 99

1.	Inleiding.....	99
2.	De bevoegdheidsverdeling krachtens het wettelijke systeem.....	100
2.1.	De organen van de vennootschap	100
2.2.	De algemene vergadering van aandeelhouders	101
2.2.1.	Algemeen.....	101
2.2.2.	Bevoegdheden krachtens dwingend recht.....	102
2.2.3.	Bevoegdheden krachtens regelend recht	103
2.3.	Het bestuur.....	104
2.3.1.	Besturen in het algemeen	104
2.3.2.	In de wet nader omschreven bestuursbevoegdheden.....	105
2.3.3.	Beperking van de bestuursbevoegdheid	106
2.3.3.1.	Statutaire beperkingen.....	106
2.3.3.2.	Doelomschrijving, vennootschappelijk belang en de redelijkheid en billijkheid	108
2.4.	De raad van commissarissen	109
2.5.	Afbakening van de bevoegdheden tussen de aandeelhouders-vergadering en het bestuur	110
3.	De bevoegdheidsverdeling in crisissituaties	116
3.1.	De besluitvorming inzake een voorgenomen reorganisatie: stand van zaken.....	116
3.2.	Het 'besturen' van de vennootschap in financiële moeilijkheden: de grenzen van de bestuursbevoegdheid	121
3.3.	De aard van de te nemen besluiten.....	123
3.4.	Bestuursbevoegdheid versus aandeelhoudersinspraak.....	123
3.4.1.	Het crisisbesluit	123
3.4.2.	Het reorganisatiebesluit	126
3.5.	Informatieplicht voor het bestuur en de rol van de commissarissen	129
4.	Bevindingen	132

DEEL III: DE REPRESSIEVE FASE

PLAN VAN BEHANDELING	135
----------------------------	-----

Hoofdstuk 5: Bestuurdersaansprakelijkheid	137
1. Inleiding.....	137
2. Normering van het bestuurshandelen, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid	138
3. Gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid.....	140
4. Aansprakelijkheid jegens de vennootschap (interne aansprakelijkheid) ..	142
4.1. Onderlinge verhouding tussen de vennootschap en de bestuurder	142
4.2. Behoorlijke taakvervulling in de zin van Artikel 2:9 BW	143
4.2.1. Ernstig verwijt.....	143
4.2.1.1. Ernstig verwijt en opzet of bewuste roekeloosheid	143
4.2.1.2. Ernstig verwijt; een nadere invulling	147
4.2.2. Artikel 2:9 BW en de collectiviteit van het bestuur	151
4.2.3. Rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid	153
4.2.4. De aansprakelijkheid jegens aandeelhouders en décharge	155
4.2.5. De bestuurdersaansprakelijkheid op basis van Artikel 2:9 BW in geval van (naderende) financiële moeilijkheden	155
5. Aansprakelijkheid jegens derden (externe aansprakelijkheid)	159
5.1. Aansprakelijkheid in geval van faillissement.....	159
5.1.1. Aansprakelijkheid in faillissement versus interne aansprakelijkheid.....	159
5.1.2. Kennelijk onbehoorlijke taakvervulling als een belangrijke oorzaak van het faillissement	160
5.1.3. Kennelijk onbehoorlijk bestuur en onbehoorlijke taakvervulling	164
5.1.4. Kennelijk onbehoorlijk bestuur door de medebeleidsbepaler.....	165
5.1.5. Bestuurdersaansprakelijkheid in de zin van Artikel 2:138/248 BW en de gevolgen daarvan voor slechtweersituaties	169
5.2. Bestuurdersaansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad	170
5.2.1. De onrechtmatige daad en de positie van de individuele crediteuren	170
5.2.2. Persoonlijke verwijtbaarheid	171
5.2.3. Aansprakelijkheid van de medebestuurder(s)	176
5.2.4. Het omslagpunt	178
5.2.5. De bestuurdersaansprakelijkheid op basis van Artikel 6:162 BW in slechtweersituaties	181
6. Bevindingen: rechten en plichten van bestuurders bij slecht weer	186
Hoofdstuk 6: Aansprakelijkheid in concernverhoudingen.....	191
1. Inleiding.....	191
2. Gronden voor doorbraak van aansprakelijkheid	193
3. Aansprakelijkheid van de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler wegens kennelijk onbehoorlijk bestuur.....	195
3.1. De moeder vennootschap als (mede)beleidsbepaler	195
3.2. Kennelijk onbehoorlijke taakvervulling door het formele bestuur	198

3.3.	Disculpatie van de (mede)beleidsbepaler	200
3.4.	De aansprakelijkheid van de moeder vennootschap als mede- beleidsbepaler voor kennelijk onbehoorlijk bestuur bij slecht weer	201
4.	Aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op grond van onrechtmatige daad	202
4.1.	Karakteristieken van de (indirecte) doorbraak op grond van onrechtmatige daad	202
4.2.	Categorieën van (indirecte) doorbraak.....	204
4.2.1.	Wekken van de schijn van kredietwaardigheid	205
4.2.2.	Ongeoorloofde vermogensonttrekkingen	205
4.2.3.	Voortzetten van een verliesgevende dochter vennootschap	208
4.3.	De ontwikkelingen in de rechtspraak	210
4.3.1.	Inzicht, zeggenschap en nauwe verwevenheid	210
4.3.2.	De zorgplicht en het nalaten om in te grijpen door de moeder- vennootschap	211
4.3.3.	De rol van de moeder vennootschap	215
4.4.	Het omslagpunt	220
4.5.	Aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op grond van onrechtmatige daad bij slecht weer	224
5.	Bevindingen: de aansprakelijkheid van de moedermaatschappij in concernverhoudingen voor slecht weer bij een dochter vennootschap	225

Hoofdstuk 7: *Wrongful trading*, roekeloos en bedrieglijk handelen: een benadering vanuit Engels en Zuid-Afrikaans perspectief

1.	Inleiding.....	229
2.	De <i>wrongful trading</i> -regeling in Engeland	231
2.1.	Inhoud en achtergrond van de <i>wrongful trading</i> -regeling	231
2.2.	<i>Insolvent liquidation</i> en het omslagpunt	233
2.3.	De dubbele test voor bestuurders	234
2.4.	'Disculpatie'	236
2.5.	<i>De jure, de facto</i> en <i>shadow directors</i>	237
2.6.	Oude en nieuwe crediteuren.....	240
2.7.	De tandeloze tijger?	240
2.8.	Een evaluatie van het Engelse systeem	243
3.	Roekeloos en bedrieglijk handelen naar Zuid-Afrikaans recht.....	245
3.1.	Inhoud en achtergrond van de regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen.....	245
3.2.	<i>Recklessly, with the intent to defraud creditors or for any fraudulent purpose</i> ...	246
3.2.1.	<i>Recklessness</i>	247
3.2.2.	<i>The intent to defraud creditors of the company, of any other person or for any fraudulent purpose</i>	251
3.3.	Aansprakelijkheid van bestuurders en anderen	252
3.4.	De omvang van de aansprakelijkheid en de positie van de crediteuren ...	255

3.5.	De gevolgen van <i>section 424 CA 1973</i> voor het voortzetten van insolvente vennootschappen	257
3.6.	Een evaluatie van het Zuid-Afrikaanse systeem.....	259
4.	Bevindingen	261
Hoofdstuk 8: Belangenbehartiging en aandeelhouders verantwoordelijkheid/aansprakelijkheid		265
1.	Inleiding.....	265
2.	Uitgangspunt: eigen belang eerst.....	266
3.	Belangenverbreding rond de vennootschappelijke sfeer	267
3.1.	Verbreding van het belang in het algemeen	267
3.2.	'De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder'	269
4.	Belangenbehartiging door aandeelhouders.....	270
4.1.	De aandeelhouder binnen de vennootschappelijke sfeer	270
4.2.	Belangenbehartiging door de aandeelhoudersvergadering	270
4.3.	Belangenbehartiging door de individuele aandeelhouders	274
4.3.1.	Meervoudige belangenbehartiging: redelijkheid en billijkheid en externe belangen.....	274
4.3.2.	Diversiteit	276
4.3.3.	Verschillende typen aandeelhouders	279
4.3.3.1.	De aandeelhoudende bestuurder/ commissaris.....	280
4.3.3.2.	De joint venture-constructie.....	282
4.3.3.3.	De prioriteitsaandeelhouder en de houder van preferente aandelen	283
4.3.3.4.	De institutionele belegger en de stemgerechtigde bij certificering	284
4.3.3.4.1.	De institutionele belegger.....	284
4.3.3.4.2.	De stemgerechtigde bij certificering	286
4.3.4.	Identificatiegraad en de glijdende schaal van aandeelhouders	289
4.3.5.	Ontwikkeling van een eigen norm voor aandeelhoudershandelen	292
5.	Aansprakelijkheid jegens derden.....	293
5.1.	Van meervoudige belangenbehartiging tot aansprakelijkheid	293
5.2.	De aandeelhouder met beleidsbepalende invloed	294
5.3.	De maatschappelijke betamelijkheid	296
5.4.	Artificiële dualiteit als reden voor aansprakelijkheid	298
6.	Achterstelling van aandeelhoudersleningen en de financieringsverantwoordelijkheid van de aandeelhouder.....	299
7.	Bevindingen	305

Hoofdstuk 9: Synopsis, bevindingen en aanbevelingen	
Bestuurders en aandeelhouders als vennootschappelijke zeggenschaphouders in financiële crisistijd	307
1. Inleiding	307
2. De vennootschap in financiële crisistijd	309
3. De normerende werking van de bestaande aansprakelijkheidsbepalingen op het handelen van vennootschappelijke zeggenschaphouders	310
3.1. Normering van het bestuursgedrag	311
3.2. Normering van het aandeelhoudersgedrag	315
3.3. Evaluatie	317
3.3.1. Voor- en nadelen van normering via het bestaande systeem	317
3.3.2. Strengere normering van het bestuurshandelen via aansprakelijkheidsbepalingen?	319
4. Vennootschappelijke verhoudingen in financiële moeilijkheden	323
4.1. Signaleren en anticiperen	323
4.2. Bevoegdheidsverdeling in financiële crisistijd	323
4.2.1. Bestuurder(s) en aandeelhouder(s)	323
4.2.2. De rol van het bestuur	327
4.2.2.1. Signalering en informatievoorziening	327
4.2.2.2. Het crisismoment	328
4.2.3. De rol van de aandeelhouders	333
4.2.3.1. De aandeelhoudersvergadering en het crisisbesluit	333
4.2.3.2. Aandeelhouders en de belangen van de crediteuren	334
4.2.3.2.1. Belangenbehartiging door de aandeelhouder in het algemeen	334
4.2.3.2.2. Belangenbehartiging in (financiële) crisistijd	335
4.3. Verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid in financiële crisistijd	336
4.3.1. Bestuurdersverantwoordelijkheid en aansprakelijkheid	336
4.3.2. Aandeelhoudersverantwoordelijkheid en aansprakelijkheid	339
5. Bevindingen	345
Samenvatting en conclusies	349
Summary	361
Lijst van geraadpleegde en verkort aangehaalde literatuur	371
Lijst van aangehaalde jurisprudentie	403
Curriculum vitae	409

INLEIDING

1. Onderwerp van onderzoek

Een van de belangrijkste eigenschappen die de kapitaalvennootschap als ondernemingsvorm attractief maakt is het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. Deze grondstelling biedt investeerders de mogelijkheid om financiële middelen te bundelen teneinde ondernemingsactiviteiten te ontplooiën zonder dat de daaruit voortvloeiende risico's volledig voor hun rekening komen. Reeds sedert de VOC, die beschouwd wordt als de voorloper van de moderne naamloze vennootschap,¹ wordt van de beperkte aansprakelijkheid gebruik gemaakt teneinde investeringen te bevorderen en risicovol ondernemen mogelijk te maken. Kapitaalvennootschappen staan in beginsel volledig los van diegenen die het beleid van de vennootschap aansturen. De rechtspersoonlijkheid werpt, in combinatie met de beperking van aansprakelijkheid, een vennootschappelijke sluier over diegenen die in de vennootschap participeren. Het belang van kapitaalvennootschappen in het maatschappelijk en economisch verkeer is in de loop van de vorige eeuw sterk toegenomen.² Ondanks het feit dat de vennootschap geen natuurlijk persoon is en dientengevolge niet in staat is om zelf feitelijke handelingen te verrichten, wordt steeds vaker gewezen op de rol en functie van deze entiteit in de samenleving en diens plicht om met de belangen van andere 'burgers'³ rekening te houden. Het debat inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen vormt een exponent van deze gedachte. Het loskoppelen van de vennootschap, als zelfstandige juridische entiteit, van haar deelnemers is echter niet zonder risico. Het gevaar bestaat dat daarmee de maatschappelijke realiteit uit het oog wordt verloren.⁴

¹ Zie over het functioneren van de VOC en een vergelijking met de moderne NV Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 3 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 1; P. Frentrop 2002; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 306 e.v.

² Timmerman 1999 I, p. 59-70.

³ Dit is een rekbaar begrip. Hieronder kunnen zowel natuurlijke personen vallen als belangenorganisaties en andere rechtspersonen.

⁴ Zie over de discrepantie tussen de juridische aannames en de maatschappelijke realiteit Timmerman 1999 I, p. 69 e.v.

De beperking van aansprakelijkheid die kapitaalvennootschappen kenmerkt, vormt een bron van belangenconflicten tussen bestuurders en aandeelhouders enerzijds en vennootschapscrediteuren anderzijds. In zijn bijdrage aan het symposium Recht en verandering van 25 maart 1999, georganiseerd door het Centrum voor Recht, Bestuur en Samenleving, wees Timmerman op de gevaren van de beperkte aansprakelijkheid.⁵ Dit principe bewerkstelligt een verschuiving van het ondernemersrisico van diegene die de ondernemingsactiviteiten ontplooit naar de crediteuren van de vennootschap.⁶ Het belangenconflict, tussen aandeelhouders en bestuurders enerzijds en de crediteuren anderzijds, wordt op de spits gedreven wanneer de vennootschap in financieel noodweer terecht komt.

Ondernemingen die op enig moment met financiële moeilijkheden worden geconfronteerd, kunnen het tij trachten te keren door een reorganisatie op touw te zetten. Een proactieve houding van de vennootschappelijke zeggenschaphouders is daarvoor onontbeerlijk. Een alternatief kan gevonden worden in het beëindigen van de bedrijfsactiviteiten en vervolgens het liquideren van de vennootschap. In veel gevallen worden de activiteiten van de onderneming echter, ondanks het ontbreken van de daarvoor noodzakelijke financiële middelen, gecontinueerd. Het voortbestaan van de onderneming, hetgeen onder omstandigheden samenvalt met het voortbestaan van de kapitaalvennootschap, wordt in dat geval niet langer door de aandeelhouders gefinancierd maar geschiedt op kosten van de crediteuren.⁷ Anders dan een aantal andere Europese landen, kent Nederland niet de plicht om op enig moment, wanneer de financiële situatie (nagenoeg) uitzichtloos is, het faillissement van de vennootschap aan te vragen.⁸ Het vennootschapsrecht voorziet desalniettemin in systemen die deze collusie tussen de belangen van aandeelhouders en bestuurders enerzijds en crediteuren anderzijds beheersen en tot op zekere hoogte in evenwicht houden. Het zwaartepunt van de bescherming van crediteuren moet gevonden worden in het uit de tweede EG-richtlijn inzake vennootschapsrecht voortvloeiende regime van kapitaalbescherming dat door de Nederlandse wetgever niet enkel van toepassing is verklaard op kapitaalvennootschappen van het NV-type maar eveneens grotendeels gelding heeft voor de BV. In toenemende mate worden echter, zowel op nationaal als op Europees niveau, vraagtekens geplaatst bij de effectiviteit van de kapitaalbeschermingsregels. Tegen deze achtergrond wordt gezocht naar alternatieve systemen van crediteurenbescherming.⁹ Een van die alternatieven kan gevonden worden in het creëren van een mogelijkheid om de voor de eventuele benadeling van crediteuren verantwoordelijke vennootschappelijke spelers aansprakelijk te stellen.

⁵ Timmerman 1999 I, p. 59-70.

⁶ Onder meer Timmerman 1999 I, p. 64; Posner 2003, p. 411. Zie voor een benadering van dit onderwerp vanuit een meer economische perspectief het proefschrift van Van Eeghen 2006. Zie verder met uitgebreidere literatuurverwijzing hoofdstuk 2, paragraaf 4.

⁷ Zie in die zin Fourie 1994, p. 171; Prentice 1990, p. 265; Tung 2006, p. 6 e.v. Zie verder hoofdstuk 2, paragraaf 4.

⁸ Een dergelijke verplichting bestaat onder meer in Duitsland, zie § 64 I GmbHG en § 92 II AktG.

⁹ Zie in dit verband paragraaf 3 van dit hoofdstuk.

Timmerman formuleert terecht de vraag naar de mate waarin aandeelhouders en bestuurders zich achter de beperkte aansprakelijkheid mogen verschuilen als een van de dilemma's in het Nederlandse rechtspersonenrecht.¹⁰ In de eerste plaats dient de aansprakelijkheid van bestuurders te worden geëxploreerd. Zij bepalen immers in beginsel de door de vennootschap te varen koers. Het Burgerlijk Wetboek (verder: BW) biedt tot op zekere hoogte de mogelijkheid om bestuurders aansprakelijk te stellen. In Angelsaksische jurisdicties zoals de Verenigde Staten en Engeland, die van oudsher worden aangemerkt als *shareholders-oriented* rechtssystemen, wordt in toenemende mate aangenomen dat bestuurders in geval van (naderende) insolventie actief rekening dienen te houden met de belangen van de crediteuren.¹¹ Anders dan in Nederland, wordt onder meer in het Verenigd Koninkrijk en Zuid-Afrika voorzien in een wettelijke regeling voor de problematiek inzake de voortzetting van activiteiten door een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. In de tweede plaats kan de vraag worden gesteld in hoeverre aandeelhouders zich achter het systeem van de beperkte aansprakelijkheid kunnen en mogen verschuilen. Naast het bestuur kunnen de gezamenlijke aandeelhouders immers worden aangemerkt als de belangrijkste protagonisten in de vennootschappelijke besluitvorming. Boek 2 BW biedt belangrijke vuistregels voor de bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering van aandeelhouders en de bestuurders van de vennootschap. Deze regels van hoofdzakelijk dwingend recht, resulteren eveneens in een zekere bescherming van andere vennootschappelijke stakeholders zoals de crediteuren. Het theoretisch model dat aan de bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsorganen in kapitaalvennootschappen ten grondslag ligt, gaat uit van een zeker minimum aan dualiteit binnen de vennootschappelijke orde. Het is deze scheiding van machten die het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid mede rechtvaardigt. Wanneer dit systeem met de voeten wordt getreden, moet de houdbaarheid van die beperkte aansprakelijkheid worden heroverwogen.

In een zoektocht naar de rol en de positie die de aandeelhouder binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap inneemt, dient de realiteit van de huidige aandeelhouderspopulatie in ogenschouw te worden genomen. Erkend moet worden dat aandeelhouders zich in de huidige praktijk in verschillende vormen en hoedanigheden kunnen voordoen. De kleine aandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap neemt bijvoorbeeld een andere positie in dan de moeder-vennootschap in concernverhoudingen. Maar ook de bevolking van een aandeelhoudersvergadering binnen een en dezelfde vennootschap kan uit verschillende typen burgers bestaan met ieder hun eigen noden en interesses. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gewezen op de verschillen tussen kleine particuliere beleggers, meerderheidsaandeelhouders, professionele beleggers zoals pensioenfondsen en hedge funds en vele meer. Enkel met dit in het achterhoofd kan een rol en positie van de aandeelhouder worden gedefinieerd die is aangepast aan het huidige tijdsgewricht en aan de veranderende kijk op het aandeelhouderschap in het algemeen. De aansprakelijkheid van aandeelhouders vormt een doorbreking van de gesigna-

¹⁰ Timmerman 1999 I, p. 70.

¹¹ Zie onder meer Prentice 1990, p. 265-277; Fourie 1992, p. 25-52; Butcher 2000, p. 171 e.v.; Davies 2003, p. 372 e.v.; Boyle & Birds 2004, p. 494 noot 8; Charlesworth 2005, p. 297 e.v.; Valsan & Yahya 2006; Tung 2006.

leerde zelfstandigheid van de kapitaalvennootschap als rechtspersoon met beperkte aansprakelijkheid. Deze mogelijkheid tot aansprakelijkstelling is in de meeste rechtstelsels tot op heden onderbelicht gebleven en verdient in dit verband nadere aandacht. De genoemde buitenlandse regelingen alsmede de in Nederland ontwikkelde jurisprudentie op grond van de onrechtmatige daad bieden tot op zekere hoogte de mogelijkheid om naast de bestuurders eveneens groot-aandeelhouders, zoals moedervennootschappen in concernverhoudingen, aansprakelijk te stellen voor het voortzetten van activiteiten door een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. De aansprakelijkheid van holdingvennootschappen voor schulden van andere groepsmaatschappijen is zowel in binnen- als in buitenland reeds uitgebreid in de literatuur aan de orde gekomen.¹² Vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming dient daarnaast de wenselijkheid van aansprakelijkstelling van andere aandeelhouders te worden geëxploreerd.

2. Probleemstelling

Dit onderzoek concentreert zich op de vennootschappelijke verhoudingen in financiële crisissituaties. Centraal staat het samenspel tussen diegenen die de zeggenschap hebben en daarmee het vennootschappelijke 'beleid' bepalen. Onderzocht wordt in hoeverre ons wettelijk systeem vennootschappelijke machthebbers dwingt om, wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren, met de belangen van crediteuren rekening te houden. De nadruk ligt daarbij op de positie van de aandeelhouder. Diens rechten en plichten binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap worden onder de loep genomen. Het onderzoek naar de positie van de aandeelhouder binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap wordt in het licht geplaatst van de noodzakelijk geachte bescherming van vennootschapscrediteuren onder dergelijke omstandigheden. Tegen de achtergrond van de zich wijzigende opvattingen omtrent kapitaalbescherming en de voorstellen die worden gedaan teneinde de bescherming van vennootschapscrediteuren te hervormen, wordt nagegaan hoe in een aantal verschillende rechtssystemen met de problematiek van de voortzetting van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap wordt omgegaan. Onderzocht wordt in hoeverre daarbij ruimte is voor primair, aansprakelijkheid van bestuurders en secundair, aansprakelijkheid van aandeelhouders. Vanuit deze optiek wordt vervolgens een benaderingswijze voor de problematiek naar Nederlands recht geformuleerd waarbij gezocht wordt naar de manieren waarop kan worden bewerkstelligd dat vennootschappelijke zeggenschaphouders met de belangen van de crediteuren rekening houden.

¹² Zie onder meer Bartman 1989; Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993; Schoonbrood-Wessels 1996 I, p. 2-7 en 1996 II, p. 37-48; Lennarts 1999; Muscat 1996; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 620 e.v.; Davies 2003, p. 202 e.v.

3. Verantwoording

Kapitaalvennootschappen hebben zich in de loop van de vorige eeuw verder ontwikkeld en zijn in aantal sterk toegenomen. Niet alleen grote bedrijven met grensoverschrijdende activiteiten maar ook beroepsbeoefenaars zoals advocaten en accountants maken tegenwoordig gebruik van kapitaalvennootschappen teneinde het persoonlijk risico van hun activiteiten te beperken.¹³ In de loop der jaren heeft de maatschappelijke en economische ontwikkeling niet stilgestaan, hetgeen een weerslag heeft gehad op het vennootschappelijke landschap. Illustratief is in dit verband de opkomst van fenomenen zoals hedge funds¹⁴ en andere vormen van alternatieve investeringen. De toename van het belang van kapitaalvennootschappen in het economisch verkeer maakt een heroverweging van de daaraan ten grondslag liggende beginselen wenselijk. Geëvalueerd moet worden of deze in de pas lopen met de zich wijzigende maatschappelijke opvattingen. De beperkte aansprakelijkheid bevordert investeringen en het ondernemen van risicovolle activiteiten die vaak als maatschappelijk wenselijk worden beschouwd. Denk in dit verband aan de ontwikkeling van nieuwe technologieën die zonder omvangrijke kapitaalinjecties uitgesloten zijn. De keerzijde van de medaille is de afwenteling van het ondernemersrisico op de vennootschapscrediteuren. Deze afwenteling kan, wanneer de benadeling van crediteuren te ver doorschiet, tot maatschappelijk onwenselijke consequenties leiden. De grenslijn tussen de beperkte aansprakelijkheid enerzijds en de bescherming van crediteuren anderzijds, vormt reeds geruime tijd onderwerp van discussie. Dit dilemma wordt op de spits gedreven wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert of daarin binnen afzienbare tijd terecht dreigt te komen.

In de Angelsaksische rechtspraak en literatuur wordt erop gewezen dat wanneer de vennootschap insolvent is of dreigt te worden, het belang van de vennootschapscrediteuren toeneemt en derhalve op de voorgrond zou moeten treden.¹⁵ De grenzen aan de beperkte aansprakelijkheid worden eveneens vanuit rechtseconomische hoek ter discussie gesteld.¹⁶ Zo is bijvoorbeeld voorgesteld om onvrijwillige crediteuren bijkomende bescherming te bieden tegen de risico's van beperkte aansprakelijkheid of om dit beginsel voor wat betreft de genoemde categorie crediteuren zelfs geheel te verlaten.¹⁷ Op Europees niveau is het dilemma inzake crediteurenbescherming opnieuw aan de orde gesteld. In dit verband kan onder meer worden gewezen op de wijzigingen die werden aangebracht in het kapitaalbescher-

¹³ Zie in dit verband Timmerman 1999 I, p. 59-70.

¹⁴ Hierbij dient te worden opgemerkt dat de eerste hedge fund-strategie reeds uit 1949 dateert en de techniek derhalve niet nieuw is. Zie Maatman 2002, p. 2; Maatman & Raaijmakers 2006, p. 256-262. Hedge funds staan de afgelopen jaren echter in de belangstelling en krijgen meer media-aandacht.

¹⁵ Zie in dit verband hoofdstuk 2, paragraaf 4.

¹⁶ De literatuur is te omvangrijk voor een limitatieve opsomming. Zie onder meer Posner 2003; Hertig & Kanda 2004, p. 77-78 waarin verwezen wordt naar Hansmann & Kraakman 1991, p. 1879-1934; Leebron 1991, p. 1565-1650; Mendelson 2002, p. 1203-1303; Keay 2005, p. 431-461; Millon 2006; Mülbert 2006.

¹⁷ Zie over de positie van onvrijwillige crediteuren nader hoofdstuk 2, paragraaf 3.2.2.

mingsregime van de tweede EG-richtlijn inzake vennootschapsrecht.¹⁸ Op nationaal niveau zijn eveneens voorstellen gedaan om de kapitaalbescherming te wijzigen. Deze voorstellen werden gelanceerd in het kader van de op handen zijnde vereenvoudiging van het BV-recht waarbij twee rapporten werden gewijd aan mogelijke alternatieven voor kapitaalbescherming.¹⁹ Dat de tijd rijp is voor een heroverweging van de vraag in hoeverre het ondernemingsrisico voor rekening van de crediteuren moet komen, blijkt eveneens uit de inspanningen van de wetgever om tot een wijziging van de faillissementswet te komen. In het kader daarvan is onder meer onderzoek gedaan naar het functioneren van informele reorganisaties in de praktijk.²⁰

Aan de keuze om in dit onderzoek de schijnwerpers op de aandeelhouder te richten, ligt een aantal redenen ten grondslag. In de eerste plaats neemt de aandeelhouder een belangrijke plaats in binnen het corporate governance-debat. De discussie omtrent de machtsverhouding tussen bestuurders en aandeelhouders wordt sinds jaar en dag gevoerd.²¹ Uit het huidige debat blijkt een toenemende aandacht voor de rol van de aandeelhouder en de wens om diens actieve participatie in de vennootschappelijke besluitvorming te bevorderen. Maatregelen worden genomen teneinde het uitoefenen van aandeelhoudersrechten te faciliteren en op die manier de aandeelhouders tot een actievare vervulling van hun rol in de vennootschap te

¹⁸ Tweede richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Statens worden verlangd van de vennootschappen in de zin van Art. 58, tweede alinea, van het Verdrag, 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 ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken (*PbEG* 1977 L 026). Deze richtlijn werd herzien door richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal (*PbEG* 2006 L 264/32).

¹⁹ Lennarts & Schutte-Veenstra 31 maart 2004, Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht (verder: Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004) en Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 18 augustus 2005, Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming (verder: Boschma, Lennarts en Schutte-Veenstra rapport 2005). Deze rapporten zijn eveneens in boekvorm verschenen. In het hiernavolgende zal echter steeds naar de originele rapporten worden verwezen. De rapporten zijn te raadplegen op <www.justitie.nl>.

²⁰ Onderzoek door Adriaanse, Huls, Kuijl & Vos neergelegd in het WODC-rapport. Dit onderzoek werd uitgevoerd in het kader van het project 'Modernisering Faillissementswet'. Zie in dit verband eveneens de voorstellen inzake de wijziging van de faillissementswet in verband met het bevorderen van de effectiviteit van surseance van betaling en faillissement, *Kamerstukken II* 2005/06, 27 244 en de naar aanleiding daarvan doorgevoerde wijzigingen in de surséanceregeling. Zie Wet van 24 november 2004 tot wijziging van de Faillissementswet in verband met het bevorderen van de effectiviteit van de surséance van betaling en faillissement, *Stb.* 2004, 615. Over de thematiek inzake de reorganisatie van in financiële moeilijkheden verkerende ondernemingen verschenen recentelijk twee proefschriften. Zie over informele reorganisaties het proefschrift van Adriaanse 2005, hetgeen een uitbreiding vormt van het genoemde WODC-onderzoek. De bevindingen uit dat onderzoek maken onder meer deel uit van deze dissertatie. Zie in verband met de verdeling van insolventierisico's het proefschrift van Van Eeghen 2006.

²¹ Zie over corporate governance sinds de VOC Frentrop 2002.

verleiden. Het toenemende gewicht van institutionele beleggers²² als vennootschappelijke belanghebbenden, ligt ondermeer aan de basis hiervan. Voor wat betreft het Nederlandse speelveld kan onder meer gewezen worden op de invoering van de nieuwe structuurregeling, de corporate governance code van de Commissie Tabaksblat²³ en de Nota modernisering ondernemingsrecht²⁴ waar de positie van de aandeelhouder steeds een prominente plaats inneemt. Op Europees niveau is in dit verband onder meer van belang het actieplan van de Europese Commissie ten aanzien van de toekomst van het Europese ondernemingsrecht, de vaststelling van een dertiende EG-richtlijn vennootschapsrecht inzake het verplicht overnamebod²⁵ en de richtlijn inzake de uitoefening van bepaalde rechten door aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.²⁶ Uit bovengenoemde initiatieven blijkt dat de rechten van de aandeelhoudersvergadering worden versterkt waarbij steeds vaker wordt gewezen op het belang van de aandeelhoudersvergadering bij het bereiken van transparantie en verantwoording binnen de vennootschap.²⁷ Aan de andere kant van het spectrum bevinden zich de aandeelhouders die een wellicht té activistisch aandeelhoudersgedrag vertonen. Recente berichtgevingen in de media over pogingen van hedge funds en private equity fondsen om het door hun voorgestane beleid aan de ondernemingsleiding op te dringen, geven eveneens aanleiding tot een herbezinning op de positie van de aandeelhouder en in verband daarmee op de fundamenteën van het huidige vennootschaps- en ondernemingsrecht.²⁸ Het past in de lijn van deze ontwikkelingen om de rol van de aandeelhouder binnen een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming onder het vergrootglas te leggen en daarbij niet enkel aandacht te besteden aan diens rechten jegens de vennootschap maar eveneens de keerzijde van de medaille te bekijken door aandacht te besteden aan de met deze vernieuwde rol van de aandeelhouder samenhangende plichten.²⁹

4. Werkwijze

Het leeuwendeel van deze dissertatie heeft betrekking op het Nederlandse vennootschapsrecht. Daarnaast zijn in het onderzoek rechtsvergelijkende componenten geïncorporeerd. Onderzocht wordt op welke wijze in het buitenland met de problema-

²² Zie over het toenemende belang van institutionele beleggers onder meer Slagter 2005, nr. 31. Zie in verband met de rol van institutionele beleggers eveneens Verdam 2005, p. 196-207.

²³ Nederlandse corporate governance code, Commissie Tabaksblat 9 december 2003.

²⁴ *Kamerstukken II* 2003/04, 29 752, nr. 2.

²⁵ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod; *PbEG* 2004 L 142, p. 0012-0023.

²⁶ Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen; *PbEG* 2007 L 184, p. 0017-0024.

²⁷ Memorie van Toelichting bij de herziening van de structuurregeling *Kamerstukken II*, 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 8.

²⁸ In die zin Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 311 en p. 326 e.v. De herbezinning zal in dit onderzoek beperkt blijven tot de problematiek betreffende de in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap.

²⁹ Ook vanuit de vakbeweging is er vraag naar de mogelijkheid om onverantwoord gedrag van aandeelhouders aan te kunnen pakken. Zie de uitspraken van Van der Kolk in Tamminga & Wester 2006.

tiel inzake het voortzetten van insolvente vennootschappen wordt omgegaan. Daarbij wordt aandacht besteed aan de Angelsaksische kijk op deze problematiek zoals blijkt uit de Engelse *wrongful trading-rule* en de Zuid-Afrikaanse regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen. De keuze voor deze rechtsstelsels vloeit voort uit de betrachting die aan deze dissertatie ten grondslag ligt om de twee bestaande vennootschappelijke tradities te combineren. Het vennootschapsrecht kan wereldwijd in twee bloedlijnen worden ingedeeld, te weten de Angelsaksische en de Continentale traditie.³⁰ Het Engelse rechtstelsel reflecteert tot op zekere hoogte de Angelsaksische traditie binnen Europees verband. De Zuid-Afrikaanse visie op het vennootschapsrecht is met name interessant omdat deze van oudsher hoofdzakelijk geënt is op het Engelse recht en derhalve tot de Angelsaksische traditie kan worden gerekend. Anders dan in Engeland het geval is, is de Zuid-Afrikaanse wetgever bij de verdere ontwikkeling van het recht niet gebonden aan de Europese regelgeving. Zuid-Afrika is bovendien vanuit historisch oogpunt een fascinerende plaats voor de vennootschapjurist. De handelsreizen naar 'het Oosten' waarbij de Westkaap dienst deed als bevoorradingsplaats, vormden een reden voor het oprichten van de VOC die thans beschouwd wordt als de bakermat van de moderne naamloze vennootschap. De regulering inzake de voortzetting van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap geschiedt in deze rechtsstelsels bovendien aan de hand van specifieke aansprakelijkheidsbepalingen. Een dergelijke benadering van deze problematiek sluit aan bij de Nederlandse aanpak dienaangaande waarbij eveneens de nadruk ligt op de normerende werking die van het aansprakelijkheidsrecht uitgaat. Bij gebreke van een specifieke aansprakelijkheidsbepaling terzake dient in Nederland echter toevlucht te worden gezocht tot de algemeen civielrechtelijke regels van aansprakelijkheid. Naast een *ex post* bescherming van de crediteuren via het aansprakelijkheidsrecht, kan eveneens van andere technieken gebruik worden gemaakt teneinde de crediteuren tegen de uitwassen van de beperkte aansprakelijkheid te beschermen. In dit verband kan bijvoorbeeld gewezen worden op het in Duitsland en in de Verenigde Staten gehanteerde systeem waarbij aandeelhoudersleningen worden achtergesteld ten opzichte van die van de overige crediteuren. In het kader van dit onderzoek wordt eveneens ingegaan op het in die landen geldende alternatieve systeem waarbij de kosten van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten eveneens (gedeeltelijk) ten laste van de aandeelhouders komen door eventuele vorderingen van aandeelhouders jegens de vennootschap achter te stellen ten opzichte van die van de overige vennootschapscrediteuren.

Het onderzoek bestaat uit drie onderdelen. Teneinde een duidelijk beeld te krijgen van zowel de actieve als de passieve rol van de aandeelhouder en de positie die deze binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap inneemt, wordt diens positie in het onderhavige onderzoek in drie verschillende fasen geëvalueerd. In chronologische volgorde kan de eerste fase worden aangeduid als de zogenaamde preliminaire fase waarin de financiële staat van de vennootschap noopt tot het nemen van een besluit over de toekomst daarvan. De tweede fase betreft de

³⁰ Ik ben me ervan bewust dat binnen deze tradities belangrijke verschillen bestaan, zo kunnen de uitgangspunten van het Engelse vennootschapsrecht sterk verschillen van die van bijvoorbeeld de Amerikaanse staat Delaware.

gevolgen van de eventueel gekozen herstructureringsvorm voor de materiële positie van de aandeelhouders. De derde fase kan worden aangemerkt als de zogenaamde repressieve fase waarin centraal staat de vraag in hoeverre diegenen die binnen de vennootschap de dienst uitmaken, waarbij in de eerste plaats kan worden gedacht aan het bestuur maar daarnaast onder omstandigheden ook aan de aandeelhouders, achteraf ter verantwoording kunnen worden geroepen.

5. Afbakening en terminologie

De driehoeksrelatie tussen aandeelhouders, bestuurders en crediteuren staat in dit onderzoek centraal. Naast deze drie kan nog een groot aantal andere belanghebbenden bij het vennootschappelijk functioneren worden geïdentificeerd waarbij niet in de laatste plaats gedacht kan worden aan bijvoorbeeld de werknemers van de vennootschap.³¹ De grenzen van het onderzoek dwingen echter tot het maken van keuzes. In het kader daarvan is ervoor geopteerd om de ruime kring van belanghebbenden, niet zijnde aandeelhouders, bestuurders en crediteuren, buiten het onderzoek te plaatsen. Een andere aanpak zou het onderzoeksterrein te ver uitbreiden. De potentiële belangenconflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders enerzijds en het bestuur anderzijds blijven eveneens grotendeels buiten beschouwing. Hoewel de positie van vennootschapscrediteuren in dit onderzoek een belangrijke plaats inneemt, ga ik niet in op de problematiek inzake de effectiviteit en de wijziging van de kapitaalbescherming, evenmin is het mijn bedoeling om daarvoor een oplossing te bieden. Kapitaalbescherming is immers een meer omvattend concept. Daarbij gaat het niet alleen om de positie van de crediteuren binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap maar bijvoorbeeld ook om de rechtvaardigheid van uitkeringen aan aandeelhouders.³² De manieren waarop de effectiviteit van de faillissementsprocedure of de regeling inzake surséance van betaling kan worden bevorderd, komen hier evenmin aan de orde.³³ Vanuit rechtseconomisch oogpunt is een en ander geschreven over de relatie tussen de beperkte aansprakelijkheid en de crediteuren van de vennootschap.³⁴ Hoewel het dilemma inzake de wettelijke inmenging in de relatie tussen vennootschap en credi-

³¹ Werknemers kunnen eveneens als crediteuren van de vennootschap worden aangemerkt. Door de bescherming die het Nederlandse recht werknemers biedt, nemen zij echter een bijzondere plaats in. De positie van de werknemers valt in beginsel dan ook buiten het bereik van dit onderzoek. Slechts incidenteel zullen opmerkingen worden geplaatst bij de positie van de werknemers. Voor de inhoud van de term crediteuren verwijs ik naar de bespreking daarvan in hoofdstuk 2.

³² Erkend moet worden dat het niet zorgvuldig omspringen met dergelijke uitkeringen, aan de basis kan liggen van het ontstaan van de financiële moeilijkheden.

³³ Zie in dit verband onder meer de inspanningen van de wetgever inzake de wijziging van de Faillissementswet in verband met het bevorderen van de effectiviteit van surséance van betaling en faillissement *Kamerstukken II* 2005/06, 27 244 en de in het kader daarvan uitgebrachte rapporten van het WODC; Franken 2005, p. 470-478. Bij Besluit van 3 april 2003, *Stcrt.* 76 is de Commissie Insolventierecht ingesteld als tijdelijk adviescollege van de Minister van Justitie ter advisering over het insolventierecht. Verwacht werd dat deze Commissie in het najaar van 2006 een rapport zou uitbrengen. Zie naar aanleiding van een aantal reeds aangekondigde voorstellen van de Commissie Insolventierecht Van Galen 2006, p. 515-516.

³⁴ Zie in dit verband hoofdstuk 2, paragraaf 2.4.

teuren zich bij uitstek leent voor een rechtseconomische benadering, is de opzet van dit onderzoek niet louter van die aard. Wel zullen een aantal rechtseconomische termen en overwegingen de revue passeren. Het onderhavige onderzoek heeft echter niet de pretentie om de hier centraal staande problematiek vanuit een zuiver rechtseconomisch oogpunt te benaderen. Niet louter de effectiviteit in rechtseconomische zin is bepalend voor de wenselijkheid van bepaalde juridische concepten.³⁵ Hier wordt slechts kort geraakt aan de vraag of bescherming van crediteuren tegen beperkte aansprakelijkheid in het algemeen, mede vanuit rechtseconomisch perspectief, wenselijk is. Centraal staat in deze studie de situatie waarbij de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert. Daarbij wordt uitgegaan van de verschillende vormen van crediteurenbescherming waarin diverse rechtsstelsels voorzien. Ik ga niet in op een rechtseconomische analyse van de vraag of een dergelijke regeling al dan niet efficiënt is.

In deze dissertatie staat de in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap centraal. Voor de inhoud van dit begrip sluit ik, tot nader order, aan bij het begrip ‘onderneming in financiële moeilijkheden’ zoals gedefinieerd in het onderzoeksrapport inzake informele reorganisatie in het perspectief van surséance van betaling, WSNP en faillissement dat in opdracht van het WODC werd uitgevoerd.³⁶ Een onderneming in financiële moeilijkheden wordt daarin gedefinieerd als: ‘Een onderneming waarbij de huidige en/of toekomstige kasstroom onvoldoende is om aan de huidige en/of toekomstige verplichtingen te voldoen’. Ik geef er de voorkeur aan om in plaats van ondernemingen, vennootschappen die in financiële moeilijkheden verkeren tot onderzoeksobject te maken.³⁷ Beide termen komen in het onderzoek voor. Met de term vennootschap wordt bedoeld op het juridisch kader waarmee aan de bundeling van de bedrijfsactiviteiten gestalte is gegeven. Dat kan zowel een naamloze als een besloten vennootschap zijn. Wanneer tussen beide genoemde vennootschapsvormen een onderscheid dient te worden gemaakt, worden deze uitdrukkelijk van elkaar onderscheiden. Steeds wordt echter, voor zover niet anders aangegeven, bedoeld op kapitaalvennootschappen. De personenvennootschappen vallen niet onder de term vennootschap in de hier gehanteerde betekenis. Met het begrip onderneming wordt bedoeld op het samenstel van bedrijfsactiviteiten los van het juridisch kader. Een onderneming kan gedreven worden in de vorm van een enkelvoudige vennootschap maar kan eveneens verspreid zijn over meerdere vennootschappen en aldus in een concernstructuur zijn ondergebracht. Van een insolvente vennootschap is in juridische zin sprake wanneer de vennootschap failliet

³⁵ Zie in verband met de voor- en nadelen van een economische analyse van het vennootschapsrecht onder meer Timmerman 2005 I, p. 5-7.

³⁶ Adriaanse, Huls, Kuijl & Vos, Informele reorganisatie in het perspectief van surséance van betaling, WSNP en faillissement 2004 WODC, nr. 224, p. 28 (verder: het WODC-rapport).

³⁷ Naast ‘de in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap’, wordt in dit onderzoek eveneens gebruik gemaakt van de bewoordingen: de vennootschap die met financiële moeilijkheden wordt bedreigd, de vennootschap in de buurt van de insolventie, het voortzetten van verliesgevende activiteiten of woorden van gelijkaardige strekking. Daarmee wordt steeds bedoeld op de situatie waarin de financiële toestand van de vennootschap precair is in die zin dat verplichtingen niet kunnen worden voldaan of in de toekomst, zonder het treffen van de nodige maatregelen, niet zullen kunnen worden voldaan en het voortbestaan van de vennootschap in gevaar komt.

is verklaard en op de verificatievergadering geen akkoord wordt aangeboden, het aangeboden akkoord wordt verworpen of de homologatie definitief wordt geweigerd.³⁸ In dit onderzoek wordt de term insolventie in beginsel in de ruimere, bedrijfseconomische betekenis gehanteerd. In bedrijfseconomische zin is van insolventie sprake wanneer de onderneming zonder (externe) hulp niet langer zelfstandig kan voortbestaan.³⁹ Centraal staat de situatie waarin de financiële positie van de vennootschap weliswaar precair is maar nog niet is overgegaan tot het aanvragen van surséance van betaling en de vennootschap zich evenmin in staat van faillissement bevindt. Wanneer de surséance van betaling of het faillissement reeds is ingetreden, is de vennootschap onderworpen aan een wettelijke regeling waarin rekening wordt gehouden met de rechten en plichten en het verschil in positie van diegenen die bij de vennootschap betrokken zijn. De effectiviteit van deze regels en de vraag of de belangen van de verschillende bij de vennootschap betrokkenen in voldoende mate en op evenwichtige wijze worden gewaarborgd, staat hier niet ter discussie. Met de term reorganisatie wordt dan ook bedoeld op een zogenaamde ‘informele reorganisatie’. Voor een definitie van deze term kan wederom worden aangesloten bij het genoemde rapport inzake informele reorganisatie. Een informele reorganisatie is: ‘Een reorganisatietraject dat zich afspeelt buiten wettelijke kaders en als doel heeft het herstellen van de gezondheid van een onderneming in financiële moeilijkheden (...)’.⁴⁰ In het rapport wordt daaraan toegevoegd dat het herstellen van de gezondheid van de onderneming dient plaats te vinden binnen dezelfde juridisch entiteit. Ik maak in het onderhavige onderzoek gebruik van een ruimere definitie door ook de reorganisatie van een onderneming die plaatsvindt buiten de juridische entiteit als een informele reorganisatie aan te merken. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een reorganisatie waarbij de bedrijfsactiviteiten worden gesplitst en vervolgens ondergebracht in verschillende nieuwe vennootschappen.

6. Plan van behandeling

Het onderzoek behelst drie onderdelen die overeenkomen met de genoemde fasen. Hiervoor werden in paragraaf 4 de drie fasen in chronologische volgorde geplaatst.

³⁸ Ingevolge Artikel 173 faillissementswet (FW) verkeert de boedel in dat geval van rechtswege in staat van insolventie.

³⁹ Deze formulering is ontleend aan de definitie van insolventie in bedrijfseconomische zin zoals die werd geformuleerd door Van Amsterdam en aangehaald in het reeds genoemde WODC-rapport, p. 28 zie noot 27 aldaar, luidende: ‘(...) we spreken van insolventie als een onderneming niet meer zelfstandig kan voortbestaan zonder hulp van buitenaf’. Zoals reeds aangegeven doel ik met een vennootschap die zich in de buurt van de insolventie begeeft op de situatie waarin de financiële toestand van de vennootschap dermate precair is dat de verplichtingen niet kunnen worden voldaan of in de toekomst, zonder het treffen van de nodige maatregelen, niet zullen kunnen worden voldaan en het voortbestaan van de vennootschap in gevaar komt.

⁴⁰ Zie het reeds aangehaalde WODC-rapport p. 20. Op deze definitie en het verschil tussen de formele en informele reorganisatie wordt nader ingegaan in hoofdstuk 3. Ik verwees in verband met de problematiek inzake informele reorganisaties reeds naar het proefschrift van Adriaanse 2005.

Vanuit pragmatisch oogpunt wordt echter, teneinde te komen tot een duidelijke bespreking van de centraal staande problematiek, van de chronologische volgorde afgeweken en van start gegaan met een bespreking van de tweede fase. Een beschrijving van verschillende informele reorganisatiemogelijkheden biedt de mogelijkheid om de positie van de belanghebbenden bij een dergelijke reorganisatie te identificeren. Het onderzoek kan in de volgende drie delen worden onderverdeeld die achtereenvolgens worden besproken: (I) de materiële gevolgen van de financiële problemen voor de belangrijkste betrokkenen, (II) de preliminaire fase en (III) de repressieve fase.

In hoofdstuk 2 worden de vennootschappelijke zeggenschap/machthouders geïdentificeerd. De vennootschappelijke verhoudingen in het algemeen, en meer in het bijzonder in financiële crisistijd, worden geschetst. Het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid dat in dit verband een belangrijke plaats inneemt, wordt nader besproken. Voorts wordt een afbakening gegeven van een aantal categorieën belanghebbenden. Die afbakening vormt de basis voor het verdere onderzoek.

Na deze inleidende schets van de vennootschappelijke verhoudingen worden in het eerste deel van het onderzoek de materiële gevolgen van de financiële problemen voor de belangrijkste betrokkenen in kaart gebracht. In hoofdstuk 3 wordt een aantal in de praktijk voorkomende reorganisatievormen besproken. Deze bespreking heeft ten doel inzicht te krijgen in de gevolgen van een door de financiële moeilijkheden ingegeven reorganisatie voor de belangrijkste betrokkenen alsmede in de feitelijke machtsverhoudingen bij een dergelijke reorganisatie. Bij de bespreking wordt van de verschillende reorganisatievormen een praktijkvoorbeeld gegeven. Bijzondere aandacht wordt daarbij besteed aan de gang van zaken rond de reorganisatie van Boskalis in de loop van de jaren tachtig van de vorige eeuw aangezien dit de aanleiding vormde voor het onderhavige onderzoek.

De tweede fase van het onderzoek vindt haar neerslag in hoofdstuk 4. De besluitvorming waartoe de gesignaleerde moeilijkheden aanleiding geven, staat daarin centraal. Onderzocht wordt aan welk orgaan in dit verband de belangrijkste bevoegdheden dienen toe te komen.

Het derde deel van het onderzoek wordt ingezet in hoofdstuk 5. In de repressieve fase staat de vraag centraal in hoeverre vennootschappelijke zeggenschaphouders achteraf aansprakelijk kunnen worden gesteld voor het gevoerde beleid. In hoofdstuk 5 wordt onderzocht in hoeverre de bestuurders als vennootschappelijke zeggenschaphouders binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap met de belangen van de crediteuren rekening dienen te houden. Het zesde hoofdstuk staat vervolgens in het teken van de aansprakelijkheid in concernverhoudingen. De aandeelhouders kunnen, naast het bestuur, worden aangemerkt als de tweede categorie zeggenschaphouders in het vennootschappelijk bestel. In hoofdstuk 7 wordt een uitstap gemaakt naar het buitenland. Onderzocht wordt in hoeverre vennootschappelijke zeggenschaphouders in Engeland en Zuid-Afrika gehouden zijn op enig moment met de belangen van de crediteuren rekening te houden waarbij aandacht wordt besteed aan primair de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van bestuurders en secundair de mogelijkheid tot het aansprakelijk stellen van aandeelhouders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. Het achtste hoofdstuk staat in het teken van de verantwoordelijkheid en aansprake-

lijkheid van aandeelhouders binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap in het algemeen. Daarbij wordt gezocht naar de mate van belangenbehartiging die van iedere aandeelhouder binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap mag worden verwacht. In hoofdstuk 9 worden de belangrijkste bevindingen op een rijtje gezet waaruit vervolgens een aantal conclusies wordt getrokken. Daarbij worden, rekening houdend met de bevindingen uit het onderhavige onderzoek, tevens aanbevelingen gedaan voor de bevoegdheidsverdeling en de bijbehorende verdeling van verantwoordelijkheden tussen vennootschappelijke zeggenschaphouders in (financiële) crisistijd. Tot slot wordt het onderzoek in hoofdstuk 10 samengevat waarbij de belangrijkste conclusies nogmaals worden weergegeven.

Het onderzoek is afgesloten op 1 januari 2007. Daarna verschenen literatuur, jurisprudentie en regelgeving is slechts incidenteel verwerkt.

DE VENNOOTSCHAPPELIJKE VERHOUDINGEN

1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de vennootschappelijke verhoudingen. De pijlers van het vennootschappelijk functioneren worden daarbij blootgelegd. Op die manier wordt inzicht gegeven in de verhoudingen tussen de bij de vennootschap betrokken belanghebbenden in het algemeen alsmede in crisistijd. Centraal staat de relatie tussen de vennootschappelijke zeggenschaphouders en de crediteuren van de vennootschap. Deze worden als belangrijkste betrokkenen bij de vennootschap getypeerd. Als vennootschappelijke zeggenschaphouders kunnen worden aangemerkt het bestuur, al dan niet in combinatie met een raad van commissarissen (RvC), en de gezamenlijke aandeelhouders in de aandeelhoudersvergadering (AvA). Op de onderlinge verhouding tussen deze actoren wordt in het hiernavolgende nader ingegaan. Het hoofdstuk geeft daarmee een opmaat voor een verdere uitwerking van de bevoegdheidsverdeling tussen die zeggenschaphouders in hoofdstuk 4. Afgesloten wordt met een korte bespreking van de geschetste verhoudingen in financiële crisistijd, gevolgd door een weergave van de belangrijkste bevindingen in dit kader.

2. De pijlers van het vennootschappelijk functioneren

Hansmann en Kraakman hebben in hun boek *the Anatomy of Corporate Law*, waarin het skelet van het hedendaagse vennootschapsrecht wordt ontbloot, de belangrijkste karakteriserende kenmerken van kapitaalvennootschappen benoemd. Deze zijn achtereenvolgens: (1) rechtspersoonlijkheid, (2) beperkte aansprakelijkheid, (3) overdraagbaarheid van aandelen,⁴¹ (4) centralisatie van het management in de vorm van een bestuur, en (5) de gedeelde eigendom door kapitaalverschaffers.⁴²

⁴¹ In dit verband dient erop te worden gewezen dat voor wat betreft de Nederlandse BV de overdracht van aandelen ingevolge het bepaalde in Art. 2:195 BW tot op zekere hoogte beperkt is. In het ambtelijk voorontwerp voor het wetsvoorstel inzake de wijziging van het BV-recht wordt voorgesteld de wettelijk verplichte blokkeringsregeling af te schaffen en vennootschappen de keuze te laten of zij al dan niet statutair een dergelijke regeling op willen nemen. Zie in dit verband ambtelijke voorontwerpen voor een tweede tranche van een wets-

De naamloze en besloten vennootschappen zijn privaatrechtelijke rechtspersonen in de zin van Boek 2 BW.⁴³ Rechtspersonen staan, voor zover uit de wet niet anders voortvloeit, voor wat betreft het vermogensrecht in beginsel gelijk met natuurlijke personen.⁴⁴ De rechtspersoonlijkheid brengt met zich dat de vennootschap in eigen naam drager is van rechten en plichten en derhalve in het economisch verkeer als een zelfstandige contractspartij heeft te gelden. Anders dan bij contractuele samenwerkingsverbanden wordt door het oprichten van een NV of BV een eigen rechtspersoon in het leven geroepen met een eigen vermogen dat volledig los staat van het vermogen van diegenen die in de vennootschap participeren.⁴⁵ Personenvennootschappen worden gekenmerkt door een vergaande mate van inrichtingsvrijheid. Deze inrichtingsvrijheid gaat echter gepaard met een onbeperkte aansprakelijkheid van de vennoten. Bij de naamloze en besloten vennootschap wordt daarentegen de vennootschappelijke huls, die als zelfstandige entiteit deelneemt aan het juridisch verkeer, geabstraheerd van haar inhoud. Hansmann en Kraakman onderscheiden twee belangrijke rechtsregels die het functioneren van de vennootschap als rechtspersoon bepalen, de prioriteitsregel en de bescherming tegen liquidatie. De prioriteitsregel biedt de zaakscrediteuren een rechtstreeks verhaalsrecht jegens de vennootschap waardoor deze niet hoeven concurreren met de privé schuldeisers van de eigenaren van de vennootschap. Deze prioriteitsregel vormt echter geen onderscheidend kenmerk van rechtspersoonlijkheid. Naar huidig recht kennen de zaakscrediteuren bij de openbare maatschap, de vof en de cv een vergelijkbare bescherming via de theorie van het afgescheiden vermogen, zonder dat deze contractuele samenwerkingsvormen rechtspersoonlijkheid bezitten.⁴⁶ Daarnaast worden de vennootschapscrediteuren beschermd tegen liquidatie van de vennootschap doordat aandeelhouders hun deelname in het kapitaal niet kunnen terugtrekken. Privécrediteuren van de individuele aandeelhouders kunnen evenmin de participatie van

voorstel strekkende tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid. Zie over dit initiatief tot vereenvoudiging van het BV-recht hierna meer.

⁴² Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 1, die spreken over: 'legal personality, limited liability, transferable shares, delegated management under a board structure, and investor ownership'.

⁴³ Art. 2:3 BW.

⁴⁴ Art. 2:5 BW.

⁴⁵ Het wetsvoorstel inzake de herziening van de regeling met betrekking tot personenvennootschappen, maakt het mogelijk om ook bij de contractuele samenwerkingsverbanden voor rechtspersoonlijkheid te opteren; zie vaststelling van titel 7.13 (vennootschap) van het Burgerlijk Wetboek, *Kamerstukken I en II*, 28 746. Bij deze contractuele samenwerkingsverbanden kan echter geen gebruik worden gemaakt van beperkte aansprakelijkheid.

⁴⁶ Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 7. In het Nederlandse recht inzake de personenvennootschappen wordt door de inbreng van de vennoten een goederenrechtelijke gemeenschap tot stand gebracht die gekenmerkt wordt door beschikkingsgebondenheid. Van den Broeke/Van der Linden, HR 17 december 1993, *NJ* 1994/301. Zie Hamers en Van Vliet 2004, p. 61 e.v. De vof en de cv hebben een afgescheiden vermogen. Zie voor de vof HR 26 november 1897, *W* 7047 (*Boeschoten/Besier*) en voor de cv HR 14 maart 2003, *NJ* 2003/327. Volgens de heersende leer heeft ook de openbare maatschap een afgescheiden vermogen; Asser/Maeijer 5-V 1995, nr. 182. Zie over het afgescheiden vermogen van de eenmanszaak Van der Sangen 2005, p. 165-174. Zie over deze zogenaamde 'asset partitioning', Hansmann, Kraakman & Squire 2006.

hun debiteur in het kapitaal van de vennootschap uitwinnen.⁴⁷ De beperkte aansprakelijkheid beschermt het vermogen van de aandeelhouders tegen verhaal door vennootschapscrediteuren. Anders dan bij contractuele samenwerkingsverbanden zijn de participanten in kapitaalvennootschappen in beginsel niet aansprakelijk voor de schulden van de vennootschap. De beperkte aansprakelijkheid maakt daarmee risicospreiding mogelijk en stimuleert investeringen in risicovolle ondernemingen.⁴⁸ De overdraagbaarheid van aandelen zorgt voor de continuïteit van de onderneming. Een aandeelhouder die zijn deelname van de hand wil doen, kan zijn aandelen overdragen zonder dat dit implicaties heeft voor het voortbestaan van de vennootschap. Zoals Hansmann en Kraakman aangeven, zorgt de overdraagbaarheid van aandelen in combinatie met de liquidatiebescherming en de beperkte aansprakelijkheid ervoor dat de kredietwaardigheid van de vennootschap niet wordt beïnvloed door een wijziging in het aandeelhoudersbestand.⁴⁹ De centralisatie van het bestuur van de vennootschap bij een bestuursorgaan maakt de besluitvorming eenvoudiger en zorgt voor transparantie naar derden toe. De gedeelde eigendom vertaalt zich in de toekenning van een aantal belangrijke zeggenschapsrechten alsmede rechten van financiële aard aan de aandeelhouders.

De vijf genoemde kenmerken van het vennootschapsrecht geven aanleiding tot tal van belangenconflicten. De gedeelde eigendom kan bij de kapitaalverschaffers leiden tot een belangentegenstelling tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders, terwijl de centralisatie van het management een belangenconflict tussen de aandeelhouders enerzijds en het bestuur anderzijds in de hand kan werken. Beide collusies zijn in het verleden in de juridische literatuur reeds uitgebreid aan de orde gekomen.⁵⁰ In deze studie worden de vijf kenmerken van kapitaalvennootschappen, en de implicaties daarvan voor het vennootschappelijk functioneren, beschouwd in relatie tot de externe consequenties daarvan voor vennootschapscrediteuren. Centraal staat de verhouding tussen de vennootschappelijke zeggenschapshouders en de crediteuren van de vennootschap. In het kader van die relatie zijn met name het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid, de scheiding tussen *own-*

⁴⁷ Zie over de liquidatiebescherming eveneens Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 6-8. Een aandeel is wel een vermogensrecht en maakt derhalve deel uit van het vermogen van de aandeelhouder. In die zin kunnen de privé-crediteuren van de aandeelhouder wel trachten aanspraak te maken op diens aandelenportefeuille.

⁴⁸ Zie over de beperkte aansprakelijkheid onder meer Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 8 e.v. en Muscat 1996, p. 153 e.v.; Dillon 2006.

⁴⁹ Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 11.

⁵⁰ Zie in dit verband onder meer de discussie omtrent de inhoud van het vennootschappelijk belang en de daarmee samenhangende discussie betreffende het belang dat door het bestuur bij het bepalen van het beleid van de vennootschap centraal dient te staan. Zie onder meer Maeijer 1964; Löwensteijn 1970, p. 85-99; Mendel 1989; Van Leeuwen 1990; Timmerman 1996, p. 1318-1323; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 293. Zie in verband met de verhouding tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders onder meer Mendel 1997, p. 207-215; Timmerman 2002 III, p. 409-418. Voor wat betreft de verhouding tussen het bestuur en de AvA kan verder onder meer worden verwezen naar de discussie inzake corporate governance en de aanbevelingen van de Commissie Tabaksblat: De Nederlandse corporate governance code. Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen. Commissie Corporate Governance van 9 december 2003 (verder: de corporate governance code van de Commissie Tabaksblat).

ership en *control* door de aanwezigheid van een gedelegeerd bestuur en de gedeelde eigendom door kapitaalverschaffers relevant. Deze kenmerken zijn dermate verweven met de positie van het bestuur, de aandeelhouders en de crediteuren, dat zij bij de typering van die belangrijkste betrokkenen bij de vennootschap in de volgende paragraaf nader aan de orde komen.

3. Typering van de belangrijkste betrokkenen bij de vennootschap

3.1. *Het bestuur en de raad van commissarissen*

Boek 2 BW gaat voor wat betreft kapitaalvennootschappen uit van twee naast elkaar staande vennootschapsorganen, het bestuur en de aandeelhoudersvergadering. Beide organen hebben ieder hun eigen rechten en plichten. Het bestuur staat in voor het dagelijks beleid van de vennootschap terwijl bevoegdheden die diep ingrijpen in de aard en de kern van de vennootschap, zijn voorbehouden aan de aandeelhouders.⁵¹ Deze dualiteit dient onder meer de continuïteit van de vennootschap.⁵² Een wijziging in het aandeelhoudersbestand leidt bijvoorbeeld niet tot inconsistenties in de dagelijkse leiding. De centralisatie van het management in een bestuursorgaan zorgt voor de nodige transparantie. Derden weten met wie ze moeten onderhandelen en aan wie binnen de vennootschap de vertegenwoordigingsbevoegdheid toekomt.⁵³ Het bestuursorgaan is samengesteld uit een beperkt aantal leden met kennis van zaken ten aanzien van de ondernemingsactiviteiten die door de vennootschap worden ontplooid. Binnen dit selecte gezelschap is het eenvoudiger om tot een snelle en adequate besluitvorming te komen dan wanneer alle aandeelhouders dienen te worden geïnformeerd en vervolgens geconsulteerd. Dat geldt met name voor vennootschappen met een verspreid aandelenkapitaal. Door de dagelijkse leiding over te laten aan een gedelegeerd bestuur, worden de bij de vennootschap betrokken belanghebbenden beschermd tegen opportunistisch gedrag van bijvoorbeeld een meerderheidsaandeelhouder.⁵⁴ Op grond van het bepaalde in Artikel 2:8 BW dienen diegenen die krachtens de wet en de statuten bij de organisatie van de vennootschap betrokken zijn, zich voorts jegens elkander te gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd. Zowel het bestuur als de aandeelhouders zijn hieraan gebonden. Het is onder meer de scheiding tussen *ownership* en *control* die de beperkte aansprakelijkheid toelaatbaar maakt.⁵⁵ Aandeelhouders kunnen in beginsel niet aansprakelijk worden gesteld voor de gedragingen van de vennootschap omdat zij, volgens het theoretisch model, de controle daarover uit handen hebben geven en overgedragen aan het bestuur van de vennootschap. Zolang deze scheiding tussen eigendom en controle wordt gerespecteerd, genieten de aandeelhouders de bescherming van de beperkte aansprakelijkheid. Bestuurders die hun taak naar behoren uitoefenen, kunnen evenmin aansprakelijk worden gesteld voor

⁵¹ Op de bevoegdheidsverdeling tussen beide organen wordt in het kader van dit onderzoek nog uitvoerig ingegaan in hoofdstuk 4.

⁵² Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 15.

⁵³ Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 11 e.v. en Hansmann & Kraakman 2004 II, p. 46.

⁵⁴ Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 11 e.v.

⁵⁵ Muscat 1996, p. 164.

de schulden van de vennootschap. Beleidsbemoeienis door de aandeelhouder of een falend bestuur, kan echter onder omstandigheden tot persoonlijke aansprakelijkheid leiden.⁵⁶ Typologisch doet de noodzaak tot dualiteit zich met name gevoelen bij de (beursgenoteerde) naamloze vennootschap. Bij dergelijke vennootschappen zal doorgaans sprake zijn van een sterk verspreid aandelenkapitaal en een grote afstand tussen het management en diegenen die door middel van een kapitaaldeelname in de vennootschap participeren.⁵⁷ Het in Nederland geldende BV-recht vormt echter nagenoeg een kopie van het NV-recht ten gevolge waarvan bij de besloten vennootschap eveneens wordt uitgegaan van een duale structuur en een delegatie van de bestuursmacht aan een bestuursorgaan.⁵⁸ Omdat dit beeld niet steeds voldoet aan de werkelijkheid, wordt het BV-recht thans gereviseerd teneinde dit flexibeler te maken.⁵⁹ Uit die voorstellen blijkt dat de beperkte aansprakelijkheid daarbij steeds vaker wordt doorbroken.

Naar hun oorsprong zijn kapitaalvennootschappen gericht op het behalen van winst voor hun aandeelhouders.⁶⁰ De bestuurders kunnen gezien worden als *trustees*⁶¹ van de aandeelhouders met wiens geld zij deelnemen aan het economisch verkeer. De belangen van aandeelhouders kunnen tot op zekere hoogte gelijk lopen met die van andere belanghebbenden.⁶² Echter, in het hiernavolgende zullen we zien dat dat niet steeds het geval hoeft te zijn. Het bestuur is het best geplaatst om ook de belangen van anderen in acht te nemen en vormt in die zin een waarborg tegen een té eenzijdige behartiging van het eigen belang door de aandeelhouders. Het bestuur dient zich, naar Nederlandse opvattingen, bij de uitoefening van zijn taak te richten naar het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.⁶³ De bundeling van deze belangen wordt aangeduid met de term het vennootschappelijk belang. Discussie bestaat over de precieze inhoud van dit 'vennootschappelijk belang'. Volgens Maeijer dient hieronder te worden verstaan: '(...) het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel (...)'.⁶⁴ Volgens een andere visie kan het vennootschappelijk belang gedefinieerd worden als: '(...) de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken(...)'.⁶⁵ Hoe dit ook zij, duidelijk is dat naar Nederlandse opvattingen

⁵⁶ Zie hierover uitgebreid hoofdstuk 5 en hoofdstuk 6.

⁵⁷ Dit neemt niet weg dat zich in de praktijk ook 'grote' BV's kunnen voordoen met een groot aantal aandeelhouders.

⁵⁸ Zie hierover Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 167 e.v. en p. 301 e.v.

⁵⁹ Zie ambtelijke voorontwerpen voor een eerste, tweede en derde tranche van een wetsvoorstel strekkende tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid. Te raadplegen op de website van het Ministerie van Justitie: <www.justitie.nl/onderwerpen/wetgeving/bv%5Frecht/>.

⁶⁰ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 12.

⁶¹ Zie Pitlo/Raaijmakers 2000, nr. 1.105.

⁶² Zie hierover Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 18.

⁶³ Zie onder meer Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

⁶⁴ Maeijer 1964, p. 6.

⁶⁵ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231. Zie voor een weergave van de discussie over de inhoud van het vennootschappelijk belang Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 293. Ik ga hier niet verder op in.

het bestuur niet gehouden is louter het belang van de gezamenlijke aandeelhouders te dienen. De Nederlandse perceptie van het vennootschapsrecht contrasteert daarmee met de Angelsaksische visie ten aanzien van het vennootschapsrecht waarin van oudsher de belangen van de aandeelhouders centraal staan.⁶⁶ Elke bestuurder is overigens jegens de vennootschap gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak.⁶⁷ Door het toenemende optreden van activistische beleggers zoals Centaurus en Paulson bij Stork bijvoorbeeld, kan ik mij niet aan de indruk onttrekken dat wij in de Nederlandse praktijk steeds meer evolueren in de richting van het Angelsaksische vennootschapsmodel waarin het aandeelhoudersbelang in beginsel voorop staat.⁶⁸ In het najaar van 2006 ontstond een verschil van mening tussen de genoemde aandeelhouders en het bestuur van Stork.⁶⁹ De aandeelhouders dwongen het bestuur in het nauw door aan te dringen op het opsplitsen van de onderneming. Een vergelijkbare situatie deed zich voor bij ABN AMRO waar het Britse hedge fund TCI eveneens aandrang op het opsplitsen en verkopen van (onderdelen) van de onderneming. De Nederlandse vennootschapswetgeving biedt activistische beleggers kennelijk de mogelijkheid om het bestuur van de vennootschap feitelijk onder druk te zetten en op die manier hun belangen aan het bestuur op te dringen. Zoals gezegd gaat de Nederlandse vennootschapswetgeving traditioneel uit van een model waarin gezocht moet worden naar een evenwicht tussen de bij de vennootschap betrokken belangen. De gang van zaken bij Stork en ABN AMRO heeft een debat doen oplaaien omtrent de vraag op welke manier dat evenwicht, rekening houdend met de vernieuwde rol die sommige (activistische) beleggers tegenwoordig innemen, in de moderne vennootschappelijke samenleving kan worden bereikt.

Naast de aandeelhoudersvergadering en het bestuur kan aan het vennootschappelijk bestel een derde macht worden toegevoegd namelijk de raad van commissarissen. De duale machtenscheiding binnen de vennootschap wordt in dat geval vervangen door een driedeling waarbij de commissarissen toezicht houden op

⁶⁶ De tendens in Engeland is om naast het aandeelhoudersbelang in toenemende mate aan dacht te besteden aan andere belangen. Dit blijkt uit de introductie van het zogenaamde *enlightened shareholders*-model. Zie hierover meer in paragraaf 4 van dit hoofdstuk.

⁶⁷ Artikel 2:9 BW.

⁶⁸ Zie over de vraag of van een ontwikkeling in de richting van het Angelsaksische model sprake is, Slagter 2005, nr. 1. Hij verwijst naar Wakkie ter gelegenheid van een symposium in het kader van zijn afscheid bij De Brauw Blackstone Westbroek waarbij deze kennelijk van mening was dat uit de aanvaarding van de corporate governance code van de Commissie Tabaksblat en het pleidooi voor de afschaffing van de structuurregeling kan worden afgeleid dat in Nederland is gekozen voor het Angelsaksische systeem ten aanzien van het aandeelhoudersdenken. Slagter is van mening dat de Nederlandse vennootschapswetgeving zich niet in een dergelijke richting beweegt. Zie over een dergelijke ontwikkeling eveneens Timmerman 2001, p. 115, die verwijst naar een commentaar levert op de bijdrage van Hansman en Kraakman 2000. Zie voorts Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 311. Zie over het vennootschapsrecht als 'Mixed legal systems', Timmerman 2003 II, p. 1638-1639. Zie over de verschillen tussen het Angelsaksische en het Rijnlandse model naar aanleiding van Stork, Koen 2006. Zie over de gang van zaken bij Stork onder meer Kroeze & Verburgh 2007, p. 434-441.

⁶⁹ Over de gang van zaken bij Stork verschenen talrijke krantenartikelen waaronder 'Stork relateert overwinning van hedge funds', *FD* 13-10-2006; 'Hedge funds regeren vergadering Stork', *FD* 13-10-2006. Zie hierover eveneens Sinninghe Damsté 2006, p. 202-205.

het bestuur en de bestuurders van advies dienen. Het instellen van een raad van commissarissen is facultatief, behalve voor vennootschappen die onder het zogenaamde structuurregime vallen. In deze, typisch Nederlandse, constructie dient de vennootschap een raad van commissarissen als toezichthoudend orgaan in te stellen waarbij belangrijke bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering worden doorgeschoven naar de commissarissen. De raad van commissarissen moet bij de uitoefening van zijn taak oog hebben voor het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.⁷⁰ In het kader van dit onderzoek kunnen het bestuur en de gezamenlijke aandeelhouders als vennootschappelijke machts/zeggenschaphouders worden aangemerkt. De belangrijkste beslissingsbevoegdheden ten aanzien van het vennootschappelijk functioneren zijn over de aandeelhoudersvergadering en het bestuur verdeeld. De raad van commissarissen heeft vooral een toezichthoudende taak. Voor zover aan de raad van commissarissen beslissingsbevoegdheid wordt toegekend, hetgeen zich met name zal voordoen in een structuurvennootschap, vormt deze een afgeleide van de bevoegdheid van de gezamenlijke aandeelhouders.⁷¹

3.2. *Kapitaal- en kredietverschaffers*

De aandeelhouders zijn de kapitaalverschaffers van de vennootschap. In ruil voor hun participatie in het aandelenkapitaal, komt op de aandeelhouders een inbrengverplichting te rusten. Die inbreng vormt de eerste aanzet tot het eigen vermogen van de vennootschap. De beperkte aansprakelijkheid zorgt ervoor dat aandeelhouders niet verder delen in de schulden van de vennootschap dan tot het bedrag van hun inbreng.⁷² De liquidatiebescherming voorkomt dat aandeelhouders hun inbreng terugvragen. In dit verband wordt ook wel gesproken van een ‘onlosbare schuld’⁷³ van de vennootschap jegens de aandeelhouders. De aandeelhouders worden getypeerd als de *residual claimholders*.⁷⁴ In theorie kunnen zij aanspraak maken op het resterende vermogen van de vennootschap in geval van liquidatie nadat alle (overige) crediteuren zijn voldaan.⁷⁵ In die zin kunnen aandeelhouders eveneens tot de categorie van de vennootschapscrediteuren worden gerekend, meer in het bijzonder kunnen zij worden aangemerkt als postconcurrente vennootschapscrediteuren.⁷⁶

⁷⁰ Artikel 2:140/250-2 BW.

⁷¹ Het doel van de invoering van de structuurregeling en de daarmee gepaard gaande overheveling van bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering naar de raad van commissarissen bij grote vennootschappen was immers het tegengaan van aandeelhoudersabsenteïsme. Daarnaast werd het wenselijk geacht ook de werknemers enige medezeggenschap ten aanzien van het beleid van de vennootschap te verschaffen. Zie hierover paragraaf 3.2.1.3 van dit hoofdstuk.

⁷² Artikel 2:64/175 BW.

⁷³ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 161.

⁷⁴ Deze term wordt onder meer gebruikt in het rapport van de High Level Group of Company Law Expert 2002. Aandeelhouders als *residual claimants*, zie Fama & Jensen 1983.

⁷⁵ In de praktijk zal dit zich echter zelden of nooit voordoen.

⁷⁶ Wanneer in het hiernavolgende de termen vennootschapscrediteuren en crediteuren worden gebruikt, wordt daarmee echter niet tevens bedoeld op de aandeelhouders. Het aandeel is

De term kredietverschaffers kan worden gereserveerd voor diegenen die de vennootschap krediet ter beschikking stellen, bijvoorbeeld in de vorm van een lening dan wel door het leveren van goederen en/of diensten onder een uitgestelde tegenprestatie. Zij voorzien de vennootschap van vreemd vermogen dat deze, in combinatie met het eigen vermogen, in staat stelt aan het economisch verkeer deel te nemen. Ondanks het feit dat beide categorieën belanghebbenden, krediet- en kapitaalverschaffers, de vennootschap vermogen doen toevloeien, zijn er belangrijke verschillen in de hun toekomende verhaalsrechten en het daarmee gepaard gaande verwachtingspatroon. De aandeelhouder stelt risicodragend kapitaal ter beschikking. Wanneer het de vennootschap voor de wind gaat, zijn de aandeelhouders gerechtigd daarvan de vruchten te plukken in de vorm van een dividenduitkering. Wanneer de vennootschap echter in moeilijk vaarwater terecht komt, nemen zij wilens en wetens het risico op het verlies van hun inleg. De crediteur bevindt zich echter in een geheel andere uitgangspositie. Hij stelt de vennootschap anders dan de aandeelhouders geen risicodragend kapitaal ter beschikking maar heeft een vordering op de vennootschap waarvan verwacht wordt dat deze zal worden voldaan.⁷⁷

3.2.1. De aandeelhouders

3.2.1.1. De aard van het aandeel en de rol van de individuele aandeelhouder

De aandeelhouder komt ten gevolge van zijn deelname in het kapitaal van de vennootschap met deze in een rechtsbetrekking⁷⁸ te staan waaruit voor hem een aantal rechten voortvloeit. Deze rechten kunnen in twee categorieën worden onderverdeeld. In de eerste plaats kan de aandeelhouder aanspraak maken op rechten op pecuniair terrein. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan het recht op dividend⁷⁹ en het recht op een deel van het resterende vennootschapsvermogen in geval van liquidatie.⁸⁰ In de tweede plaats verschaft het aandeel de aandeelhouder een aantal zeggenschapsrechten.⁸¹ Als belangrijkste zeggenschapsrechten kunnen worden aangemerkt het vergader- en stemrecht.⁸² Beide categorieën aandeelhouders-

volgens de heersende leer wel een vermogensrecht maar geen gewoon vorderingsrecht van de aandeelhouder jegens de vennootschap. De schuld die voor de vennootschap daaruit voortvloeit is een schuld van eigen aard zie over de aard van het aandeel Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 180; Prinsen 2004, p. 55 e.v. Zie in dit kader de uitspraak van de Rechtbank Dordrecht van 11 februari 2004, *JOR* 2004/314 en de daarbij behorende noot van J.J. Prinsen.

⁷⁷ Zie in die zin Adriaanse 2006, p. 67-68. Crediteuren die met kapitaalvennootschappen een overeenkomst aangaan weten wel dat zij contracteren onder het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid en zullen daarmee tijdens de onderhandelingen tot op zekere hoogte rekening houden. Bovendien kunnen zij trachten bij het sluiten van de overeenkomst om de beperkte aansprakelijkheid heen te contracteren door bijvoorbeeld borgstelling of zekerheden te eisen. Zie hierover meer in paragraaf 3.2.2 van dit hoofdstuk.

⁷⁸ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 177.

⁷⁹ Artikel 2:105/216 BW.

⁸⁰ Artikel 2:23b BW; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 177.

⁸¹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 177.

⁸² Artikel 2:117/227 BW. Naast de genoemde rechten komt de individuele aandeelhouder nog een aantal andere rechten toe zoals onder meer het recht om een AvA bijeen te roepen indien

rechten weerspiegelen de twee functies van het aandeel, te weten de beleggingsfunctie enerzijds en de zeggenschapsfunctie anderzijds. Het behoeft geen betoog dat bij een minderheidsaandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap doorgaans de beleggingsfunctie van het aandeel voorop staat terwijl in een familiebedrijf de zeggenschapsfunctie voor de aandeelhouder overheerst. De rechtsbetrekking waarin de aandeelhouder door zijn participatie in het vermogen van de vennootschap jegens deze komt te staan, wordt in de literatuur aangemerkt als een rechtsbetrekking van eigen aard die overeenkomt met een lidmaatschapsverhouding.⁸³ Van een contractuele verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders is met andere woorden geen sprake.⁸⁴ Als reden voor het kwalificeren van deze rechtsbetrekking als een lidmaatschapsverhouding wordt onder meer aangevoerd dat de besluitvorming binnen de vennootschap in beginsel bij meerderheid plaatsvindt en dat, anders dan bij overeenkomsten, de rechtsbetrekking tussen partijen niet door wilsovereenkomst tot stand komt.⁸⁵

Naast rechten vloeien uit de rechtsbetrekking (en de lidmaatschapsverhouding) eveneens plichten voort. De aandeelhouder maakt onderdeel uit van de vennootschapsrechtelijke orde ten gevolge waarvan hij onderworpen is aan de wettelijke bepalingen van Boek 2 BW. Daarnaast kunnen voor hem uit interne regelingen plichten voortvloeien.⁸⁶ De belangrijkste verplichting die op de aandeelhouder rust is de inbrengverplichting.⁸⁷ Ondanks het feit dat de aandeelhouder onderdeel uitmaakt van de vennootschappelijke orde en jegens de vennootschap in een rechtsbetrekking komt te staan, is deze in beginsel volledig vrij in de wijze waarop hij van

bestuur en RvC dit nalaten, Artikel 2:112/222 BW. Zie voor een overzicht van de rechten die aan de individuele aandeelhouder toekomen onder meer Slagter 2005, nr. 67.

⁸³ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 131; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 51; Slagter 2004, p. 424 e.v.; Rensen 2005, p. 288 e.v.

⁸⁴ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 131; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 51; Slagter 2004, p. 424 e.v. In dit verband is merkwaardig de uitspraak van de Hoge Raad van 17 oktober 2003, *JOR* 2003/276 waarin deze van oordeel is dat de op de aandeelhouder rustende stortingsplicht een plicht is van contractuele aard waaraan een verjaringstermijn van vijf jaar verbonden is. Deze uitspraak is in de literatuur onder veel kritiek ontvangen. Zie over de discussie waarop ik verder niet inga Slagter 2004, p. 427 die onder meer verwijst naar Bier & Franken in *Ondernemingsrecht* 2002, p. 417-419 en *Ondernemingsrecht* 2003, p. 27-28 naar aanleiding van de uitspraak van het Hof 's-Hertogenbosch 7 februari 2002, *JOR* 2002/109 en Louwerier, *JutD* 20 november 2003, p. 15-18 en Bremer & Dijkema, *TvI* 2003, p. 146-151; zie over de uitspraak eveneens Hamers & Schwarz 2004, p. 128-136. Zie over de discussie verder Rensen 2005, p. 288-289.

⁸⁵ Slagter 2004, p. 424 e.v. Wel wordt erkend dat de aandeelhouder bij het nemen van aandelen zich contractueel jegens de vennootschap verbindt. De vennootschap verplicht zich bij een dergelijke toetredingsovereenkomst ertoe de wederpartij als aandeelhouder te aanvaarden. Aangenomen wordt echter dat de overeenkomst is uitgewerkt wanneer de toetreding een feit is. Zie Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 131.

⁸⁶ In dit verband kan onder meer worden gedacht aan daartoe strekkende bepalingen in de statuten en reglementen of besluiten van vennootschapsorganen. Rensen 2005, p. 32. Zie eveneens Rensen over de mogelijkheid tot het opleggen van extra verplichtingen aan aandeelhouders.

⁸⁷ Artikel 2:80/191 BW. Het is overigens niet mogelijk om aan de aandeelhouder tegen zijn wil een verplichting boven de storting van het nominale bedrag van de door hem te nemen aandelen op te leggen. Artikel 2:81/192 BW.

zijn stemrecht gebruik maakt. Niets weerhoudt hem (in beginsel) ervan om daarbij zijn eigen belang voorop te stellen.⁸⁸ De wijzen waarop door de individuele aandeelhouders aan het aandeelhouderschap invulling wordt gegeven, kunnen onderling sterk verschillen. Aandeelhouders kunnen zich in verschillende hoedanigheden voordoen. Een kleine aandeelhouder in een naamloze vennootschap met een verspreid aandelenkapitaal, voor wie vooral de beleggingsfunctie van het aandeel voorop staat, zal bijvoorbeeld op een andere wijze invulling geven aan het aandeelhouderschap dan de *pater familias* die via zijn participatie in het kapitaal van de familie BV tracht de touwtjes in handen te houden. Bij het zoeken naar een afbakening van de rol van de aandeelhouder, die is aangepast aan het huidige tijdsgewricht, dient deze verscheidenheid te worden erkend. Datgene wat van een aandeelhouder binnen de vennootschappelijke orde mag worden verwacht, wordt mede bepaald door de wijze waarop deze aan het aandeelhouderschap invulling heeft gegeven.⁸⁹

3.2.1.2. De rol en functie van de algemene vergadering van aandeelhouders

In de literatuur wordt de term algemene vergadering van aandeelhouders in twee betekenissen gebruikt.⁹⁰ De deelname in het kapitaal biedt aandeelhouders de mogelijkheid om binnen de vennootschap hun stem te laten gelden. De algemene vergadering van aandeelhouders vormt in de eerste plaats het forum waarbinnen dit dient te geschieden. Daarnaast kan de algemene vergadering van aandeelhouders worden gekwalificeerd als een vennootschappelijk orgaan waaraan als zodanig binnen de vennootschappelijke orde een aantal bevoegdheden toekomt. In het hiernavolgende zal, wanneer de term algemene vergadering van aandeelhouders wordt gebezigd, daarmee in de regel worden bedoeld op de aandeelhoudersvergadering in de tweede betekenis, namelijk als orgaan van de vennootschap. Anders dan de bestuurders of de commissarissen, is de aandeelhouder in beginsel niet verplicht om bij de uitoefening van zijn bevoegdheden rekening te houden met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Wel dient ook de aandeelhoudersvergadering zich te begeven binnen de door de redelijkheid en billijkheid gestelde grenzen. Door het nemen van de aandelen treedt de aandeelhouder toe tot de organisatie van de vennootschap waardoor deze zich op basis van Artikel 2:8 BW dient te gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.

Naast het bestuur, kan de algemene vergadering van aandeelhouders gezien worden als een grootmacht die het vennootschappelijk functioneren (mede) bepaalt. De aandeelhouders stellen de vennootschap kapitaal ter beschikking en kunnen uit

⁸⁸ HR 30 juni 1944, NJ 1944/465 (*Wennex*); HR 13 november 1959, NJ 1960/472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, NJ 1960/473 (*Aurora*). Zie hierover uitgebreid hoofdstuk 8.

⁸⁹ Dit komt aan de orde in hoofdstuk 8. Zie over de verschillende soorten aandeelhouders en datgene wat van hen mag worden verwacht eveneens Rensen 2005, p. 32. Zie voor een beschrijving van de wijzigingen in aandeelhoudersgedrag door de jaren heen Steins Bisschop 2006 II, p. 210-218.

⁹⁰ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 253.

dien hoofde worden aangemerkt als de ‘eigenaren’.⁹¹ De bestuurders treden op als agenten van de aandeelhouders en beschikken over een mandaat dat hen in staat stelt de dagelijkse leiding over de vennootschap te voeren.⁹² De consequentie van deze delegatie van bestuursmacht is dat de aandeelhouders over bevoegdheden dienen te beschikken die hen in staat stellen de agenten te controleren. De controlerende rol van de aandeelhoudersvergadering ten opzichte van het bestuur blijkt onder meer uit het in het tweede lid van Artikel 2:107/217 BW neergelegde recht op inlichtingen. Op grond van die bepaling dienen het bestuur en de raad van commissarissen de aandeelhoudersvergadering alle door haar verlangde inlichtingen te verschaffen voor zover een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daar niet tegen verzet.⁹³ Een andere bevoegdheid in de handen van de aandeelhouders is het in Artikel 2:114a/224a BW neergelegde agenderingsrecht. Op grond van die bepaling kunnen een of meer aandeelhouders die alleen of gezamenlijk tenminste 1% van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, een onderwerp ter behandeling op de aandeelhoudersvergadering voordragen.⁹⁴ Dit is een machtig wapen gebleken in de handen van de hedge funds bij Stork die de druk op het bestuur opvoerden door de opsplitsing van de onderneming te agenderen. Nemen we de krachtens dwingend recht aan de aandeelhoudersvergadering opgedragen bevoegdheden in ogenschouw, dan kunnen we vier belangrijke kernrechten onderscheiden die de aandeelhoudersvergadering in staat stellen een zekere mate van toezicht op het bestuur uit te oefenen.⁹⁵ In de eerste plaats kan worden gewezen op de bevoegdheid tot het benoemen en ontslaan van bestuurders. Deze bevoegdheid leidt in de praktijk, ondanks de afwezigheid van een instructierecht⁹⁶ van de aandeelhoudersvergadering, tot een instructiemacht. Het biedt de aandeelhouders immers de mogelijkheid om een hun onwelwillend bestuur naar huis te sturen. In de tweede plaats is de aandeelhoudersvergadering bevoegd om over een eventuele structuurwijziging van de vennootschap te besluiten, in dit verband kan onder meer worden gewezen op de bevoegdheid tot omzetting van de vennootschap in een andere rechtsvorm of de bevoegdheid om de vennootschap te laten liquideren. Het derde kernrecht van de aandeelhoudersvergadering heeft betrekking op wijziging van de spelregels binnen

⁹¹ Hierbij dient te worden opgemerkt dat de kwalificatie van aandeelhouders als eigenaren van de onderneming in juridische zin niet juist is. De vennootschap beschikt immers zelf over rechtspersoonlijkheid en kan uit dien hoofde zelf worden aangemerkt als de eigenaar van de onderneming die door haar gedreven wordt. De aandeelhouders stellen de rechtspersoon vermogen ter beschikking dat deze in staat stelt economische activiteiten te ontplooiën. Zie Slagter 1988 IV, p. 8-9; Steins Bisschop 2006 I, p. 52.

⁹² Bij het voeren van de dagelijkse leiding dient het bestuur zich naar Nederlandse opvattingen, zoals reeds aangegeven in paragraaf 2.3.1, niet enkel te richten naar het aandeelhoudersbelang maar naar het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.

⁹³ Discussie bestaat over de vraag of dit recht eveneens toekomt aan de individuele aandeelhouders. Maeijer is van mening dat dit inderdaad het geval is. Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 256. Zie hierover eveneens onder meer De Nijs Bik 2003, p. 43-48.

⁹⁴ Hier geldt eveneens dat het verzoek tot behandeling van een bepaald onderwerp wordt afgewezen wanneer een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet; zie Artikel 2:114a/224a lid 1 BW.

⁹⁵ Zie voor een indeling van de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering in kernbevoegdheden Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 255.

⁹⁶ HR 21 januari 1955, NJ 1959/43 (*Forumbank*).

de vennootschappelijke orde, waarbij kan worden gedacht aan de bevoegdheid om tot statutenwijziging over te gaan. De vierde kernbevoegdheid betreft de vaststelling van de jaarrekening en de décharge van bestuurders, het middel bij uitsteking van bestuurders ter verantwoording te roepen over het door hen gevoerde beleid.⁹⁷ Daarnaast komen aan de aandeelhoudersvergadering belangrijke bevoegdheden toe die gelegen zijn op het terrein van het vennootschappelijk kapitaal.⁹⁸ Belangrijke wijzigingen in de samenstelling van het vennootschappelijk kapitaal kunnen immers leiden tot ingrijpende wijzigingen in de zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap. De Tweede EG-richtlijn inzake vennootschapsrecht kent de gezamenlijke aandeelhouders op dit punt een aantal belangrijke bevoegdheden toe.⁹⁹ In lijn daarmee zouden de aandeelhouders bijvoorbeeld in beginsel gezamenlijk moeten kunnen bepalen in hoeverre hun eigen belang in de vennootschap door bijvoorbeeld een voorgenomen emissie verwatert.¹⁰⁰ Naar geldend recht wordt de emissiebevoegdheid echter slechts bij regeland recht en niet dwingendrechtelijk aan de aandeelhoudersvergadering toebedeeld. Behalve aan de aandeelhoudersvergadering als orgaan, worden in Boek 2 BW eveneens bepaalde rechten toegekend aan groepen van aandeelhouders.¹⁰¹ Te denken valt in dit verband onder meer aan de bevoegdheid die aan houders van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal toekomt om aan de rechtbank een machtiging te vragen voor het bijeenroepen van een buitengewone aandeelhoudersvergadering¹⁰² of om een enquêteverzoek in te dienen bij de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam.¹⁰³

⁹⁷ Zie over het gebruik van décharge als instrument ter disciplineren van het bestuur Van Basten-Boddin & Schwarz 2006.

⁹⁸ Hierop en op de overige bevoegdheden van de AvA wordt uitgebreid ingegaan in hoofdstuk 4. Naast de vier genoemde kernbevoegdheden komt de aandeelhoudersvergadering nog een aantal andere bevoegdheden toe. Zie voor een overzicht hiervan Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 257.

⁹⁹ Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van Artikel 58, tweede alinea, van het Verdrag, 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 ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *PbEG* Nr. L 026 van 31/01/1977. Zie de Wet van 15 mei 1981, *Stb.* 332. Zie hierover Slagter 2005, nr. 68.

¹⁰⁰ Van de aandeelhouders mag bij de uitoefening van een dergelijke bevoegdheid wel worden verwacht dat zij tot op zekere hoogte rekening houden met de belangen van anderen. De vraag in hoeverre de aandeelhouder een emissie mag tegenhouden, komt aan de orde in hoofdstuk 9.

¹⁰¹ Zie voor een opsomming Slagter 2005, nr. 67.

¹⁰² Artikel 2:110/220 BW.

¹⁰³ Artikel 2:346 BW. Een dergelijk verzoek kan eveneens worden ingediend door houders van aandelen of certificaten die rechthebbenden zijn op een bedrag van aandelen of certificaten daarvan tot een nominale waarde van € 225 000 of zoveel minder als de statuten bepalen.

3.2.1.3. Aandeelhoudersvergadering als 'watchdog'¹⁰⁴

Binnen de interne vennootschappelijke orde vervullen de verschaffers van het kapitaal een belangrijke toezichthoudende functie. In beginsel kunnen de gezamenlijke aandeelhouders worden aangemerkt als de beste 'watchdog' op het functioneren van het bestuur. Uit de opsomming van de belangrijkste bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering blijkt dat binnen de vennootschapstructuur de aandeelhoudersvergadering als orgaan het best is geplaatst om tegenwicht te bieden aan het bestuur en daarop toezicht te houden.¹⁰⁵ De High Level Group of Company Law Experts stelt in dit verband dat de aandeelhouder streeft naar het creëren van vermogen, zo men wil rijkdom (*wealth*), en daarom het best geplaatst is om onder normale omstandigheden niet louter het eigen belang maar eveneens de belangen van de overige stakeholders te behartigen.¹⁰⁶ Evenals de aandeelhouders, heeft ook de crediteur een financieel belang bij het welvaren van de vennootschap. De omvang van diens financieel belang komt overeen met het bedrag van zijn vordering jegens de vennootschap en is diens gevolg reeds vooraf bepaald. Het toezicht van de crediteuren op het bestuur en op het functioneren van de vennootschap zal daarom beperkt blijven tot het inschatten en trachten te voorkomen van het insolventierisico. Anders dan de aandeelhouders, hebben de crediteuren weinig belang bij het streven naar winstmaximalisatie.¹⁰⁷

In de inleiding werd reeds een aantal initiatieven genoemd die blijk geven van een tendens tot het versterken van de rechten van de aandeelhoudersvergadering. Daarnaast wordt steeds vaker de nadruk gelegd op het belang van dit orgaan bij het bereiken van transparantie en verantwoording binnen de vennootschap. Een van de beginselen van goed ondernemingsbestuur van de Commissie Tabaksblad betreft de invloed die de aandeelhoudersvergadering moet kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen. Deze invloed dient van zodanige aard te zijn dat de aandeelhoudersvergadering '(...) een volwaardige rol speelt in het systeem van "checks and balances" in de vennootschap'.¹⁰⁸ Getracht wordt de aandeelhouders tot meer activisme aan te sporen. In de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel strekkende tot uitvoering van de EG-richtlijn inzake het openbaar overnamebod¹⁰⁹ wordt hieromtrent het volgende gesteld:

¹⁰⁴ Het concept van de aandeelhouder als 'watchdog' is afkomstig uit het rapport van de High Level Group of Company Law Experts 2002.

¹⁰⁵ Zie in die zin *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 p. 8 (herziening structuurregeling).

¹⁰⁶ High Level Group 2002, p. 47. Zie over de toezichthoudende rol van de aandeelhoudersvergadering op het bestuur eveneens MvT *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3 p. 3 (herziening structuurregeling). Zie ook Davies 2003 p. 203 die stelt dat bij een vennootschap die *going concern* is de bescherming van de belangen van aandeelhouders resulteert in een bescherming van de belangen van de crediteuren.

¹⁰⁷ Posner 2003, p. 416.

¹⁰⁸ Principe IV.1, p. 24 e.v. van de Nederlandse corporate governance code opgesteld door de Commissie Tabaksblad.

¹⁰⁹ Uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, *Kamerstukken II* 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 17.

‘Wij menen dat van de kapitaalverschaffers verwacht mag worden dat zij de hen toekomende rechten op een aansprekende en verantwoordelijke manier zullen gebruiken. Zij zullen het daadwerkelijk afleggen van verantwoording door het bestuur en de raad van commissarissen kunnen afdwingen’.

Het model, waarin de aandeelhoudersvergadering optreedt als algemene belangenbehartiger, wordt echter door een aantal omstandigheden vervuild. Tot die vervuilers kan in de eerste plaats worden gerekend de verspreiding van aandelenkapitaal. Wanneer het aandelenkapitaal van een vennootschap verspreid is over een groot aantal kapitaalverschaffers, hetgeen bijvoorbeeld vaak het geval is bij een beursgenoteerde vennootschap, verwordt de aandeelhouder doorgaans, in plaats van kapitaalverschaffer en uit dien hoofde eveneens zeggenschaphouder binnen de vennootschap, tot louter belegger.¹¹⁰ Hij is weinig betrokken bij de gang van zaken binnen de vennootschap en heeft doorgaans te kampen met een grote informatieachterstand. Een dergelijke aandeelhouder is daardoor niet in staat de controle op het bestuur effectief uit te oefenen.¹¹¹ De communicatie tussen aandeelhouders onderling en tussen de aandeelhouders en de vennootschap wordt door de verspreidheid van het aandelenkapitaal eveneens bemoeilijkt.¹¹² Een van de oplossingen die de Nederlandse wetgever voor dit probleem heeft bedacht is de invoering van de structuurregeling. Ten gevolge van deze regeling wordt het toezicht op het bestuur, dat normaliter door de aandeelhoudersvergadering wordt gehouden, overgedragen aan een raad van commissarissen.¹¹³ Die overheveling gaat gepaard met een beroving van de aandeelhoudersvergadering van een aantal van haar bevoegdheden. Het voordeel van een raad van commissarissen als toezichthouder is dat deze, waar de aandeelhoudersvergadering in beginsel het recht heeft haar eigen belangen na te streven, de belangen van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming in acht dient te nemen. Zolang het toekomstperspectief voor de vennootschap rooskleurig is, zullen de belangen van de aandeelhouders doorgaans samenlopen met die van andere belangrijke stakeholders waarbij bijvoorbeeld kan worden gedacht aan belangrijke leveranciers en werknemers. De aandeelhouder zal doorgaans stre-

¹¹⁰ Vgl. MvT *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 3 (herziening structuurregeling).

¹¹¹ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 62. Betoogd wordt dat bij vennootschappen met een verspreid aandelenkapitaal, in plaats van de aandeelhouders, de crediteuren zich in een betere positie bevinden om toezicht te houden op het bestuurlijk functioneren. Zie Posner 2003, p. 416 e.v. en Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 10.

¹¹² De Wet van 20 oktober 2006 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen beoogt de communicatie eenvoudiger te laten verlopen, *Stb.* 2006, 525. Zie in verband met de communicatie tussen aandeelhouders Schwarz (Rechtspersonen), art. 107 aant. 6.

¹¹³ Een andere reden voor de invoering van de structuurregeling was de wens om de factor arbeid te laten meewegen in het beleid van de vennootschap. De commissarissen dienen zich bij de vervulling van hun taak immers te richten naar de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Het belang van de werknemers kan hiertoe worden gerekend. Bovendien hebben de werknemers invloed op de samenstelling van de raad van commissarissen. Zie in dit verband onder meer Slagter 1988 IV, p. 43; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 16; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 315.

ven naar continuïteit en winstmaximalisatie,¹¹⁴ hetgeen de overige stakeholders in de meeste gevallen niet benadeelt.¹¹⁵ Wanneer de vennootschap echter financieel in slecht weer terecht komt, scheiden zich doorgaans de wegen. Daarmee zijn we beland bij de tweede vervuiler van het geschetste model: de dreiging van financiële problemen. De belangen van de aandeelhouder lopen, wanneer de vennootschap in een financiële noodtoestand verkeert, niet langer samen met die van onder meer de crediteuren. De aandeelhouder zal doorgaans gebaat zijn bij het laten voortduren van de ondernemingsactiviteiten terwijl dat voor crediteuren niet steeds het geval is.¹¹⁶ Worden de ondernemingsactiviteiten te lang voortgezet, dan wordt het risico daarvan op laatstgenoemden afgewenteld. Een derde vervuiler van het model kan gevonden worden in de aanwezigheid van groepsrelaties. De belangen van de topholding als aandeelhouder in de verschillende dochtervennootschappen hoeven niet steeds parallel te lopen met die van de crediteuren van die dochtermaatschappijen. Het is doorgaans die topholding die de centrale leiding bepaalt en wiens invloed derhalve in het gehele concern waarneembaar is. De High Level Group of Company Law Experts stelt terecht dat het erkennen van de groepsstructuur als legitieme ondernemingsvorm impliceert dat bepaalde regels van vennootschapsrecht niet zonder meer kunnen worden toegepast in concernstructuren, althans niet zonder daarbij rekening te houden met de bijzondere positie die door de groepsverhouding wordt gecreëerd.¹¹⁷ Bij dit alles dient te worden opgemerkt dat het vennootschappelijk systeem waarbij de aandeelhouder als ‘watchdog’ optreedt, enkel functioneert wanneer deze ook daadwerkelijk bereid is de toezichthoudende taak op zich te nemen.¹¹⁸ Het aandeelhoudersactivisme, dat de laatste jaren wordt aan-

¹¹⁴ Hierbij dient te worden opgemerkt dat aandeelhouders zowel een korte als een lange termijnvisie voor ogen kan staan. De praktijk wordt in toenemende mate geconfronteerd met activistische aandeelhouders die van dit traditionele aandeelhoudersmodel afwijken. De zogenaamde hedge funds wordt vaak verweten dat zij een korte termijn visie voorop stellen en hun beleid gericht is op splitsing dan wel verkoop van (gedeelte) van de ondernemingen waarin zij participeren. Zie het interview met P. Blom door Janssen Groesbeek 2006; Ruitenbeek 2006. Slagter leidt uit het feit dat aandeelhouders bij het uitbrengen van hun stem door het eigen belang mogen laten leiden af dat aandeelhouders ‘vrij algemeen’ korte-termijndenkers zijn; Slagter 2005, nr. 2. Anders Cahen 1970, p. 71 e.v. Zie hierover meer uitgebreid hoofdstuk 8. Het nastreven van het eigen belang staat mijns inziens niet per definitie in de weg aan het streven naar continuïteit van de onderneming. Het dienen van het eigen belang door de aandeelhouder, bijvoorbeeld door winstmaximalisatie te bevorderen, kan gelijk lopen met het dienen van de continuïteit van de onderneming.

¹¹⁵ Een omstandigheid waarbij dit bijvoorbeeld wel het geval kan zijn, is wanneer de aandeelhouder van mening is dat de winstmaximalisatie eist dat bepaalde bedrijfsonderdelen worden afgestoten. Zie hierover meer aan het eind van deze subparagraaf.

¹¹⁶ Daargelaten het geval waarin het bijvoorbeeld voor een groot-aandeelhouder voordeliger is om de ondernemingsactiviteiten te staken teneinde van een resterend fiscaal verlies gebruik te kunnen maken. Zie paragraaf 4 van dit hoofdstuk.

¹¹⁷ High Level Group 2002, p. 97.

¹¹⁸ Aandeelhoudersactivisme wordt vaak gefrustreerd door het zogenaamde ‘freerider-probleem’. Aandeelhouders vervullen hun toezichthoudende taak, in verband met de daarmee gepaard gaande kosten, niet naar behoren. Zij gaan ervan uit dat andere aandeelhouders de controlerende rol op zich zullen nemen en op die manier ook hun belangen zullen worden gediend. Anderzijds wensen zij niet te investeren in iets wat aan alle overige aandeelhouders ten goede komt. Dit probleem zal zich met name voordoen in vennootschappen met een sterk

gemoedigd en door de genoemde initiatieven wordt gefaciliteerd, heeft echter ook een keerzijde. Wanneer slechts een aantal van de aandeelhouders zich activistisch opstelt, bestaat het risico op benadeling van de minderheidsaandeelhouders. Dit gevaar doet zich met name voor wanneer de desbetreffende aandeelhouders buiten hun toezichthoudende taak treden. Recente ontwikkelingen doen de vraag rijzen of aan deze drie vervuilers niet nog een vierde vervuiler dient te worden toegevoegd. Ik wees in de inleiding reeds op de pogingen van activistische beleggers zoals hedge funds en private equity fondsen om aan het bestuur van de vennootschap een bepaald beleid op te dringen.¹¹⁹ Het beleid dat de aandeelhouders voor staat hoeft niet steeds samen te lopen met de belangen van de overige betrokkenen. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan een aandeelhouder die in het kader van het streven naar winstmaximalisatie het bestuur onder druk zet om bedrijfsonderdelen af te stoten.¹²⁰ Deze pogingen tot beleidsbeïnvloeding vinden doorgaans buiten de aandeelhoudersvergadering plaats. Denkbaar is dat de winstmaximalisatie in dat geval ten koste gaat van de belangen van de werknemers. Het gevaar van dit activisme is dat de aandeelhouder door feitelijke machtsuitoefening een belangrijke invloed krijgt op het beleid van de vennootschap zonder daarvoor verantwoording te hoeven afleggen.¹²¹ De delegatie van bestuursmacht aan een bestuursorgaan beoogt belanghebbenden tegen dergelijk aandeelhoudersopportunisme te beschermen. Anders dan de aandeelhouders, zijn de bestuurders immers gehouden over het door hun gevoerde beleid verantwoording af te leggen. Van die bescherming blijft weinig over indien de aandeelhouder in staat is zijn wil op te dringen. Verdedigbaar is dat

verspreid aandelenkapitaal. Zie Posner 2003, p. 416-417. Dit gevaar bestaat met name wanneer de desbetreffende aandeelhouders buiten hun toezichthoudende taak treden.

¹¹⁹ Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 311 en p. 326 e.v.

¹²⁰ Zie in dit verband bijvoorbeeld de gang van zaken bij Stork waarop ik reeds eerder in dit hoofdstuk wees. Aan de werknemers wordt onder meer bescherming geboden door de bepalingen in de Wet op de Ondernemingsraden. Het conflict tussen de aandeelhouders en het bestuur van Stork werd in een enquêteprocedure aan de Ondernemingskamer voorgelegd; Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *LJN* AZ6440. Naar het oordeel van de Ondernemingskamer was in casu sprake van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen naar aanleiding waarvan een onderzoek werd bevolen. Naar aanleiding van de door de vennootschap te volgen strategie overwoog de Ondernemingskamer het volgende: 'Discussies daarentrent dienen te worden gevoerd in het kader van het Nederlandse vennootschapsrecht en de heersende opvattingen omtrent corporate governance, die er kort gezegd op neer komen dat het bepalen van de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat indien een raad van commissarissen is ingesteld deze daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten (...)'. Dezelfde overweging kwam later terug in de uitspraak van de Ondernemingskamer inzake *ABN AMRO*; Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 en werd in diezelfde zaak door de Hoge Raad bekrachtigd HR 17 juli 2007, *LJN* BA7970.

¹²¹ Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 326 die in dit verband stelt: 'Zonder te "besturen" blijken zij een grote invloed uit te (kunnen) oefenen op beurs-NV's. (...) Dat leidt reeds op zich tot een kanteling van het Berle & Means-model van de "management managed corporation" nu beleggers immers juist wel invloed nemen op strategie en beleid van de NV, daartoe, veelal buiten de AVA om, vennootschappelijke macht uitoefenen maar daarover noch aan de markt noch binnen de organisatie van de NV rekening en verantwoording verschuldigd zijn. (...)'.
 30

een dergelijke aandeelhouder de grenzen van zijn toezichhoudende taak overschrijdt.

3.2.2. De crediteuren

3.2.2.1. Diversiteit van crediteuren

De groep vennootschapscrediteuren is divers. Tot deze categorie behoren onder meer diegenen die met de vennootschap hebben gecontracteerd zoals de leveranciers van goederen en diensten of werknemers van de vennootschap. Ik wees er reeds op dat aandeelhouders als postconcurrente crediteuren van de vennootschap kunnen worden aangemerkt. Aandeelhouders en werknemers nemen echter een dermate bijzondere positie in dat deze in het onderhavige onderzoek van de overige crediteuren worden onderscheiden. Werknemers hebben op basis van de Wet op de ondernemingsraden (WOR) bepaalde aanspraken ten aanzien van de besluitvorming in de onderneming. Daarnaast kunnen zij, door zich te laten vertegenwoordigen door belangenbehartigers zoals de bonden en door het uitoefenen van sociale druk, onder omstandigheden een feitelijke machtspositie innemen. De aandeelhouders ontlenen hun bijzondere positie rechtstreeks aan het vennootschapsrecht. Aandeelhoudersmacht kan echter ook, zoals ik reeds aangaf, buiten het wettelijk omlijnd kader van de aandeelhoudersvergadering worden uitgeoefend. Ook hier kunnen de omstandigheden van het geval tot een feitelijke machtspositie leiden. De macht van de aandeelhouder, zowel ten gevolge van vennootschappelijke bepalingen als op grond van diens feitelijke positie, komt in deze studie nog uitgebreid aan de orde. Diegenen die het slachtoffer worden van een door de vennootschap gepleegde onrechtmatige daad kunnen eveneens tot de categorie van de vennootschapsschuldeisers worden gerekend. In de literatuur wordt in dit verband een onderscheid gemaakt tussen vrijwillige en onvrijwillige crediteuren.¹²² Daarbij wordt onder de term vrijwillige crediteuren al diegenen verstaan die de mogelijkheid hebben gehad om over hun schuldeiserspositie en de daaraan verbonden contractsvoorwaarden te onderhandelen. Slachtoffers van een door de vennootschap gepleegde onrechtmatige daad en andere vennootschappelijke schuldeisers wier vorderingen uit de wet zijn ontstaan, behoren daarentegen tot de categorie van de onvrijwillige crediteuren.¹²³ Zij kunnen eveneens worden aangemerkt als niet-contractuele schuldeisers aangezien hun vordering jegens de vennootschap niet voortvloeit uit een met de vennootschap gesloten overeenkomst. In het onderhavige onderzoek staat de positie van de vennootschapscrediteuren centraal. Daarmee wordt zowel gedoeld op partijen wier vordering resulteert uit een met de vennootschap

¹²² Zie in dit verband onder meer Muscat 1996, p. 176 e.v.; Hansmann & Kraakman 1991, p. 1879-1934; Hertig & Kanda 2004 I, p. 76-77; Mülbart 2006, p. 10 e.v.

¹²³ Het onderscheid tussen vrijwillige en onvrijwillige crediteuren kan op verschillende wijzen worden afgebakend. Zie hierover Muscat 1996, p. 182 die onder meer van belang acht of de betrokken schuldeiser praktisch gezien is staat is geweest om over de contractsvoorwaarden te onderhandelen. Zie over de afbakening eveneens Hansmann & Kraakman 1991, p. 1920 e.v. Ik ga op deze onderverdeling niet verder in aangezien dit buiten het onderwerp van het onderhavige onderzoek valt.

aangegane overeenkomst als op de onvrijwillige crediteuren. De termen (vennootschaps)crediteuren en (vennootschappelijke) schuldeisers worden daarbij door elkaar gebruikt. Gedoeld wordt op crediteuren, niet zijnde aandeelhouders of werknemers. In het voorgaande werd gebruik gemaakt van de term kredietverschaffers waaronder zowel verstrekkers van vreemd vermogen in de vorm van leningen als leveranciers van goederen en/of diensten werden begrepen. Hierna zullen de term kredietverschaffer en financier worden gebruikt om diegene aan te duiden die de vennootschap krediet ter beschikking stelt in de vorm van een lening. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan de banken en andere financiële instellingen. Als handelscrediteuren kunnen diegenen worden aangemerkt die met de vennootschap een zakelijke overeenkomst zijn aangegaan, zoals de leveranciers van goederen en/of diensten.

3.2.2.2. *Crediteuren en het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid*

Bijna even oud als het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid is de vraag in hoeverre de wet dient te voorzien in systemen teneinde crediteuren hiertegen te beschermen.¹²⁴ Dit dilemma wordt gevoed door de vrees dat een overbescherming van crediteuren risicomijdend gedrag zijdens de vennootschap en haar belangrijkste participanten in de hand werkt waardoor het nemen van bepaalde, in het maatschappelijk verkeer als wenselijk ervaren risico's, achterwege blijft.¹²⁵ De vraag is in hoeverre een juridische afbakening vereist is teneinde de balans tussen het risicovol ondernemen dat door de beperkte aansprakelijkheid mogelijk wordt gemaakt enerzijds en de bescherming van crediteuren anderzijds in evenwicht te brengen.¹²⁶ Een veel gehoord argument vanuit rechtseconomische hoek tegen wettelijke inmenging in de relatie tussen de crediteuren en de vennootschap is dat eerstgenoemden in staat zijn om voor hun eigen belangen op te komen.¹²⁷ In deze visie zijn het de principes van de vrije markteconomie die deze relatie reguleren.¹²⁸ Crediteuren worden geacht zelf in staat te zijn om te beoordelen in hoeverre zij met de vennootschap wensen te contracteren en over de daarbij geldende contractsvoorwaarden te onderhandelen.¹²⁹ Daarnaast kunnen zij hun risico onder meer door middel van diversificatie beperken en zich desgewenst hiertegen verzekeren. De beperkte aansprake-

¹²⁴ Zie hierover verder paragraaf 4 van dit hoofdstuk.

¹²⁵ Mülbert 2006, p. 21-22.

¹²⁶ Zie hierover Keay 2005, p. 457.

¹²⁷ Zie onder meer Muscat 1996, p. 177; Davies 2003, p. 179 e.v. en Keay 2005, p. 442 e.v. Zie in verband met de rechtseconomische visie ten aanzien van beperkte aansprakelijkheid onder meer Posner 2003, p. 407 e.v.; Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 8 e.v.; Millon 2006; Mülbert 2006, p. 4 en de daar in noot 3 aangehaalde literatuur en Tung 2006.

¹²⁸ Muscat 1996, p. 177 e.v.; zie hierover eveneens Keay 2005, p. 442 e.v.

¹²⁹ Over deze visie waarin de vennootschap wordt gezien als een aaneenschakeling van contracten, de zogenaamde *nexus of contracts*-theorie is veel geschreven. De literatuur is te omvangrijk voor een limitatieve opsomming. De theorie is afkomstig van Jensen en Meckling in 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976). Zie voor een literatuurverwijzing naar andere aanhangers van deze theorie Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 6, noot 13 en Keay 2005, p. 442 noot 76.

lijkheid kan gezien worden als een *default-rule* ten aanzien waarvan crediteuren desgewenst, in overeenstemming met de vennootschap, kunnen afwijken.

Deze visie, waarin de zelfbescherming door crediteuren voorop staat, dient echter enigszins te worden gerelativeerd. Het sluiten van specifieke overeenkomsten en het onderhandelen over de contractsvoorwaarden voor iedere transactie afzonderlijk, brengt de nodige kosten met zich mee. Datzelfde geldt voor het zich verzekeren tegen risico's. Bovendien worden crediteuren vaak geconfronteerd met een informatieasymmetrie. Zij beschikken doorgaans niet over accurate gegevens met betrekking tot de financiële situatie van de vennootschap, hetgeen een risico-inschatting bemoeilijkt. De jaarrekening van de vennootschap is weliswaar openbaar maar de daarin opgenomen gegevens zijn niet steeds accuraat op het moment waarop crediteuren overwegen om met de vennootschap te contracteren. Het risico bestaat dat de financiële positie van de vennootschap jegens de crediteuren rooskleuriger wordt voorgesteld dan deze in werkelijkheid is zonder dat voor de crediteuren de mogelijkheid bestaat om een en ander te verifiëren.¹³⁰ Daarnaast moet worden erkend dat de uitgangsposities van vennootschapscrediteuren onderling sterk kunnen verschillen. De mate waarin een schuldeiser in staat is om voor zijn eigen belangen op te komen en derhalve om de beperkte aansprakelijkheid heen te contracteren, is afhankelijk van de machtspositie die hij inneemt. De huisbankier van een concern zal bijvoorbeeld sterker in zijn schoenen staan dan de leverancier van bepaalde productiemiddelen. Vooral handelscrediteuren worden gehinderd door de informatieasymmetrie en beschikken over onvoldoende tijd en knowhow om over hun contractsvoorwaarden te onderhandelen. Bovendien mag niet uit het oog worden verloren dat, ten gevolge van de sterke machtspositie van de bank als financier van de vennootschap, deze doorgaans in staat is om belangrijke zekerheden naar zich toe te trekken waardoor voor de overige crediteuren weinig activa als eventueel onderpand overblijven. Voor handelscrediteuren geldt de gerechtvaardigde vrees dat, wanneer zij te lang wachten met contracteren of daaraan te hoge eisen stellen, in een concurrentiele markt de concurrent met de spreekwoordelijke buit gaat lopen.¹³¹ In een nog zwakkere positie dan de handelscrediteuren bevinden zich de onvrijwillige, niet-contractuele schuldeisers. Het gaat hier om crediteuren wiens vordering uit de wet is ontstaan.¹³² Deze crediteuren zijn nimmer in staat over hun positie te onderhandelen. Terzijde kan de vraag worden gesteld of het beginsel van beperkte aansprakelijkheid hier een probleem vormt. Niet-contractuele crediteuren weten vooraf immers niet wie hun schuldenaar zal zijn. Zij lopen het risico om een niet solvabel natuurlijk persoon als wederpartij te treffen. Wanneer zij daarentegen door een niet solvabele rechtspersoon worden gelaedeerd, leidt de beperking van de aansprakelijkheid in beginsel niet tot bijkomend nadeel. In beginsel,

¹³⁰ Zie over deze nadelen van de contractstheorie en relevante literatuurverwijzingen Keay 2005, p. 442 e.v. Zie over zogenaamde *self-help* voor crediteuren eveneens onder meer Davies 2003, p. 179 e.v.; Posner 2003, p. 410 e.v.; Schutte-Veenstra 2005, p. 22; Lennarts 2006, p. 26-28; Milion 2006 en Mülbert 2006, p. 19 e.v. Zie in dit verband en over de mate waarin crediteuren in de gelegenheid verkeren om zich van de financiële positie van de vennootschap te vergewissen eveneens Muscat 1996, p. 177 e.v.

¹³¹ Zie in dit verband Keay 2005, p. 451 e.v. en Mülbert 2006, p. 20.

¹³² Zie in dit verband paragraaf 3.2.2.1 van dit hoofdstuk.

want de beperking van de aansprakelijkheid en de daarmee gepaard gaande bundeling van kapitaal biedt de investeerders de mogelijkheid om grotere risico's te nemen. Een en ander kan ertoe leiden dat de schade die door kapitaalvennootschappen wordt toegebracht, een veelvoud bedraagt van de schade die door natuurlijke personen wordt toegebracht. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan schade aan omwonenden die wordt veroorzaakt door het dumpen van bedrijfsafval in de lokale rivier. Een en ander leidt er mijns inziens toe dat in het kader van zogenaamd maatschappelijk verantwoord ondernemen (mvo) voor kapitaalvennootschappen een strengere zorgvuldigheidsnorm voor wat betreft hun handelen in het maatschappelijk verkeer kan worden aangelegd. De beperkte aansprakelijkheid zou mijns inziens in dit kader een afwijking van de regel van Artikel 2:5 BW op grond waarvan een rechtspersoon voor wat betreft het vermogensrecht met een natuurlijk persoon wordt gelijk gesteld kunnen rechtvaardigen.¹³³ Vanuit rechtseconomische hoek is in dit verband betoogd het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid te verlaten.¹³⁴

3.2.2.3. Crediteuren in het vennootschapsrecht

De mogelijke zelfbescherming door schuldeisers neemt niet weg dat in het wettelijk systeem van nagenoeg alle landen een zekere vorm van crediteurenbescherming tegen de uitwassen van het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid is ingebouwd. Aan het opnemen van dergelijke 'crediteursvriendelijke bepalingen' kunnen, afhankelijk van de wijze waarop deze regels worden benaderd, verschillende redenen ten grondslag liggen. Vanuit rechtseconomisch oogpunt wordt crediteurenbescherming bijvoorbeeld gerechtvaardigd als middel om zogenaamde *market failures* te compenseren wanneer daar op basis van een *cost-benefit* analyse reden toe is.¹³⁵ Daarnaast wordt de noodzaak tot bescherming van crediteuren in de literatuur onder meer gestoeld op beginselen van redelijkheid en een eerlijke risicoverdeling.¹³⁶ Aan de crediteurenbescherming kan op verschillende wijzen gestalte worden gegeven. De plaats waar de desbetreffende regels zijn neergelegd, is in de diverse rechtssystemen verschillend. In sommige rechtssystemen ontnemen crediteuren de belangrijkste bescherming aan het vennootschapsrecht terwijl crediteuren in andere rechtssystemen voor bescherming te rade moeten gaan bij het faillissementsrecht. Zowel het civiele aansprakelijkheidsrecht, het strafrecht als het administratieve recht kunnen een rol spelen in de bescherming van crediteuren.¹³⁷ Daarnaast kan, afhankelijk van het rechtstelsel, crediteurenbescherming in diverse gradaties voorkomen.

¹³³ Dit vormt een interessant onderwerp voor verder onderzoek.

¹³⁴ Ik ga hier niet in op de vraag of het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid naar onvrijwillige crediteuren toe zou moeten worden doorbroken. Zie hierover onder meer Hertig & Kanda 2004, p. 77-78 waarin verwezen wordt naar Hansmann & Kraakman 1991, p. 1879-1934; Leebron 1991, p. 1565-1650; Bergkamp & Pak 2001, p. 167-187; Mendelson 2002, p. 1203-1303 en Millon 2006.

¹³⁵ Keay 2005, p. 434.

¹³⁶ Zie hierover met literatuurverwijzingen Mülbert 2006, p. 8 e.v.

¹³⁷ Mülbert stelt in zijn *workingpaper* terecht dat voor een vergelijking van de niveaus van crediteurenbescherming in verschillende landen, niet kan worden volstaan met het bestuderen van een onderdeel van het recht, bijvoorbeeld het vennootschapsrecht. Een dergelijke studie

Op verschillende wijzen wordt in het vennootschapsrecht met de crediteuren rekening gehouden. Uit de dwarsdoorsnede van het vennootschapsrecht zoals die gemaakt werd in *The Anatomy of Corporate Law* blijkt dat de crediteuren de enige categorie niet-aandeelhoudende stakeholders zijn die bescherming genieten van het vennootschapsrecht.¹³⁸ Het vennootschapsrecht voorziet in mechanismen die een tegenwicht moeten bieden aan de beperkte aansprakelijkheid. Op die manier moet het vertrouwen van de markt worden gewonnen om met een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid te contracteren en wordt enige zekerheid geboden ten aanzien van de nakoming door de vennootschap van de door haar aangegane verplichtingen. Als eerste mechanisme kan in dit verband gewezen worden op de beschermende werking van de prioriteitsregel en de beschreven liquidatiebescherming. In de tweede plaats beschermt de dualistische structuur waaruit de vennootschap is opgebouwd, de crediteuren tegen aandeelhoudersopportunisme. De genoemde bescherming door middel van het principe van de zelfbescherming door crediteuren vergt eveneens enige facilitering door de wetgeving. De beperkte aansprakelijkheid noopt de crediteuren, alvorens met de vennootschap een overeenkomst aan te gaan, tot het zich vergewissen van de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert. De wettelijke verplichtingen die de informatievoorziening naar crediteuren reguleren, zoals de regels omtrent de jaarrekening, zijn in dit verband onmisbaar.¹³⁹ Deze openbaarmakingsvereisten stellen de crediteuren hiertoe in staat. In die zin kunnen, naast de aandeelhouders, ook de (vrijwillige) crediteuren worden aangemerkt als toezichhouders op het bestuur.¹⁴⁰ Dit systeem implodeert wanneer de informatie die uit de jaarrekening kan worden afgeleid, niet solide blijkt te zijn. De gebeurtenissen in de Verenigde Staten rond Enron getuigen hiervan. De

zou een vertekend beeld geven aangezien crediteuren eveneens aan andere rechtsgebieden bescherming kunnen ontleen. Bij een vergelijking van de verschillende gradaties van crediteurenbescherming in diverse landen, dient derhalve telkens het gehele rechtstelsel in onderling verband te worden beschouwd. Dit vergt een omvangrijke studie, hetgeen in het kader van het onderhavige onderzoek te ver leidt. In dit onderzoek staat immers niet de bescherming van crediteuren in het algemeen centraal maar wordt de nadruk gelegd op de rol van aandeelhouders binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. Zie Mülbert 2006, p. 6 e.v. Zie in verband met de verschillende manieren waarop crediteuren kunnen worden beschermd voorts onder meer T. Böckmann, *Gläubigerschutz bei GMBH und close corporation*, Carl Heymanns Verlag 2005.

¹³⁸ Hertig & Kanda 2004, p. 71. Voor wat betreft Nederland kunnen daaraan wellicht de werknemers van een structuurvennootschap worden toegevoegd. In de benoemingsregeling voor commissarissen in een structuurvennootschap wordt immers uitdrukkelijk rekening gehouden met de werknemers.

¹³⁹ Zie hierover Mülbert 2006, p. 22 e.v. Zie eveneens Timmerman 2005 I, p. 9 die de vraag stelt of in Nederland in de toekomst wellicht meer dan thans het geval is, de nadruk dient te worden gelegd op de verantwoordelijkheid op het behartigen van het eigen belang door de schuldeisers door een verbetering van de regels betreffende de jaarrekening en het systeem van zekerheden.

¹⁴⁰ Zie over de crediteuren als toezichhouders op het bestuur Hansman & Kraakman 2004 I, p. 10. Die zijn van mening dat in een vennootschap met een verspreid aandelenkapitaal de crediteuren beter in staat zijn om deze controlerende taak op zich te nemen dan de aandeelhouders. Zie voorts Franken 2005, p. 470-478 over de controlerende rol van crediteuren en aandeelhouders op het bestuur en de relatie tussen het insolventie recht en corporate governance.

(over)reactie op de boekhoudschandalen destijds heeft geleid tot een overregulering in de vorm van de *Sarbanes Oxley*-wetgeving.¹⁴¹ Een belangrijke vorm van crediteurenbescherming kan in het Europese vennootschapsrecht gevonden worden in de regels van de kapitaalbescherming. Op Europees niveau zijn deze regels, in ieder geval voor wat betreft vennootschappen van het NV-type, geïntroduceerd door de Tweede EG-richtlijn inzake vennootschapsrecht.¹⁴² Het kapitaalbeschermingsrecht voorziet in de eerste plaats in regels die het bijeenbrengen van een bepaald minimumkapitaal moeten garanderen. De achterliggende gedachte is dat dit eigen vermogen de crediteuren in ieder geval een waarborg verschaft voor de voldoening van hun vorderingen. Naast regels strekkende tot het bijeenbrengen van een reëel eigen vermogen van de vennootschap, bevat het kapitaalbeschermingsrecht eveneens regels inzake de instandhouding van het bijeengebrachte kapitaal. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan de regels waarmee het doen van uitkeringen aan aandeelhouders omgeven is. Laatstgenoemde regels zorgen ervoor dat in ieder geval het gebonden vermogen van de vennootschap in stand blijft.¹⁴³

Naast de in het vennootschapsrecht ingebouwde mechanismen zijn eveneens andere technieken denkbaar die resulteren in een bescherming van de crediteuren tegen de uitwassen van de beperkte aansprakelijkheid. In onder meer Duitsland en de Verenigde Staten bestaat de mogelijkheid om onder omstandigheden vorderingen van aandeelhouders achter te stellen ten opzichte van die van de overige vennootschapscrediteuren. Voorts kan worden gewezen op het (onder meer) in Duitsland gehanteerde systeem waarin de vennootschappelijke gezaghebbers verplicht worden het faillissement van de vennootschap aan te vragen teneinde op die manier de informatiestroom omtrent de financiële problemen tijdig op gang te brengen.¹⁴⁴ Tot slot dient te worden gewezen op het belang van een goed ontwikkeld aansprakelijkheidsstelsel.¹⁴⁵ Dit lijkt in eerste instantie te conflicteren met het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. Die grondstelling beoogt immers persoonlijke aan-

¹⁴¹ Zie in dit verband Kroeze 2005.

¹⁴² Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1976 strekkende tot het coördineren van de waarborgen welke in de Lid-Staten worden verlangd van de vennootschappen in de zin van Artikel 58, tweede alinea, van het Verdrag, 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 ten einde die waarborgen gelijkwaardig te maken, *PbEG* Nr. L 026 van 31/01/1977. In Nederland geldt dit regime, dat volgens de richtlijn enkel verplicht dient te worden toegepast op vennootschappen van het NV-type, nagenoeg gelijkluidend voor de BV. Dat geldt overigens niet voor alle Europese landen. De effectiviteit van dit regime staat zowel nationaal als in de Europese context ter discussie. Zie voor wat betreft Nederland Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004 en Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2005. Zie voor een samenvatting van de kritiek op het regime van de kapitaalbescherming en een literatuurverwijzing naar Duitse en andere auteurs Mühlbert 2006, p. 28 e.v. en diens voetnoten 57 en 58. De Tweede richtlijn is inmiddels gewijzigd zie Richtlijn 2006/68/EG (*PbEG* 2006 L 264/32).

¹⁴³ Ik ga hier niet verder in op de regels van kapitaalbescherming.

¹⁴⁴ Zie in dit verband Mühlbert 2006.

¹⁴⁵ Deze systemen komen in de loop van dit onderzoek verder aan bod. Ik verwijs in dit verband naar de bespreking van de Nederlandse regels inzake bestuurdersaansprakelijkheid en aansprakelijkheid in concernverhoudingen in de hoofdstukken 6 en 7. Zie voorts meer in het bijzonder ten aanzien van de werking van het aansprakelijkheidsrecht hoofdstuk 9.

sprakelijkheid van de deelnemers in de vennootschappelijke orde uit te sluiten. Desalniettemin zijn goede, al dan niet vennootschappelijke, aansprakelijkheidsregels onontbeerlijk voor het functioneren van het vennootschapsrecht. Het vennootschapsrecht voorziet in een aantal beginselen dat de beperkte aansprakelijkheid aanvaardbaar maakt. Wanneer deze beginselen met voeten worden getreden, dient daartegen een actierecht te bestaan. Bij gebreke van een aansprakelijkheidsstelsel bestaat het risico dat de vennootschappelijke uitgangspunten worden uitgehold. Aansprakelijkheidsregels worden relevant wanneer deze beginselen blijken te disfunctioneren. De tekorten in het vennootschapsrecht kunnen derhalve worden opgevangen door aansprakelijkheidsregels die, al dan niet verankerd in het vennootschapsrecht, bij gebrek aan alternatieven, als vangnet dienen wanneer de vennootschappelijke spelregels worden overtreden. De vraag kan echter worden gesteld of de regulering van de hier centraal staande problematiek aan de hand van aansprakelijkheidsrechtelijke regels de beste aanpak is. De voor en nadelen van de normering van bestuurs- en aandeelhoudershandelen binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap via het aansprakelijkheidsrecht en de daaruit voortvloeiende bescherming van crediteuren tegen de nadelige gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid worden nader onderzocht.

4. Vennootschappelijke verhoudingen in geval van (naderende) insolventie: *'residual claimholders'* en *'riskbearers'*

Kapitaalvennootschappen hebben hun attractiviteit als ondernemingsvorm met name te danken aan het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. In een maatschappij waarin de aan het ondernemerschap verbonden risico's toenemen, wordt dankbaar gebruik gemaakt van dit instrument dat de mogelijkheid biedt deze risico's in te perken en te spreiden. De beperkte aansprakelijkheid wordt door sommigen zelfs aangemerkt als *the greatest single discovery of modern times*.¹⁴⁶ De keerzijde van de medaille is echter dat dit principe bestuurders en aandeelhouders de mogelijkheid biedt om de gevaren van het ondernemerschap op de crediteuren af te wettelen. Het risico op benadeling van de crediteuren wordt met name pregnant wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden terecht komt.

In geval van (naderende) insolventie leidt de beperkte aansprakelijkheid tot wijzigingen in de vennootschappelijke verhoudingen. Bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming hebben de neiging om over te gaan tot risicovol ondernemen teneinde, in een laatste reddingspoging, te trachten het tij te keren en op die manier het waardeverlies voor de aandeelhouders te beperken.¹⁴⁷ Frappant is in dit verband het onderzoek van de Rotterdamse hoogleraar Thierry Post die na bestudering van de afleveringen van de bekende tv-show *Miljoenenjacht* tot de constatering kwam dat diegenen die grote verliezen hebben geleden vervol-

¹⁴⁶ Nicholas Murray Butler, President van de Universiteit van Columbia, zoals aangehaald in William M. Fletcher, *Cyclopedia of the Law of Private Corporations* (1917) Vol. I, para. 21, p. 43 waarnaar wordt verwezen door Muscat 1996, p. 153. Zie in die zin eveneens Timmerman 1999 I, p. 63.

¹⁴⁷ Zie in dit verband eveneens Schutte-Veenstra 2005, p. 24.

gens veel te grote risico's nemen teneinde die verliezen te compenseren.¹⁴⁸ Aandeelhouders zullen op hun beurt niet snel geneigd zijn om tot liquidatie over te gaan.¹⁴⁹ De waarde van hun aandelenpakket is ten gevolge van de financiële problemen gedaald waardoor zij reeds de nodige verliezen hebben moeten incasseren. In geval van liquidatie is de kans dat er voor hen, als postconcurrent crediteur, iets overblijft miniem. In de hoop dat zich in de toekomst nog een eventuele waardestijging van de aandelen zal voordoen, kan het voortzetten van de bedrijfsactiviteiten de aandeelhouders enkel tot voordeel strekken.¹⁵⁰ De beperkte aansprakelijkheid beschermt de aandeelhouders tegen het verder oplopen van de verliezen van de vennootschap.¹⁵¹ Het zijn echter de crediteuren die in dergelijke omstandigheden het onderspit moeten delven. Wanneer de activiteiten van een vennootschap die over onvoldoende financiële middelen beschikt worden voortgezet en in naam van die vennootschap overeenkomsten worden aangegaan, is de kans reëel de daaruit voortvloeiende vorderingen van de crediteuren in geval van faillissement nimmer zullen kunnen worden voldaan. De beperkte aansprakelijkheid geeft aanleiding om, ingeval van insolventie, niet de aandeelhouders maar de crediteuren als *residual riskbearers*¹⁵² aan te merken. Immers, wanneer de vennootschap over onvoldoende financiële middelen beschikt teneinde al haar crediteuren te voldoen, zijn het die schuldeisers en niet de aandeelhouders die het insolventierisico dragen en aanspraak maken op het liquidatiesaldo. Voor de aandeelhouders blijft in dat geval, als postconcurrente crediteuren niets over. De *residual claim* van de aandeelhouders wordt omgezet in *residual riskbearing* door de crediteuren. Wanneer een vennootschap niet langer in staat is haar lopende schulden te voldoen, worden de bedrijfsactiviteiten in principe niet langer door de aandeelhouders gefinancierd maar op rekening van de crediteuren voortgezet. In dat geval wordt de voortzetting in plaats van met vennootschapsvermogen, door de crediteuren bekostigd.¹⁵³ Wanneer een vennootschap bijvoorbeeld, teneinde op handen zijnde werken te voltooien, met leveranciers overeenkomsten blijft aangaan die uiteindelijk niet kunnen worden na-

¹⁴⁸ Het onderzoek heeft aanleiding gegeven tot discussie onder economen. Zie in dit verband Van der Marel 2006.

¹⁴⁹ In die zin onder meer Prentice 1990, p. 265; Fourie 1994, p. 171; Hertig & Kanda 2004, p. 73; Keay 2005, p. 433; Adriaanse 2006, p. 68; Lennarts 2006; Mülbert 2006, p. 12; Tung 2006, p. 6; Valsan & Yahya 2006, p. 1 e.v.

¹⁵⁰ Prentice wijst er terecht op dat het voortzetten van de onderneming niet in het voordeel van de aandeelhouders zal zijn indien de liquidatiewaarde van de vennootschap groter is dan het bedrag van hun inbreng. Hij geeft echter zelf reeds aan dat dit zelden het geval zal zijn. Zie Prentice 1990, p. 265, noot 1.

¹⁵¹ Zie onder meer Keay 2005, p. 433-434; Lennarts 2006, p. 4-6.

¹⁵² Valsan & Yahya 2006, p. 6-7; Ribstein & Alces 2006, p. 3-4; zie ook Fourie 1994, p. 171. Deze gedachte lag ten grondslag aan de uitspraak van de Delaware Court of Chancery in *Production Resources v NCT Group*, 863A. 2d 772 (Del. Ch. 2004).

¹⁵³ In die zin Prentice 1990, p. 265; Millon 2006; Tung 2006, p. 6 e.v. Wanneer de vennootschap insolvent is, wordt de controlerende macht van de aandeelhouders vervangen door die van de crediteuren. Een erkenning van dit gegeven kan gevonden worden in het faillissementsrecht. De controlerende macht komt in dat geval, middels de tussenkomst van de curator, toe aan de gezamenlijke crediteuren; Fourie 1994, p. 171; Davies 2003, p. 372-372. Zie over de risicoverdeling in de periode voorafgaand aan de insolventie het proefschrift van Van Eeghen 2006.

gekomen, zijn het die leveranciers die de kosten van de te voltooien werkzaamheden dragen. Dit gevaar voor benadeling van de crediteuren leidt ertoe dat in geval van (naderende) financiële moeilijkheden de belangen van de crediteuren op de voorgrond zouden moeten treden, in die zin dat aanleiding bestaat om van de vennootschappelijke zeggenschaphouders te verlangen dat bij het bepalen van de door de vennootschap te varen koers onder dergelijke omstandigheden in toenemende mate gewicht wordt toegekend aan het belang van de crediteuren en dientengevolge daarmee rekening wordt gehouden.

De veranderingen die de naderende insolventie in de vennootschappelijke verhoudingen teweeg brengt, vormen reeds enige tijd onderwerp van debat in de Angelsaksische wereld. Vooral in Engeland en de Verenigde Staten is aan deze problematiek uitgebreid aandacht besteed. Zowel in de Anglo-Amerikaanse visie als in de Engelse *common law* benadering van het vennootschapsrecht staat traditioneel het aandeelhoudersbelang centraal.¹⁵⁴ Het door het bestuur uitgestippelde vennootschappelijk beleid dient in beginsel gericht te zijn op het maximaliseren van de waarde voor aandeelhouders. Echter, steeds vaker wordt betoogd dat naast het aandeelhoudersbelang ook andere belangen dienen te worden behartigd.¹⁵⁵ In Engeland heeft zich in dit verband het concept van het *enlightened shareholders interests* ontwikkeld op grond waarvan tot op zekere hoogte de mogelijkheid voor het behartigen van andere belangen dan die van de aandeelhouders wordt gecreëerd.¹⁵⁶ In de Angelsaksische benadering kan een tendens worden gesignaleerd om in geval van (naderende) insolventie van de vennootschap toenemend gewicht toe te kennen aan de belangen van de crediteuren. Erkend wordt dat wanneer een vennootschap insolvent is, of zich in de buurt van de insolventie begeeft, niet langer het aandeelhoudersbelang maar het belang van de gezamenlijke crediteuren de boventoon voert.¹⁵⁷ Discussie bestaat over de vraag of dit ertoe leidt dat in het Angelsaksische

¹⁵⁴ Davies 2003, p. 372. Zie voor een literatuurverwijzing naar de discussie hierover in het Anglo-Amerikaanse recht Keay 2005, p. 433, noot 14.

¹⁵⁵ Zie onder meer Boyle & Birds 2004, p. 493 e.v.; Tung 2006; Valsan & Yahya 2006.

¹⁵⁶ Zie Boyle & Birds 2004, p. 493 e.v. Dit model is neergelegd in de nieuwe Companies Act 2006. Het belang van de aandeelhouders blijft relevant maar daarnaast dienen de bestuurders een lange termijn visie te ontwikkelen en rekening te houden met andere belangen, zoals die van werknemers, gevolgen voor het milieu en andere. Zie in dit verband Attenborough 2006, p. 162-169. Deze gedachte heeft neerslag gevonden in *section 172 (1)* van de Companies Act 2006 luidende:

'1) 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,
- (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'.

¹⁵⁷ Zie onder meer *Re MDA Investment Management Ltd* [2004] 1 B.C.L.C. 217 at 245, *per* Park J. en *West Mercia Safetywear Ltd v Dodd* [1988] B.C.L.C. 250 at 252-253 (CA) *per* Dillon L.J. Zie voor een uitgebreidere verwijzing naar de relevante jurisprudentie in dit verband Boyle & Birds

systeem onder dergelijke omstandigheden een zogenaamde *fiduciary duty* van het bestuur jegens de crediteuren dient te worden aangenomen.¹⁵⁸ Het overwicht van het crediteursbelang in een insolvente vennootschap en de omslag van de suprematie van het aandeelhoudersbelang naar dat van de crediteuren werd uitdrukkelijk bepaald door het *Chancery Court* van de Amerikaanse staat Delaware.¹⁵⁹ In de *Production Resources*-zaak werd er expliciet op gewezen dat in geval van insolventie van de vennootschap, de bestuurders rechtstreeks *fiduciary duties* hebben jegens de vennootschapscrediteuren.¹⁶⁰ Uit het oordeel in de *Credit Lyonnais*-zaak blijkt dat van de omslag van de suprematie van het aandeelhoudersbelang naar dat van de crediteuren niet alleen sprake is in geval van insolventie van de vennootschap maar dat deze omslag reeds plaatsvindt wanneer de vennootschap zich in de *vicinity of insolvency* begeeft.¹⁶¹ Volgens de heersende leer in Engeland heeft de bestuurder enkel *fiduciary duties* jegens de vennootschap als zodanig.¹⁶² Wel wordt in toenemende mate aangenomen dat in geval van financiële moeilijkheden, niet alleen het belang van de aandeelhouders maar ook dat van de vennootschapscrediteuren onderdeel uitmaakt van de belangen waarmee de bestuurders rekening dienen te houden. In

2004, p. 494 noot 8; Charlesworth 2005, p. 297 e.v.; zie eveneens hierover Prentice 1990, p. 265; Muscat 1996, p. 244 e.v.; Butcher 2000, p. 168; Goode 2005, nr. 12-15. Voor wat betreft Engeland heeft deze gedachte neerslag gekregen in de Companies Act van 2006. Het derde onderdeel van *section 172 Companies Act 2006* bepaalt met zoveel woorden dat de in die *section* neergelegde plicht van de bestuurder om het succes van de vennootschap na te streven, rekeninghoudend met de uit het *enlightened shareholder* model voortvloeiende belangen zoals die in het eerste onderdeel van die *section* zijn opgenomen, moet wijken in gevallen waarin de bestuurder geacht moet worden behoren te handelen in het belang van de vennootschapscrediteuren. Uit de toelichting op deze *section* blijkt dat met deze uitzondering bedoeld wordt op de situatie die valt onder de *wrongful trading*-regeling van *section 214* van de Insolvency Act 1986; zie Explanatory notes, p. 51 nr. 331. Het gaat daarbij om de situatie waarin de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert en de toekomst nagenoeg uitzichtloos is. De *wrongful trading*-regeling komt uitgebreid aan bod in hoofdstuk 7 hierna.

¹⁵⁸ Zie in dit verband onder meer Prentice 1990, p. 265-277; Flannigan 2004, p. 277-302; Ribstein & Alces 2006; Tung 2006; Valsan & Yahya 2006.

¹⁵⁹ *Credit Lyonnais Bank NV v Pathé Communications Corp.* 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).

¹⁶⁰ *Production Resources v NCT Group*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

¹⁶¹ *Credit Lyonnais Bank NV v Pathé Communications Corp.* 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991). Helaas wordt niet nader aangegeven wanneer de vennootschap zich in de *vicinity of insolvency* begeeft. Zie hierover onder meer Lennarts 2006, p. 20-21.

¹⁶² *Percival v Wright* [1902] 2 Ch 421. Zie onder meer Davies 2003, p. 372 e.v.; Mühlert 2006, p. 42. Een *duty of care* van de bestuurders jegens de individuele crediteuren wordt volgens de heersende leer in Engeland niet aangenomen. *Nordic Oil Services Ltd v Berman*, 1993 S.L.T.1168 (O.H.); *Yukong Line Ltd v Rendsburg Investments Corporation of Liberia* [1998] 1 W.L.R. 294; *Re Pantone 485 Ltd* [2002] 1 B.C.L.C. 266. Zie Charlesworth 2005, p. 298. Zie eveneens Butcher 2000, p. 165 e.v. Volgens de heersende leer hebben de bestuurders in beginsel evenmin *fiduciary duties* jegens de aandeelhouders. De *fiduciary duties* die op de bestuurders rusten, gelden jegens de vennootschap als geheel. Slechts in uitzonderingsomstandigheden kan worden aangenomen dat bestuurders dergelijke *duties* jegens bepaalde aandeelhouders hebben. Zie onder meer *Re Chez Nico (Restaurants) Ltd* [1992] B.C.L.C. 192 at p. 208. Zie in dit verband Boyle & Birds 2004, p. 492 en Charlesworth 2005, p. 299. Zie verder over dit thema onder meer Flannigan 2004, p. 277-302; Davies 2003, p. 374 e.v.

de Zuid-Afrikaanse rechtspraak¹⁶³ en literatuur, die eveneens van gedeeltelijk Angelsaksische oorsprong is, wordt er eveneens op gewezen dat, wanneer een vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren, het belang van de crediteuren toeneemt.¹⁶⁴

Ik laat de discussie over de vraag of bestuurders in geval van (naderende) insolventie rechtstreeks *fiduciary duties* jegens de crediteuren hebben hier verder rusten.¹⁶⁵ Duidelijk is dat in de Angelsaksische visie erkend wordt dat onder dergelijke omstandigheden het gewicht verschuift en de balans doorslaat van het belang van de aandeelhouders naar dat van de vennootschapscrediteuren. Deze gedachte heeft in een aantal van de genoemde rechtsstelsels neerslag gevonden in regels die beogen insolvent handelen door de vennootschap en/of haar bestuurders tegen te gaan. Daarnaast kan worden gewezen op regels die het mogelijk maken om het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid in die gevallen te doorbreken en aldus te bewerkstelligen dat het risico dat de crediteuren in geval van insolventie van de vennootschap dreigen te lopen, ten laste van de aandeelhouders wordt gebracht. Voor wat betreft Engeland kan in dit verband worden gewezen op de zogenaamde *wrongful trading-rule*. Deze regelingen geeft uitdrukking aan het feit dat wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert, het bestuur de belangen van de crediteuren in overweging dient te nemen. De *wrongful trading* regeling verplicht de bestuurders van de vennootschap om in het zicht van faillissement al het mogelijke te doen teneinde de schade voor de crediteuren zoveel mogelijk te beperken. Interessant in dit verband is eveneens de Zuid-Afrikaanse regeling inzake bedrieglijk en roekeloos handelen. In de Verenigde Staten kan de beperkte aansprakelijkheid onder omstandigheden tot op zekere hoogte worden doorbroken wanneer de rechter overgaat tot achterstelling van een vordering van de grootaandeelhouder ten opzichte van die van de overige crediteuren.¹⁶⁶ Onderzocht wordt in hoeverre de Nederlandse (vennootschaps)wetgeving vennootschappelijke machthebbers dwingt om op enig moment voorafgaand aan een eventueel faillissement van de vennootschap meer gewicht toe te kennen aan de belangen van de crediteuren en deze belangen eventueel ten opzichte van die van andere belanghebbenden bij de vennootschap te laten prevaleren.

¹⁶³ Fourie 1994, p. 163, die verwijst naar de uitspraak van het Zuid-Afrikaanse 'Appellate Division' in *Sammel v President Brand Gold Mining Co Ltd* 1969 SA 629 (A), waarin Obiter werd aangegeven dat in geval van insolventie de rechten, wensen en belangen van crediteuren belangrijker zijn dan die van de aandeelhouders. Zie eveneens Matlata 1994, p. 36; Mackenzie 1997, p. 376.

¹⁶⁴ Ook hier wordt echter niet algemeen aanvaard dat de bestuurders, wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren, dienen te worden aangemerkt als fiduciarius van de vennootschapscrediteuren.

¹⁶⁵ De vraag of en jegens wie bestuurders *fiduciary duties* hebben is vooral een Angelsaksische aangelegenheid aangezien in de continentale visie ten aanzien van het vennootschapsrecht van dit concept geen gebruik wordt gemaakt.

¹⁶⁶ De genoemde regelingen komen in dit onderzoek nog verder aan de orde. Zie hoofdstuk 7 voor wat betreft de Engelse en de Zuid-Afrikaanse regeling. Zie hoofdstuk 8 in verband met de achterstelling van aandeelhoudersleningen.

5. Bevindingen

Als belangrijkste betrokkenen bij een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap kunnen, rekening houdend met de grenzen van het onderhavige onderzoek, de bestuurders, aandeelhouders en crediteuren worden aangemerkt. De gezamenlijke aandeelhouders en de bestuurders kunnen als vennootschappelijke zeggenschapshouders worden getypeerd. Een van de belangrijkste voordelen van het gebruik van de naamloze en besloten vennootschap als ondernemingsvorm is gelegen in het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. Dit principe bevordert investeringen en beperkt de risico's voor de participanten. Hoewel het (vennootschaps)recht in een aantal beschermingsmechanismen voorziet, is het belangrijkste gevaar van dit beginsel gelegen in het transponeren van het ondernemersrisico naar de crediteuren. Dit gevaar manifesteert zich wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden terecht komt. De beperkte aansprakelijkheid werkt opportunistisch handelen door aandeelhouders in de hand. In geval van insolventie dienen niet de aandeelhouders maar de crediteuren als *residual riskbearers* te worden aangemerkt. De beperkte aansprakelijkheid voorkomt dat de verliezen voor de aandeelhouders verder oplopen. Wanneer de activiteiten van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap worden voortgezet, zijn het de crediteuren die in geval van een eventueel faillissement deze voortzetting financieren. Wanneer de vennootschap immers achteraf niet in staat blijkt te zijn haar verplichtingen na te komen, zijn het voornamelijk de crediteuren die daardoor worden benadeeld. Een en ander rechtvaardigt de conclusie dat in naderende faillissementssituaties het belang van de schuldeiser van de vennootschap toeneemt en dit ook een weerslag zou moeten hebben in de door de vennootschappelijke zeggenschapshouders te maken belangenafweging.

DEEL I

DE MATERIËLE GEVOLGEN VAN DE FINANCIËLE CRISIS

FINANCIËLE MOEILIKHEDEN EN REORGANISATIE IN DE PRAKTIJK

1. Inleiding

Ondernemingen die de economische strijd willen overleven zullen, evenals de organismen in Darwins evolutietheorie, zich voortdurend moeten aanpassen aan de gewijzigde omstandigheden binnen de biotoop waarin zij zich voortbewegen. Dit aanpassingsvermogen vormt de basis voor strategisch management.¹⁶⁷ De noodzaak tot het nemen van maatregelen en het inspelen op gewijzigde omstandigheden, doet zich met name gevoelen wanneer de onderneming in financiële moeilijkheden terecht komt of daarmee wordt bedreigd. Het uitblijven van maatregelen kan onder dergelijke omstandigheden het einde van de onderneming inluiden. Zoals reeds werd aangegeven is het onderhavige onderzoek opgebouwd uit drie onderdelen. In dit eerste onderdeel staan de materiële gevolgen van een door de financiële moeilijkheden ingegeven reorganisatie centraal. Teneinde inzicht te krijgen in de consequenties van de financiële moeilijkheden voor de onderneming alsmede de gevolgen van een (eventuele) daaropvolgende reorganisatie voor de verschillende groepen belanghebbenden, wordt in dit hoofdstuk nader ingegaan op een aantal reorganisatievormen. Gevoed door de noodzaak activiteiten af te bouwen en zo min mogelijk bedrijfsonderdelen in de ondergang mee te sleuren, hebben zich in de praktijk heel wat reorganisatievormen ontwikkeld. In dit verband kan onder andere gewezen worden op de zogenaamde sterfhuisconstructie, het omgekeerde sterfhuis en de ziekenhuisconstructie. Deze constructies vormden vooral in de tachtiger jaren van de vorige eeuw het onderwerp van juridische geschriften. Hun populariteit hadden zij destijds te danken aan de spraakmakende reorganisaties bij een aantal grote Nederlandse ondernemingen zoals Ogem en Boskalis. Een bespreking van deze reorganisatievormen geeft eveneens inzicht in de feitelijke machtsverhoudingen en de gevolgen daarvan voor de besluitvorming ten aanzien van reddingsoperaties binnen een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming.

Alvorens nader in te gaan op de genoemde reorganisatievormen, wordt in dit hoofdstuk eerst aandacht besteed aan de problematiek inzake de onderneming in financiële moeilijkheden in het algemeen. Daarbij wordt ingegaan op de mogelijke

¹⁶⁷ Sopers 1992, p. 31 e.v.

oorzaken van die financiële moeilijkheden. Voorts wordt aandacht besteed aan de verschillen tussen de informele en de formele reorganisatie. De juridische rechtsvorm waarin een onderneming is gegoten, heeft consequenties voor de ter beschikking staande reorganisatiemethoden. Aan dit verschil in uitgangspositie tussen een enkelvoudige vennootschap en een onderneming die is ondergebracht in een concernstructuur, worden eveneens enige beschouwingen gewijd. Daarbij wordt aandacht besteed aan het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. Bij de daaropvolgende bespreking van de verschillende reorganisatievormen wordt telkens aandacht besteed aan de manier waarop de desbetreffende constructie wordt opgezet en de gevolgen daarvan voor de verschillende groepen belanghebbenden. De positie van de aandeelhouders, die de rode draad vormt in dit onderzoek, kan immers niet worden vastgesteld zonder dat daarbij de positie van een aantal andere belanghebbenden in ogenschouw wordt genomen. Naast de aandeelhouders worden de crediteuren als belangrijkste betrokkenen aangemerkt.¹⁶⁸ Binnen de categorie van de crediteuren wordt in verband met de onderling sterk verschillende rol een onderscheid gemaakt tussen concurrente crediteuren enerzijds en de banken anderzijds. Bij iedere reorganisatievorm wordt een praktijkvoorbeeld gegeven van de toepassing van de desbetreffende constructie. In dit verband wordt bijzondere aandacht besteed aan (nakende) déconfiture en heropbouw van Koninklijke Boskalis Westminster NV medio jaren tachtig van de vorige eeuw aangezien de desbetreffende reorganisatie de rechtstreekse aanleiding vormde voor het onderhavige onderzoek. Aan het eind van dit hoofdstuk worden de drie constructies onderling vergeleken, gevolgd door een weergave van de belangrijkste bevindingen.

2. De onderneming in financiële moeilijkheden

2.1. Oorzaken van de financiële moeilijkheden

Een ongeluk komt nooit alleen, zo luidt een oude volkswijsheid die niet alleen relevant is in het kader van de dagelijkse beslommingen maar eveneens in de levensloop van ondernemingen al te vaak bewaarheid wordt. De ondergang van een onderneming is meestal niet toe te schrijven aan één specifieke oorzaak maar veeleer te wijten aan een samenstel van onderling samenhangende factoren.¹⁶⁹ De financiële moeilijkheden ontstaan niet van de ene op de andere dag maar zijn vaak het gevolg van een proces dat zich reeds jaren geleden heeft ingezet.¹⁷⁰ In de literatuur wordt ten aanzien van de oorzaken die aan de basis kunnen liggen van de continuïteitsproblemen binnen een onderneming onderscheiden tussen externe factoren enerzijds en interne factoren anderzijds. Met eerstgenoemde term wordt bedoeld op een categorie oorzaken die niet rechtstreeks gerelateerd is aan de manier waarop de onderneming wordt geëxploiteerd maar veeleer bepalend is voor de uitwendige om-

¹⁶⁸ Reorganisaties hebben eveneens belangrijke gevolgen voor de werknemers van de onderneming. Teneinde het onderwerp van onderzoek te beperken blijft, zoals reeds aangegeven in de inleiding, de positie van de werknemers hier echter grotendeels buiten beschouwing.

¹⁶⁹ Vergelijk in dit verband Sopers 1992, p. 33 e.v.

¹⁷⁰ Vos 2003, p. 229.

standigheden binnen welk kader het bedrijf opereert.¹⁷¹ In de eerste plaats kan hierbij worden gedacht aan een economische recessie.¹⁷² De toename van concurrentie, de introductie van substitutiegoederen en de terugloop in de vraag naar een bepaald product zijn eveneens voorbeelden van externe factoren.¹⁷³ Teneinde te kunnen overleven dienen ondernemingen zich voortdurend aan te passen aan deze, zich wijzigende, externe omstandigheden.¹⁷⁴ De interne factoren zien op oorzaken gelegen in het functioneren van de onderneming waarbij in de eerste plaats kan worden gedacht aan tekortkomingen van de ondernemingsleiding.¹⁷⁵ Onvoldoende vakkennis, een bestuurder die zijn eigen belang voorop stelt ten opzichte van het belang van de onderneming en rivaliteit binnen de raad van bestuur zijn voorbeelden van interne factoren die de continuïteit van een onderneming ernstig in gevaar kunnen brengen. In de tweede plaats kan een onevenwichtige verhouding tussen het in de onderneming aanwezige eigen vermogen enerzijds en het vreemd vermogen anderzijds tot de interne factoren worden gerekend.¹⁷⁶ Wanneer de onderneming met te veel vreemd vermogen is gefinancierd, bestaat het gevaar dat bij een stijging van de rentetarieven, de rentelasten op enig moment te zwaar zullen wegen. In het verleden is gebleken dat ook het voeren van een té ambitieus overnamebeleid een bron kan zijn voor continuïteitsproblemen.¹⁷⁷ Teneinde hun reikwijdte te vergroten, begeven bedrijven zich door middel van een ambitieus overnamebeleid op terreinen die ver verwijderd staan van hun 'core business' en waarvoor ze de vereiste expertise niet in huis hebben. Fusies en overnames zijn aan de orde van de dag. Om de overnames te kunnen financieren worden grote hoeveelheden vreemd vermogen aangetrokken. Een té ambitieus overnamebeleid is in de tachtiger en negentiger jaren van de vorige eeuw een aantal multinationals fataal geworden. De gang van zaken bij het Ogem- en Boskalis-concern is hier een goed voorbeeld van. Na een uit de hand gelopen expansie zagen beide ondernemingen zich genoodzaakt een toevlucht te zoeken tot reorganisatie teneinde uit het financiële slop te geraken. Worden de interne en externe faalfactoren niet tijdig gesignaleerd en wordt diensengevolge onvoldoende op de veranderde omstandigheden geanticipeerd, dan kunnen deze moeilijkheden escaleren en een bedreiging vormen voor het voortbestaan van de gehele onderneming.¹⁷⁸ Teneinde financiële problemen te voorkomen en op het ontstaan daarvan tijdig te kunnen anticiperen, moet voortdurend worden ingespeeld op de zich wijzigende omstandigheden. De (eventuele) reorganisaties

¹⁷¹ Woelders & Woelders 1986, p. 17.

¹⁷² Woelders & Woelders 1986, p. 18.

¹⁷³ Sopers 1992, p. 29 e.v.; Woelders & Woelders 1986, p. 18 e.v.

¹⁷⁴ In die zin ook Slagter 1983 II, p. 142; Vos 2003, p. 241-242.

¹⁷⁵ Woelders & Woelders 1986, p. 18 e.v.

¹⁷⁶ Woelders & Woelders 1986, p. 19.

¹⁷⁷ Woelders & Woelders 1986, p. 19-21.

¹⁷⁸ Naast de genoemde oorzaken kunnen aan de financiële moeilijkheden van een onderneming nog andere redenen ten grondslag liggen. Vaak zijn die echter terug te voeren tot een van de genoemde categorieën. Ondeskundig ondernemerschap of een verouderde bedrijfsvoering kan bijvoorbeeld worden herleid tot een tekortkoming van de ondernemingsleiding. Zie over de oorzaken van financiële moeilijkheden Woelders & Woelders 1986, p. 17; Sopers 1992, p. 27 e.v.; Vos 2003, p. 239 e.v.; WODC-rapport 2004, p. 27 e.v.; Adriaanse & Kuijl 2004, p. 4 e.v.; Adriaanse 2005, p. 12 e.v.

waarmee dit proces gepaard gaat, kunnen derhalve worden aangeduid als een inhoudend aanpassingsproces dat inherent is aan het ondernemerschap.¹⁷⁹ De intensiteit van de te nemen maatregelen zal verschillen al naar gelang de concrete omstandigheden. In sommige gevallen kan worden volstaan met een modernisering van de bedrijfsvoering. De financiële moeilijkheden kunnen echter zó hoog zijn opgelopen dat verdergaande maatregelen noodzakelijk zijn. De solvabiliteit en de liquiditeit worden vaak gehanteerd als graadmeters voor de financiële (on)gezondheid waarin de onderneming verkeert.¹⁸⁰ Een onderneming is insolvent wanneer deze blijkens de balans over meer passiva dan activa beschikt.¹⁸¹ De liquiditeit geeft aan in hoeverre een onderneming in staat is haar lopende verplichtingen te voldoen.¹⁸² Ondernemingen die insolvent zijn, kunnen desalniettemin jarenlang voortgaan met hun bedrijfsactiviteiten zonder dat een faillissement volgt.¹⁸³ De problemen worden echter acuut wanneer de onderneming illiquide is. In dat geval kan deze enkel in leven blijven bij de gratie van haar schuldeisers. Het voortbestaan van de onderneming is afhankelijk van de bereidwilligheid van onder meer leveranciers en kredietverschaffers om de betalingstermijnen verder uit te stellen en additioneel krediet ter beschikking te stellen. Moeilijk is in algemene bewoordingen aan te geven wanneer het doorvoeren van vergaande reorganisatiemaatregelen noodzakelijk is. Op de vraag wanneer de financiële situatie noopt tot het treffen van maatregelen, wordt in de loop van het onderhavige onderzoek verder ingegaan.¹⁸⁴

2.2. *Formele versus informele reorganisatie*

In het eerste hoofdstuk werd een onderscheid gemaakt tussen de formele en de informele reorganisatie.¹⁸⁵ De wet biedt twee mogelijkheden om tot een zogenaamde formele reorganisatie te komen. In de eerste plaats kan de ondernemingsleiding, wanneer deze niet in staat is om op eigen krachten een sanering door te voeren, surseance van betaling aanvragen. Een dergelijke aanvraag staat open voor iedere on-

¹⁷⁹ Vgl. Kuijl & Adriaanse 2004, p. 2.

¹⁸⁰ Zie onder meer Vos 2003, p. 230. In het ambtelijk voorontwerp voor het wetsvoorstel inzake de derde tranche van de versoepeling van het BV-recht wordt voorgesteld een liquiditeits- en vereenvoudigde balanstest op te nemen voor het uitkeren van vermogen aan aandeelhouders. Zie het ambtelijk voorontwerp strekkende tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, te vinden op de website van het Ministerie van Justitie: <www.justitie.nl/onderwerpen/wetgeving/bv%5Frecht/>.

¹⁸¹ Vos 2003, p. 230.

¹⁸² Een onderscheid kan worden gemaakt tussen de dynamische en de statische liquiditeit waarbij de statische liquiditeit aangeeft in hoeverre een onderneming op een bepaald moment, gezien de op dat moment aanwezige financiële middelen, in staat is aan haar lopende verplichtingen te voldoen. Bij de dynamische liquiditeit wordt gekeken in hoeverre een onderneming, rekening houdend met de beschikbare liquide middelen en de verwachte inkomende geldstroom, in staat zal zijn de lopende verplichtingen te kunnen voldoen. Zie voor definities Vos 2003, p. 518.

¹⁸³ Vos 2003, p. 230.

¹⁸⁴ Zie in dit verband met name hoofdstuk 9.

¹⁸⁵ Zie in verband met formele en informele reorganisaties en de effectiviteit daarvan Adriaanse 2005.

ndernemer¹⁸⁶ die voorziet dat hij niet zal kunnen voortgaan met het betalen van zijn opeisbare schulden.¹⁸⁷ De surséanceregeling biedt zieke ondernemingen een adem-pauze door concurrente crediteuren tijdelijk de bevoegdheid te ontnemen om de voldoening door de onderneming van opeisbare vorderingen te eisen.¹⁸⁸ Op die manier wordt de ondernemer een kans geboden om orde op zaken te stellen, in dier voege dat na afloop van de surséance weer op rendabele wijze aan het economisch verkeer kan worden deelgenomen. Door het inwerkingtreden van de surséance is het bestuur niet langer zelfstandig bevoegd tot het voeren van het beheer en de beschikking over haar vermogen. Steeds zal daarvoor de medewerking, machtiging of bijstand van de bewindvoerder vereist zijn. De surséanceregeling biedt de mogelijkheid weigerachtige schuldeisers tot medewerking aan de totstandkoming van een akkoord te dwingen. Een voorgesteld akkoord komt tot stand wanneer daarvoor de toestemming is verkregen van de gewone meerderheid van de ter vergadering verschenen erkende en toegelaten schuldeisers die gezamenlijk ten minste de helft van het bedrag van de erkende en toegelaten vorderingen vertegenwoordigen.¹⁸⁹ Bovendien kan door het afroepen van een zogenaamde afkoelingsperiode elke bevoegdheid van derden tot verhaal op de tot de boedel behorende goederen of tot de opeising van goederen die zich in de macht van de schuldenaar bevinden voor de periode van maximaal twee maanden worden gefrustreerd.¹⁹⁰ Ondanks de genoemde voordelen zal het bestuur van een in moeilijkheden verkerende onderneming, omwille van het met deze regeling gepaard gaande stigmatiserende effect, doorgaans al het mogelijke doen om surséance te vermijden. Met het inwerkingtreden van de surséance worden de continuïteitsproblemen binnen de onderneming immers kenbaar voor de buitenwacht, met alle gevolgen van dien.¹⁹¹ Leveranciers zullen enkel bereid zijn te leveren tegen contante betaling, afnemers gaan op zoek naar een nieuwe handelspartner en waardevolle werknemers willen het zinkende schip zo spoedig mogelijk verlaten.¹⁹² De onderneming krijgt met andere woorden een 'slechte naam'. De 'bezoedeling' van de naam heeft ook gevolgen voor de saneringskansen. De bedrijfsonderdelen zullen bijvoorbeeld slechts tegen een uitverkoopprijs van de hand kunnen worden gedaan. Bovendien wordt surséance vaak in een té laat stadium aangevraagd waardoor de saneringskansen grotendeels zijn verkeken. De surséance van betaling staat diensgevolge bekend als 'het voorportaal van het faillissement'.¹⁹³ Naast de surséance van betaling kan ook de faillisse-

¹⁸⁶ Met uitzondering van diegenen die genoemd worden in het vierde lid van Art. 214 FW.

¹⁸⁷ Art. 214 FW.

¹⁸⁸ Art. 230 jo. 232 FW. Deze rustpauze geldt echter niet voor zover het preferente vorderingen betreft.

¹⁸⁹ Art. 268 FW.

¹⁹⁰ Art. 241a FW, met uitzondering van de boedelschuldeisers. Deze periode kan eenmalig met een periode van ten hoogste twee maanden worden verlengd.

¹⁹¹ In die zin ook Slagter 1983 II, p. 143.

¹⁹² Woelders & Woelders 1986, p. 38-39; zie eveneens Oosthout 1998, p. 28.

¹⁹³ Vergelijk in dit verband Polak/ Pannevis 2005, p. 276. Zie ook Adriaanse 2006, p. 66 e.v. Met het oog op het bevorderen van de effectiviteit is de surséanceregeling met ingang van 2005 aangepast. Daarbij werd de afkoelingsperiode verlengd en werd de regeling ten aanzien van het akkoord versoepeld. Zie Wet van 24 november 2004 tot wijziging van de Faillissementswet in verband met het bevorderen van de effectiviteit van de surséance van betaling en fail-

mentsprocedure, hoewel deze strikt genomen gericht is op liquidatie, onder omstandigheden tot de formele reorganisatiemethodes worden gerekend. De faillissementsregeling faciliteert eveneens de totstandkoming van een akkoord waarna, bij homologatie en verbindend worden van dat akkoord, het faillissement eindigt.¹⁹⁴ De faillissementsweg wordt in de praktijk vaak gevolgd teneinde een zogenaamde doorstart te bewerkstelligen. In dat geval zal de curator via een activa/passiva-transactie trachten de belangrijkste bedrijfsonderdelen te verkopen. Na afloop van het faillissement kan de onderneming op die manier in afgeslankte vorm en binnen een nieuwe juridische entiteit worden voortgezet.¹⁹⁵

In deze dissertatie staan de informele reorganisatievormen centraal. Bij de genoemde vormen van formele reorganisatie is de vennootschap onderworpen aan een wettelijke regeling waarin reeds rekening wordt gehouden met de rechten en plichten en het verschil in positie van diegenen die bij de vennootschap betrokken zijn. Ik wees er in de inleiding reeds op dat de vraag naar de effectiviteit van deze regels buiten de grenzen van het onderhavige onderzoek valt. In het eerste hoofdstuk werd een informele reorganisatie gedefinieerd als een reorganisatietraject dat zich buiten de wettelijke kaders afspeelt en gericht is op het herstellen van de gezondheid van de onderneming. Binnen deze reorganisaties kunnen twee processen worden onderscheiden¹⁹⁶ die afzonderlijk of in combinatie kunnen worden doorgevoerd. Een informele reorganisatie kan bestaan uit een herstructurering van de bedrijfsactiviteiten. Hierbij wordt gepoogd de onderneming opnieuw levensvatbaar te maken door bijvoorbeeld de productiecapaciteit van bepaalde onderdelen tijdelijk dan wel blijvend te verminderen of bepaalde bedrijfsactiviteiten af te stoten teneinde op die manier terug te keren tot de *core business*.¹⁹⁷ De reorganisatie kan eveneens gepaard gaan met een financiële herstructurering. Naast een hervorming van de bedrijfsactiviteiten wordt in dat geval een aantal financiële maatregelen doorgevoerd, zoals de omzetting van vorderingen in aandelenkapitaal. Een financiële herstructurering kan enkel worden verwezenlijkt met medewerking van een aantal bij de vennootschap betrokken belanghebbenden zoals werknemers en financiers.¹⁹⁸ Het voordeel van de informele reorganisaties ten opzichte van de formele procedures is dat deze in relatieve 'stilte' kunnen worden opgetrokken. Hierdoor wordt het

lissement, *Stb.* 2004, 615. Zoals reeds werd aangegeven in het eerste hoofdstuk, wordt onderzoek gedaan naar de manieren waarop de wetgeving inzake het insolventierecht kan worden verbeterd. Bij Besluit van 3 april 2003, *Stcrt.* 76 is de Commissie Insolventierecht onder leiding van S.C.J.J. Kortmann als tijdelijk adviescollege van de Minister van Justitie ter advisering over het insolventierecht ingesteld. Het rapport van de commissie laat vooralsnog op zich wachten. Zie naar aanleiding van een aantal bekend gemaakte voorstellen van de Commissie Insolventierecht Van Galen 2006, p. 516.

¹⁹⁴ Art. 138 jo. Art. 161 FW. Het akkoord heeft echter enkel werking ten opzichte van de concurrente crediteuren.

¹⁹⁵ Zie in dit verband het WODC-rapport 2004, p. 32 en Adriaanse 2005, p. 16-17. Naast de surséance van betaling en het faillissement, kan ook de schuldsanering natuurlijke personen gezien worden als een vorm van informele reorganisatie. Deze regeling is echter niet van toepassing is op de naamloze of besloten vennootschap en blijft daarom hier buiten beschouwing.

¹⁹⁶ Zie WODC-rapport 2004, p. 34 e.v.; Adriaanse 2005, p. 18 e.v.

¹⁹⁷ Vergelijk Woelders & Woelders 1986, p. 29 e.v.

¹⁹⁸ Woelders & Woelders 1986, p. 34 e.v.; WODC-rapport 2004, p. 39 e.v.

stigmatiserend effect, waarmee openbare saneringsprocedures zoals de surséance van betaling gepaard gaan, vermeden. De relatieve stilte waarin informele reorganisaties worden opgezet, vormt tevens een van de potentiële faalfactoren van een dergelijke reorganisatie. In het kader van het reeds aangehaalde WODC-rapport¹⁹⁹ werd onderzoek gedaan naar de slagingskansen en faalfactoren van informele reorganisaties. Uit genoemd onderzoek blijkt dat een van de belangrijkste redenen voor het mislukken van een dergelijke reorganisatie gelegen is in het gebrek aan vertrouwen tussen de onderneming en haar belangrijkste betrokkenen. Aan de basis van deze vertrouwensbreuk ligt het gebrek aan transparantie door de ondernemingsleiding jegens de belanghebbenden ten aanzien van de werkelijke financiële situatie. Uit vrees voor het bekend worden van de financiële moeilijkheden, tracht de onderneming deze zo lang mogelijk te maskeren. Daarnaast worden ook de passieve houding van het management en de aandeelhouders alsmede de incapabiliteit van de onderneming om tijdig risicodragend kapitaal aan te trekken als belangrijke faalfactoren genoemd. In het rapport wordt een aantal voorwaarden geformuleerd dat de slagingskansen van een informele reorganisatie doet toenemen. Vereist is in de eerste plaats een actieve houding van het management en de aandeelhouders. In de tweede plaats dienen de belangrijkste belanghebbenden in het reorganisatieproces te worden betrokken en is transparantie ten aanzien van de financiële situatie en de op handen zijnde reorganisatie vereist. Tot slot wordt erop gewezen dat de inbreng van nieuw risicodragend kapitaal de slagingskansen doet toenemen.

Veruit de meest geruchtmakende informele reorganisaties die de Nederlandse geschiedenis tot op heden heeft gekend, vonden plaats in de loop van de jaren tachtig van de vorige eeuw. De gang van zaken bij Nederlands trots Boskalis vormt daarvan een goed voorbeeld. De reddingspoging bij Ogem in diezelfde periode heeft eveneens geruime tijd de gemoederen bezig gehouden. Met deze spraakmakende reorganisatie was het fenomeen van de zogenaamde sterfhuisconstructie geboren. In de voetsporen van Ogem ontwikkelden zich meerdere varianten met even beeldende namen zoals, de ziekenhuisconstructie en de omgekeerde sterfhuisconstructie. In dit hoofdstuk komt een aantal van de in de praktijk tot ontwikkeling gekomen reorganisatievormen aan bod. Het is niet de bedoeling om hier te voorzien in een limitatieve opsomming van alle mogelijke vormen van informele reorganisatie. Naast de genoemde reorganisatiemethoden, staan de ondernemer in de praktijk eveneens andere technieken ter beschikking teneinde in de onderneming orde op zaken te stellen.²⁰⁰ In dit hoofdstuk wordt een aantal *mainstream* oplossingen ge-

¹⁹⁹ WODC-rapport 2004. Een weergave van de bevindingen uit dat rapport en een uitbreiding van het daaraan ten grondslagliggende onderzoek is te vinden in Adriaanse 2005. Zie voor empirisch onderzoek naar informele reorganisaties Couwenberg & De Jong 2005 waarin gebruik wordt gemaakt van het empirisch onderzoek dat deel uitmaakte van de studie door het Onderzoekcentrum Onderneming en Recht gepubliceerd in O. Couwenberg, N.E.D. Faber en S.C.J.J. Kortmann, *De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswet*, Onderzoekscenrum Onderneming en Recht 2001; zie verder Van Amsterdam 2004.

²⁰⁰ In dit verband kan onder meer worden gedacht aan het verminderen van het kapitaal van de vennootschap om op die manier de verliezen van de vennootschap af te boeken ten laste van de aandelen. Zie in dit verband Honée 1984, p. 16-17. Zie voor andere reorganisatiemethodes Adriaanse & Kuijl 2004, p. 9 e.v. en p. 17 e.v., alsmede het reeds aangehaalde WODC-rapport 2004, p. 55 e.v.

schetst. Daarbij komt een aantal juridische problemen aan bod. Het merendeel van die problemen kan zich eveneens bij andere constructies voordoen. Er is voor gekozen om enkel de sterfhuis-, ziekenhuis- en omgekeerde sterfhuisconstructie te bespreken. Hoewel deze reorganisatievormen niet nieuw zijn en met name populair waren in de loop van de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw, blijven zij ook voor de toekomst van belang. De gang van zaken bij een dergelijke constructie kan als voorbeeld dienen voor de gang van zaken en de belangen en machtsverhoudingen die betrokken zijn bij reddingsoperaties in het algemeen. Vergelijkbare methodes of onderdelen daarvan worden nog steeds gebruikt. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval kan eveneens voor een minder vergaande reorganisatievorm worden geselecteerd. Zo werd de afgelopen jaren bijvoorbeeld meermaals gebruik gemaakt van de zogenaamde *debt for equity swap*. Deze saneringsmethode, waarbij vorderingen van crediteuren worden omgezet in aandelenkapitaal, werd onder meer geïntroduceerd om telecombedrijf Versatel uit het financiële slop te helpen. Getracht werd de balans van het bedrijf op te schonen door de uitstaande obligaties om te ruilen in aandelen.²⁰¹ Later werd deze saneringsmethode, waar thans naar wordt verwezen als de *Versatel-route*, eveneens toegepast bij kabelexploitant UPC.²⁰² Het omzetten van schulden van de vennootschap in risicodragend (aandelen)kapitaal is echter geen geheel nieuw fenomeen aan de vennootschapsrechtelijke horizon. Dergelijke transacties werden in het verleden in het kader van de sterfhuis-, ziekenhuis- en omgekeerde sterfhuisconstructie, weliswaar in combinatie met andere herstructureringsmaatregelen, als saneringsmiddel gehanteerd. Een andere tendens waarop in dit verband nog kan worden gewezen zijn de recente optredens van activistische beleggers zoals hedge funds die reeds voor het zich manifesteren van financiële moeilijkheden aandringen op het reorganiseren van de bedrijfsactiviteiten door bepaalde onderdelen af te stoten. In hoofdstuk 2 wees ik in dit verband reeds op de gang van zaken bij Stork en ABN AMRO.

2.3. Enkelvoudige vennootschap versus concernstructuur

2.3.1. Beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen

In dit hoofdstuk werd meermaals gesproken over ‘de onderneming’. Met het begrip onderneming wordt bedoeld op ‘(...) een organisatorisch verband, gericht op duurzame deelneming aan het economisch verkeer’.²⁰³ Aan een dergelijk organisatorisch verband kan in juridische zin op verschillende wijzen gestalte worden gegeven. In het eerste hoofdstuk heb ik reeds aangegeven dat in deze dissertatie niet de onderneming maar de vennootschap als zodanig centraal staat. Ten aanzien van de consequenties van naderende discontinuïteit voor de bedrijfsactiviteiten dient evenwel te worden onderscheiden tussen de verschillende vormen waarin een onderneming kan worden gedreven. Bij een enkelvoudige vennootschap kunnen schuldeisers, ter

²⁰¹ Kenmerkend voor de situatie bij Versatel is dat deze ruil plaatsvond nadat surséance van betaling was aangevraagd. Zie o.a. ‘De ene surséance is de andere niet’, *FD* 20-06-2002.

²⁰² Bij UPC werd eveneens surséance van betaling aangevraagd teneinde tegenstribbelende crediteuren tot medewerking te dwingen; Zie o.a. ‘UPC vraagt surséance aan’, *FD* 4-12-2002.

²⁰³ Deze definitie is ontleend aan Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 2.

voldoening van hun vorderingen, verhaal zoeken op het gehele vennootschapsvermogen. De liquiditeitsproblemen zullen derhalve gevolgen hebben voor de gehele bedrijfsvoering.²⁰⁴ In concernverhoudingen ligt dit in beginsel anders.

Hoewel de wet geen omschrijving geeft van het in de praktijk veelvuldig gehanteerde begrip concern, kan voor de inhoud daarvan aansluiting worden gezocht bij het in Artikel 2:24b BW gedefinieerde groepsbegrip.²⁰⁵ Blijkens voornoemd artikel is een groep een economische eenheid waarin rechtspersonen en vennootschappen organisatorisch zijn verbonden.²⁰⁶ In de literatuur wordt, naast de economische eenheid en organisatorische verbondenheid, het voeren van een centrale leiding als derde voorwaarde genoemd. Betoogd wordt dat de organisatorische verbondenheid bij gebrek aan centrale leiding geen economische eenheid tot stand kan brengen.²⁰⁷ Een concern is doorgaans opgebouwd uit een moedermaatschappij en een aantal dochters en eventueel kleindochters.²⁰⁸ Het begrip dochtermaatschappij wordt gedefinieerd in Artikel 2:24a BW. Een vennootschap kwalificeert op grond van die bepaling als dochtermaatschappij wanneer, kort gezegd, door een rechtspersoon (moeder) daarin meer dan de helft van de stemrechten in de algemene vergadering kan worden uitgeoefend of deze het in haar macht heeft om meer dan de helft van de bestuurders of commissarissen te benoemen dan wel te ontslaan.²⁰⁹ De centrale leiding kan, behalve door middel van kapitaaldeelname, eveneens op contractuele basis worden gevoerd of uit hoofde van een daartoe strekkende statutaire bepaling.²¹⁰ In het hiernavolgende wordt met de term concern bedoeld op een samenstel van vennootschappen die onderling verbonden zijn en als eenheid aan het economische verkeer deelnemen waarbij de holdingmaatschappij door middel van een (100%) kapitaaldeelname in de werkmaatschappijen de centrale leiding voert. De groep waarbij centrale leiding enkel op contractuele basis wordt uitgeoefend, zonder dat van enige vorm van kapitaaldeelname sprake is, blijft hier verder buiten beschouwing.

Het concern treedt in economische zin als eenheid op terwijl juridisch gezien de bedrijfsactiviteiten zijn ondergebracht in verschillende rechtssubjecten. De onderneming is ten gevolge daarvan verspreid over een veelheid van rechtspersonen met ieder hun eigen rechten en verplichtingen.²¹¹ Hoewel de groep als eenheid naar buiten optreedt, is het niet het concern als zodanig maar zijn het wel de afzonderlij-

²⁰⁴ In die zin Dorresteyn 1996, p. 5 e.v.

²⁰⁵ Zie in dit verband Bartman-Dorresteyn 2006, p. 29. Hierna worden de begrippen concern en groep door elkaar gebruikt.

²⁰⁶ Art. 2:24b BW.

²⁰⁷ In die zin Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 12; Bartman en Dorresteyn wijzen erop dat, hoewel dat doorgaans wel het geval is, organisatorische verbondenheid niet steeds noodzakelijkerwijs hoeft samen te gaan met centrale leiding, zie Bartman-Dorresteyn 2006, p. 30-31.

²⁰⁸ De Soeten 1983, p. 540.

²⁰⁹ Art. 2:24a lid 1 sub a en b BW. Daarnaast wordt in het tweede lid van Art. 2:24a BW met een dochtermaatschappij gelijk gesteld een onder eigen naam optredende vennootschap waarin de rechtspersoon of een of meer dochtermaatschappijen als vennoot volledig jegens schuldeisers aansprakelijk is voor de schulden.

²¹⁰ Zie onder meer Slagter 1983 I, p. 25; De Soeten 1983, p. 540; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 12.

²¹¹ In die zin Dorresteyn 1996, p. 5 e.v.

ke vennootschappen die bij handelstransacties als contractspartij fungeren. Het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid, dat bij enkelvoudige kapitaalvennootschappen het uitgangspunt vormt, wordt in concernverhoudingen doorgetrokken. Het feit dat de desbetreffende rechtspersoon onderdeel uitmaakt van een groep tast de grondstelling van beperkte aansprakelijkheid, die voor de individuele groepsmaatschappijen geldt, niet aan. Iedere vennootschap behoudt haar eigen identiteit. In de literatuur worden vraagtekens geplaatst bij het doortrekken van de beperkte aansprakelijkheid naar concernverhoudingen en de houdbaarheid van dit vennootschapsrechtelijk beginsel wanneer verschillende vennootschappen onderling worden verbonden.²¹² Aan dit scepticisme ligt de gedachte ten grondslag dat een aantal van de rechtvaardigingsgronden voor de beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen ontbreekt. Een van die rechtvaardigingsgronden is gelegen in de scheiding tussen *ownership* en *control*.²¹³ Het voeren van een centrale leiding doet vragen rijzen omtrent de praktische houdbaarheid van deze theoretische scheiding in concernverhoudingen. De vereiste centrale leiding stelt de moedervernootschap immers in staat om over de overige concernvennootschappen controle uit te oefenen.²¹⁴ In concernverhoudingen is de beperkte aansprakelijkheid geen noodzakelijke voorwaarde voor het bewerkstelligen van investeringen in risicovolle ondernemingen.²¹⁵ De aandeelhouders van de moedermaatschappij genieten immers op het niveau van de holdingmaatschappij reeds van de beperking van hun aansprakelijkheid. Bovendien heeft, door gebruik te maken van meerdere rechtspersonen binnen een groep, reeds een zekere risicospreiding plaatsgevonden. Van een rechtspersoon kan diens gevolg over het algemeen minder risicomijdend gedrag worden verwacht dan van een natuurlijk persoon. De consequentie van de beperkte aansprakelijkheid in combinatie met de groepsrelaties kan voor de crediteuren leiden tot een verminderde transparantie. Onduidelijkheid kan bijvoorbeeld bestaan over welke vermogensbestanddelen aan welke groepsvennootschap toebehoren. Daarnaast kan door intragroepstransacties vermogen van de ene vennootschap naar een andere groepsmaatschappij worden overgeheveld.²¹⁶ Het concernverband kan jegens crediteuren de verwachting creëren dat het gehele concern voor de nakoming van de aangegane verplichtingen in zal staan. De concernrelatie wekt met andere woorden

²¹² Zie in dit verband voor wat betreft het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, Muscat 1996. Zie eveneens Davies 2003, p. 178 e.v.

²¹³ Zie hoofdstuk 2 hiervoor.

²¹⁴ Muscat 1996, p. 167. Hier dient reeds te worden opgemerkt dat naar Nederlandse opvattingen centrale leiding niet zonder meer tot aansprakelijkheid behoeft te leiden. Dit onderwerp komt in het onderhavige onderzoek nog uitgebreid aan de orde in hoofdstuk 6.

²¹⁵ Muscat 1996, p. 166. Zie voor andere redenen waarom de beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen in twijfel kan worden getrokken eveneens Muscat 1996.

²¹⁶ Hertig & Kanda 2004, p. 75. In de literatuur wordt echter betoogd dat crediteuren van groepsmaatschappijen niet slechter af zijn dan de crediteuren van enkelvoudige vennootschappen. Crediteuren van enkelvoudige vennootschappen kunnen immers evenmin de aandeelhouders aanspreken ter voldoening van hun vordering op de vennootschap. De zogenaamde *asset partitioning* beschermt de crediteuren van de vennootschap in die zin dat zij niet hoeven te concurreren met de crediteuren van de aandeelhouders. Irrelevant is daarbij of de aandeelhouder een natuurlijk persoon of een rechtspersoon is. Zie Davies 2003, p. 178-179.

een verwachting van verhaalsuitbreiding.²¹⁷ Het geschetste scepticisme ten aanzien van de beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen neemt niet weg dat de concernstructuur algemeen wordt aanvaard en daarmee zowel in de wetgeving als in de jurisprudentie tot op zekere hoogte rekening wordt gehouden.²¹⁸ Onder meer in Duitsland is, teneinde aan de geschetste problemen het hoofd te bieden, een specifieke regeling inzake concernrecht geïntroduceerd.

2.3.2. Vrijwillige doorbreking van de beperkte aansprakelijkheid

De beperkte aansprakelijkheid voorkomt dat naderende discontinuïteit bij een van de vennootschappen bij voorbaat een bedreiging vormt voor het voortbestaan van de gehele door de groep gedreven onderneming. In principe wordt enkel het vermogen van de slecht functionerende vennootschappen door de ontstane moeilijkheden getroffen. Dit neemt echter niet weg dat laatstgenoemden de goedlopende concernonderdelen in hun val kunnen meesleuren. De beperkte aansprakelijkheid kan onder omstandigheden worden doorbroken, waardoor het uitgangspunt dat de vennootschap enkel voor de eigen schulden kan worden aangesproken, uitzondering leidt. Dit zal onder meer het geval zijn wanneer een tot het concern behorende vennootschap zich jegens een of meerdere crediteuren vrijwillig aansprakelijk heeft gesteld voor schulden van een of meer andere groepsmaatschappijen. In dat geval worden de verhaalsmogelijkheden van crediteuren vrijwillig uitgebreid. Een dergelijke verbondenheid in concernverhoudingen wordt aangeduid met de term (financiële) kruis- of aansprakelijkheidsverbanden. Naast deze kruisverbanden op vrijwillige basis, kan de concernverhouding eveneens aanleiding geven tot doorbreking van de beperkte aansprakelijkheid op onvrijwillige basis. Daarvan is sprake wanneer een concernvennootschap aansprakelijk wordt gesteld op basis van een onrechtmatige daad.²¹⁹ Deze vorm van aansprakelijkheid komt aan de orde in hoofdstuk 6.

Vrijwillige kruisverbanden kunnen op verschillende wijzen ontstaan. In de eerste plaats wordt in het vennootschapsrecht op bepaalde plaatsen met de con-

²¹⁷ Bartman 2000, p. 6. Uit de jurisprudentie blijkt dat het wekken van verwachtingen door concernvennootschappen niet steeds vrijblijvend is. De redelijkheid kan ertoe leiden dat onder omstandigheden de gewekte verwachtingen in rechte worden gehonoreerd. Dat was bijvoorbeeld het geval in *NTM/DAF*, Hof Amsterdam 22 oktober 1998, *JOR* 1999/46. Zie in dit verband Bartman 2000, p. 9-10.

²¹⁸ Bartman geeft, mede aan de hand van jurisprudentie, terecht aan dat het concern in toenemende mate als grootheid in het rechtspersonenrecht wordt erkend. Zo wordt bijvoorbeeld in toenemende mate aandacht besteed aan het belang van het concern naast dat van de afzonderlijke vennootschappen. De keerzijde hiervan is het honoreren van de door het concernverband gewekte schijn van verhaalsextensie. Zie Bartman 2000, p. 1-15. In hoofdstuk 6 wordt verder ingegaan op de door het concernverband gewekte schijn en de vraag of dit tot aansprakelijkheid van de moedervernootschap kan leiden. Zie voor wat betreft groepsverhoudingen in een aantal andere rechtssystemen Hertig & Kanda 2004, p. 74 e.v.

²¹⁹ In deze paragraaf zullen enkel de gevallen waarin een concernmaatschappij zich op basis van vrijwilligheid aansprakelijk heeft gesteld voor eventuele schulden van een andere tot het concern behorende vennootschappen, de vrijwillige kruisverbanden, aan de orde komen. Zie over kruisverbanden in het algemeen onder andere Ophof 1983 I, p. 163 e.v.; Meeter 1987, p. 123-135; Slagter 1987 I, p. 35-40 en p. 47-61; Heijnen 1996, p. 59 e.v.

cernstructuur rekening gehouden door het toestaan van een aantal vrijstellingen van wettelijke bepalingen voor bepaalde groepsmaatschappijen op voorwaarde dat een tot de groep behorende rechtspersoon zich hoofdelijk aansprakelijk stelt voor de schulden van een concernlid. Een van de belangrijkste bepalingen in dit verband is Artikel 2:403 BW. Op basis van voornoemd artikel kan een tot een groep behorende rechtspersoon worden vrijgesteld van de verplichting om conform de eisen uit titel 9 van Boek 2 BW een jaarrekening op te stellen. Een van de belangrijkste voorwaarden voor het verkrijgen van deze vrijstelling is dat de financiële gegevens van die rechtspersoon door een hoger geplaatste groepsmaatschappij, doorgaans de moeder vennootschap, worden opgenomen in een geconsolideerde jaarrekening. Daarnaast dient de moeder vennootschap zich hoofdelijk aansprakelijk te stellen voor de uit rechtshandelingen van de rechtspersoon voortvloeiende schulden.²²⁰ Kruisverbanden kunnen ook een fiscaalrechtelijke oorsprong hebben. Binnen een eventueel door het concern gevormde fiscale eenheid zijn bijvoorbeeld alle groepsmaatschappijen jegens de fiscus hoofdelijk aansprakelijk voor de belastingschulden van het gehele concern.²²¹ Een derde basis voor het ontstaan van vrijwillige kruisverbanden in concernverhoudingen kan gevonden worden in de concernfinanciering. Bij het aangaan van overeenkomsten treden in beginsel de afzonderlijke tot het concern behorende vennootschappen als contractspartijen op. De hoogte van de kredieten is doorgaans gerelateerd aan de kredietwaardigheid van de individuele concerndochter.²²² Binnen een groep kan de kredietwaardigheid van de verschillende groepsmaatschappijen onderling sterk verschillen. Aan vennootschappen met een beperkte kredietwaardigheid zal een kleinere kredietfaciliteit ter beschikking worden gesteld dan aan vennootschappen met een hogere kredietwaardigheid. Het is goed denkbaar dat juist laatstgenoemden minder behoefte hebben aan additionele kredietfaciliteiten. De onderlinge verschillen in kredietwaardigheid en de verschillen in kredietbehoefte tussen de diverse concernmaatschappijen leidt tot een onderbenutting van de binnen het concern aanwezige kredietruimte. In de praktijk wordt dit probleem ondervangen door de financiering te centraliseren. Door de kredietwaardigheid van de verschillende concernvennootschappen te consolideren, wordt voor het concern als geheel een grotere kredietruimte gecreëerd.²²³ De manier waarop aan de centrale financiering gestalte wordt gegeven en de daarmee gepaard gaande mate van financiële verwevenheid kan echter sterk verschillen.²²⁴ In de praktijk wordt in concernverhoudingen vaak gebruik gemaakt van de constructie waarbij een van de concernmaatschappijen jegens de bank als contractspartij optreedt.²²⁵ Deze rol wordt veelal vervuld door de concernmoeder of een speciaal daartoe opgerichte financieringsmaatschappij. De bank stelt deze concernmaatschappij een kre-

²²⁰ Zie voor de overige voorwaarden Art. 2:403 BW.

²²¹ Art. 43 IW.

²²² Winter 1992, p. 11 e.v.

²²³ Winter 1992, p. 12, 37-38.

²²⁴ Zie onder meer Winter 1992, p. 37 e.v.; Heijnen 1996, p. 62 e.v. Hier zullen een tweetal vormen worden toegelicht. In de praktijk zijn meerdere varianten denkbaar. Het is niet de bedoeling een limitatieve opsomming te geven van alle in de praktijk voorkomende vormen van concernfinanciering.

²²⁵ Zie onder meer Winter 1992, p. 37 e.v.; Heijnen 1996, p. 62 e.v.

dietfaciliteit ter beschikking. Vervolgens worden door deze concernmaatschappij ten laste van de kredietfaciliteit aan de verschillende dochtermaatschappijen, naar gelang hun kredietbehoeften, leningen verstrekt. De inlenende concernmaatschappij fungeert diensgevolge als interne bank.²²⁶ In ruil voor de verstrekte geldleningen verkrijgt deze interne financier vorderingen op de verschillende concernmaatschappijen die worden opgenomen in een rekening-courant.²²⁷ Bij de geschetste constructie is het de moeder- of de financieringsmaatschappij die de kredietrelatie met de bank aangaat. De dochtervennootschappen staan niet in een contractuele verhouding tot de externe financier. In de praktijk wordt eveneens gebruik gemaakt van de constructie waarbij de bank aan de verschillende concernmaatschappijen gezamenlijk een geconsolideerd krediet ter beschikking stelt. Hiervan is sprake bij een zogenaamd paraplu-krediet.²²⁸ In een dergelijke constellatie geschiedt de financiering van de desbetreffende dochtermaatschappijen niet langer via de moedervernootschap dan wel de financieringsmaatschappij. De kredietfaciliteit wordt weliswaar aan het gehele concern ter beschikking gesteld maar de verschillende dochtermaatschappijen kunnen zich, ter verkrijging van gelden ten laste van deze faciliteit, rechtstreeks tot de bank wenden.²²⁹ Aan de kredietverschaffing wordt doorgaans in juridische zin gestalte gegeven door het sluiten van een meerpartijenovereenkomst waarbij zowel de moedervernootschap als een aantal dochtervennootschappen betrokken zijn. Desgewenst kunnen tussen de concernleiding en de bank voor wat betreft de lening aan de dochtervennootschappen, binnen de aan het concern in haar totaliteit te verstrekken kredietlimiet, sublimieten worden overeengekomen.²³⁰ Op die manier krijgt de concernleiding greep op de aan de verschillende dochters ter beschikking te stellen bedragen. De financier zal enkel bereid zijn een geconsolideerd krediet te verschaffen indien voldoende zekerheden worden gesteld. In het geval waarin de geconsolideerde lening aan de concernmoeder wordt verstrekt, heeft deze jegens de bank als contractspartij te gelden. De beperkte aansprakelijkheid brengt met zich dat enkel deze vennootschap in beginsel door de bank ter voldoening van de concernschuld kan worden aangesproken. Met een dergelijk beperkt verhaalsrecht zal de bank doorgaans geen genoegen nemen. Teneinde haar verhaalsrechten uit te breiden, kan de bank bijvoorbeeld eisen dat alle concernmaatschappijen zich met het oog op de concernfinanciering hoofdelijk aansprakelijk stellen voor het totale door de bank aan het concern verstrekte krediet. Waar bij de hoofdelijke aansprakelijkheid in het kader van de zogenaamde 403-verklaring enkel de moedervernootschap kan worden aangesproken voor de schulden van de dochter, leidt de hier bedoelde hoofdelijkheid tot een aansprakelijkheid van alle concernvennootschappen over en weer. De hoofdelijke aansprakelijkstelling leidt weliswaar tot een verhaals-extensie echter, de bank wordt daardoor slechts concurrent crediteur ten aanzien van het vermogen van de hoofdelijk verbonden dochtermaatschappijen. Teneinde

²²⁶ Meeter 1987, p. 125 e.v.; Winter 1992, p. 39; Heijnen 1996, p. 62.

²²⁷ Meeter 1987, p. 125 e.v.; Winter 1992, p. 40. De rekening-courant is een lopende rekening waarop zowel ontvangsten als uitgaven worden bijgehouden die vervolgens met elkaar worden verrekend.

²²⁸ Winter 1992, p. 40 e.v.; Heijnen 1996, p. 62 e.v.

²²⁹ Winter 1992, p. 40 e.v.

²³⁰ Winter 1992, p. 42.

de bank een preferente positie te verschaffen zullen de concernmaatschappijen bovendien de nodige zekerheden dienen te verstrekken.²³¹ De concernmoeder kan ter securering van het verstrekte krediet bovendien de aandelen in dochtervennootschappen aan de bank verpanden. Bij een paraplu-krediet stelt de moedervennootschap zich doorgaans hoofdelijk aansprakelijk voor de schulden van het gehele concern terwijl de aandelen in de dochtervennootschappen aan de bank worden verpand. Daarnaast verschaffen de dochtervennootschappen zekerheden voor hun eigen schulden. Het is niet uitgesloten dat ook van deze vennootschappen wordt verlangd dat ze zich hoofdelijk aansprakelijk stellen voor de gehele concernschuld.²³² Het bestaan van de genoemde vormen van hoofdelijke aansprakelijkheid leidt ertoe dat een tot het concern behorende vennootschap niet alleen haar eigen schuld zal dienen te voldoen maar eveneens aansprakelijk kan worden gesteld voor de schulden van andere concernvennootschappen wanneer deze met de aflossing daarvan in gebreke blijven. De rendabele concernonderdelen kunnen dientengevolge worden geïnfecteerd door de bestaande financiële problemen bij andere tot de concernfamilie behorende vennootschappen.

2.3.3. Structuurwijziging

Financiële problemen kunnen de afsplitsing van bepaalde bedrijfsonderdelen van de rest van de onderneming noodzakelijk maken. Maar ook wanneer de onderneming niet in financiële moeilijkheden verkeert kan een dergelijke structuurwijziging wenselijk zijn.²³³ Een van de motieven voor het afstoten van activiteiten kan bijvoorbeeld gelegen zijn in de wens terug te keren tot de *core business* teneinde op die manier het ontstaan van financiële moeilijkheden te voorkomen. Ik wees hiervoor reeds op de pogingen van hedge funds bij Stork en ABN AMRO om aan te sturen op een reorganisatie waarbij bedrijfsonderdelen worden verkocht.

Een splitsing van de ondernemingsactiviteiten kan op drie verschillende manieren worden bewerkstelligd. Naar gelang de omstandigheden van het geval kan daarvoor gebruik worden gemaakt van een aandelentransactie, een activatransactie of een juridische splitsing. Zowel in concernverhoudingen als bij enkelvoudige vennootschappen kan een splitsing van de ondernemingsactiviteiten worden bewerkstelligd. De rechtsvorm waarin een onderneming gedreven wordt heeft echter gevolgen voor de ter beschikking staande splitsingsmethoden. De diversiteit aan rechtspersonen die karakteriserend is voor de concernstructuur biedt, in tegenstelling tot de enkelvoudige vennootschap, meer flexibiliteit ten aanzien van de wijziging van de samenstelling en structuur van de onderneming wanneer de noodzaak tot reorganisatie zich aandient. In concernverhoudingen kan een ontvlechting op eenvoudige wijze worden bewerkstelligd door middel van een aandelentransactie. Door de verkoop van aandelen in het kapitaal van een dochtermaatschappij kunnen bepaalde bedrijfsactiviteiten op eenvoudige wijze worden afgestoten terwijl het ou-

²³¹ Zie over de beschreven zekerheidsverschaffing bij geconsolideerde leningen: Ophof 1983 II, p. 1192-1194; Meeter 1987, p. 126; Van Schilfgaarde 1987, p. 85 e.v.; Slagter 1987 I, p. 37 e.v.; Winter 1992, p. 44 e.v. en Heijnen 1996, p. 63.

²³² Zie hierover Winter 1992, p. 50.

²³³ Meeter 1987, p. 123; Dorresteyn 1996, p. 4.

de concern, in afgeslankte vorm, kan blijven voortbestaan. Door middel van deze aandelentransactie kunnen de dochtervennootschap en de door haar gedreven onderneming buiten het concern worden geplaatst. Zowel de activa als de passiva gaan daarbij mee over. Van de aandelentransactie wordt veelvuldig gebruik gemaakt in het kader van de nog te bespreken herstructureringsvormen. De activa-transactie en de juridische splitsing zijn ontvlechtingsmethoden waarvan zowel in concernverhoudingen als in enkelvoudige vennootschappen gebruik kan worden gemaakt. Bij de activatransactie worden de activa afzonderlijk verkocht terwijl de passiva in de vennootschap achterblijven. Het nadeel van deze ontvlechtingsmethode is dat alle vermogensbestanddelen afzonderlijk op de daartoe door de wet voorgeschreven wijzen dienen te worden overgedragen.²³⁴ Dit impliceert dat voor de overdracht van bepaalde vermogensbestanddelen de medewerking van bijvoorbeeld de pand- of hypotheekhouder vereist is.²³⁵ Bovendien is hier, evenals bij de juridische splitsing, sprake van overgang van een onderneming in de zin van Artikel 7:662 BW en verder. Dit brengt met zich dat de rechten en plichten uit een arbeids-overeenkomst van een in de onderneming werkzame werknemer van rechtswege overgaan op de verkrijger van die onderneming.²³⁶ Dit is overigens niet het geval wanneer de ontvlechting plaatsvindt in het kader van een faillissement.²³⁷ Bij de juridische splitsing gaat daarentegen het vermogen van de te splitsen rechtspersoon onder algemene titel over op twee of meerdere andere rechtspersonen. Afzonderlijke overdracht van de verschillende vermogensbestanddelen is dientengevolge niet vereist.²³⁸ De geschetste ontvlechtingsmethoden zijn met name interessant in het kader van een reorganisatie van in financiële moeilijkheden verkerende ondernemingen. In dit verband heeft zich in de praktijk een aantal reorganisatievormen ontwikkeld waarbij van de genoemde ontvlechtingsmethoden gebruik wordt gemaakt. In het hiernavolgende worden achtereenvolgens de sterfhuisconstructie, de ziekenhuisconstructie en de omgekeerde sterfhuisconstructie besproken. Het gaat daarbij om een aaneenschakeling van transacties die leiden tot ingewikkelde reor-

²³⁴ Het voordeel van deze ontvlechtingsmethode is dat enkel de activa worden overgedragen terwijl de passiva achterblijven. Bij reddingsoperaties wordt deze methode gebruikt teneinde het verdampen van fiscale verliezen te voorkomen. Artikel 20 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 bepaalt dat verliezen kunnen worden verrekend met belastbare winsten gedurende de drie daaraan voorafgaande en de volgende jaren. De transactie heeft echter eveneens fiscale nadelen, zo moet onder meer bij de overdracht van onroerend goed overdrachtsbelasting worden betaald. Bovendien dient bij de beëindiging van de ondernemingsactiviteiten met de fiscus te worden afgerekend. Zie voor vrijstellingen in geval van juridische fusie, splitsing of interne reorganisatie Art. 15 lid 1 sub h van de Wet op belastingen van rechtsverkeer en Art. 5a van het Uitvoeringsbesluit belastingen van rechtsverkeer. Zie over de fiscale aspecten van de activa- en de aandelentransactie onder meer Oostwouder 1996, p. 315 e.v. Zie over de fiscale aspecten bij doorstart van insolvente kapitaalvennootschappen het proefschrift van M.H.M. van Oers, *Doorstart van een NV/BV bij insolventie*, Deventer: Kluwer 2007.

²³⁵ Dorresteyn 1996, p. 23.

²³⁶ Bovendien is de verkrijger gedurende een jaar na de overgang van de onderneming hoofdelijk aansprakelijk voor de voor het tijdstip van overgang uit de arbeidsovereenkomst voortvloeiende verplichtingen; Art. 7:663 BW.

²³⁷ Art. 7:666 lid 1 BW.

²³⁸ Art. 2:334a lid 2 BW.

ganisatieconstructies. De noodzakelijke ontvlechting kan daarbij plaatsvinden met behulp van een aandelentransactie. Afhankelijk van de omstandigheden kan eveneens gebruik worden gemaakt van de figuur van de activatransactie.

3. De sterfhuisconstructie

3.1. *Kenmerken van de sterfhuisconstructie*

Een van de meest geruchtmakende reorganisatievormen uit het verleden is de zogenaamde sterfhuisconstructie die voor het eerst werd toegepast in het begin van de tachtiger jaren van de vorige eeuw bij de herinrichting van het Ogem-concern. De enigszins macabere naam, die voor het eerst door toenmalig bestuurder van het Ogem-concern Koopmans aan deze constructie werd verbonden, verwijst naar de trieste afloop die de toepassing daarvan heeft voor de topholding en de overige niet rendabele concernonderdelen.²³⁹

3.1.1. Uitgangspunt

De sterfhuisconstructie strekt tot het optrekken van waterdichte schotten tussen de rendabele concernonderdelen enerzijds en de niet rendabele onderdelen anderzijds teneinde te voorkomen dat eerstgenoemden zouden worden meegesleurd in het financiële debacle binnen het concern. Het ziektebeeld waarvoor de sterfhuisconstructie een oplossing pretendeert te bieden, wordt gekenmerkt door een topholding en een groot aantal werkmaatschappijen, dat reeds enige tijd verlieslatend is.²⁴⁰ De concernvennootschappen kunnen naar gelang hun rentabiliteit in drie verschillende categorieën worden onderverdeeld. Naast de permanent verlieslatende vennootschappen, ook wel zwarte of zieke vennootschappen genoemd, is er een beperkt aantal rendabele, witte of gezonde vennootschappen. Een derde categorie wordt gevormd door de grijze vennootschappen die in het schemergebied tussen beide voornoemde categorieën liggen. Kenmerkend voor deze grijze vennootschappen is dat zij na een periode van vooruitgang, sedert enige tijd, er niet meer in slagen aan de gestelde rendementseisen te voldoen.²⁴¹ Het concern verkeert als geheel in financiële moeilijkheden doordat de zieke concernonderdelen de gezonde concernvennootschappen in aantal overtreffen. De witte vennootschappen hebben zich doorgaans hoofdelijk aansprakelijk gesteld voor de schulden van het gehele concern en in het kader daarvan de nodige zekerheden verstrekt. Blijven de zwarte vennootschappen met de nakoming van hun verplichtingen in gebreke, dan kunnen de gezonde onderdelen hiervoor worden aangesproken.²⁴² Het bekend worden van de financiële problemen binnen de groep kan een negatieve uitstraling hebben op de gezonde onderdelen. Eventuele handelspartners zullen terughoudend zijn in het aangaan van transacties met vennootschappen die tot een dergelijke slecht functione-

²³⁹ Dorresteyn 1996, p. 1.

²⁴⁰ Slagter 1983 II, p. 157.

²⁴¹ Slagter 1983 I, p. 25.

²⁴² Woelders & Woelders 1986, p. 43 e.v.

rende groep behoren.²⁴³ Het voorgaande in onderling verband beschouwd, rechtvaardigt de vrees dat de gezonde vennootschappen door de zieke onderdelen in hun ondergang zullen worden meegesleurd. De sterfhuisconstructie omvat een aantal herstructureringsmaatregelen waarmee beoogd wordt dit te voorkomen.

3.1.2. Constructie

In plaats van de groep te herstructureren door middel van het afstoten van de slechtlopende ondernemingsactiviteiten wordt bij de sterfhuisconstructie uitgegaan van een omgekeerde techniek. Aangezien deze constructie is ontwikkeld met het oog op de reorganisatie van concerns waarvan het aantal niet-rendabele vennootschappen de hoeveelheid rendabele onderdelen ruim overschrijdt, ligt het hergroeperen en vervolgens buiten de concernstructuur plaatsen van het schaarse aantal gezonde vennootschappen meer voor de hand. Bovendien behoort de verkoop van de niet rendabele onderdelen vaak niet tot de mogelijkheden. Ervan uitgaande dat hiervoor een koper kan worden gevonden, zal de te realiseren verkoopprijs gezien de deplorabele financiële toestand waarin deze vennootschappen verkeren nagenoeg nihil zijn.²⁴⁴ De verzelfstandiging van de gezonde onderdelen wordt – kort gezegd – gerealiseerd doordat de aandelen in de rendabele vennootschappen aan een derde worden overgedragen. Wanneer de gezonde bedrijfsonderdelen versnipperd zijn over het gehele concern zal, alvorens tot verzelfstandiging kan worden overgegaan, een interne reorganisatie dienen plaats te vinden teneinde de gezonde onderdelen binnen het concern te centraliseren. De oude moedermaatschappij richt daartoe een nieuwe holding op. Ter storting op de aandelen in die nieuwe holding brengt de moeder vervolgens de gezonde concernonderdelen in.²⁴⁵ Deze interne reorganisatie stelt het oude concern in staat op eenvoudige wijze de gezonde concernonderdelen af te splitsen door de aandelen in de nieuwe holding te vervreemden. Om te voorkomen dat de gezonde vennootschappen later ter voldoening van onbetaald gebleven concernschulden worden aangesproken, dienen alle financiële kruisverbanden met het oude concern te worden doorbroken. De banken zullen de gezonde vennootschappen derhalve uit de in het kader van de concernfinanciering aangegane hoofdelijke aansprakelijkheid dienen te ontslaan. De verzelfstandiging zou immers weinig zinvol zijn indien de rendabele vennootschappen uit hoofde van die aansprakelijkstelling zouden kunnen worden aangesproken ter voldoening van de concernschuld.²⁴⁶ De eigenlijke ontvlechting van het concern vindt

²⁴³ Woelders & Woelders 1986, p. 43 e.v.

²⁴⁴ In die zin Slagter 1983 II, p. 157.

²⁴⁵ Denkbaar is eveneens dat de interne reorganisatie wordt gerealiseerd met behulp van een activatransactie. Op die manier kunnen de bedrijfsmiddelen die verdeeld zijn over verschillende vennootschappen binnen het concern in één vennootschap worden samengebracht. Voordeel van deze transactie is dat enkel de activa overgaan terwijl de passiva achterblijven in de desbetreffende vennootschap. Nadeel is, zoals reeds werd aangegeven, dat alle activa met in achtneming van de daarvoor geldende wettelijke vereisten afzonderlijk dienen te worden overgedragen. Vergelijk Dorresteyn 1996, p. 23.

²⁴⁶ Het regresrecht onder hoofdelijk verbonden schuldenaren zou hierbij echter een probleem kunnen vormen. Zie in verband met de vraag of met behulp van het ontslag uit de hoofdelijkheid het hier beoogde doel kan worden bereikt Olaerts 2004, p. 71-81.

plaats doordat de aandelen in de nieuwe holding worden verkocht aan een speciaal daartoe opgerichte holdingmaatschappij. Deze nieuwe holdingmaatschappij staat in juridische zin volledig los van het oorspronkelijke concern en kan worden opgericht door de aandeelhouders of andere sympathisanten zoals werknemers van het oude concern die de ondernemingsactiviteiten wensen voort te zetten. Omdat met name in grote concerns de genoemde belanghebbenden niet steeds bereid zullen zijn (nieuwe) investeringen te verrichten, zijn het doorgaans de banken die de sterfhuisconstructie financieren.²⁴⁷ Teneinde de nieuwe holdingmaatschappij in staat te stellen de aandelen in de gezonde dochters te verkrijgen, wordt deze een kredietfaciliteit ter beschikking gesteld ter grootte van de voor de aandelen te betalen koopprijs. Dit bedrag komt ten gevolge van de aandelentransactie aan de oude moedermaatschappij ten goede, hetgeen deze in staat stelt een gedeelte van de concernschuld bij de banken af te lossen. Op die manier wordt een kasrondje gemaakt waardoor het geld uiteindelijk weer bij de banken terechtkomt. De sterfhuisconstructie is hiermee voltooid. Mogelijk is eveneens dat de moeder de vordering die zij ten gevolge van de aandelenverkoop op de nieuwe holding verkrijgt, aan de banken cedeert ter zekerheid van de concernschuld. Ook in dat geval komt het geld uiteindelijk bij de banken terecht.

3.1.3. Resultaat

Het resultaat van deze constructie is dat de rendabele dochtervennootschappen in staat worden gesteld hun bedrijfsactiviteiten voort te zetten, los van de financiële problemen binnen het oude concern. De in het concern achtergebleven vennootschappen zullen in staat van faillissement worden verklaard en vervolgens worden geliquideerd. De pijn kan enigszins worden verzacht door surséance van betaling aan te vragen.²⁴⁸ De vorderingen van de banken op het oude concern worden ten gevolge van de sterfhuisconstructie gedeeltelijk omgezet in een vordering op de rendabele vennootschappen. De bank heeft immers aan de nieuwe holding een lening verstrekt ten belope van de koopsom van de aandelen in de rendabele vennootschappen. Dit bedrag, dat ten gevolge van de aandelentransactie aan de oude moeder ten goede is gekomen, wordt door laatstgenoemde gebruikt ter aflossing van een gedeelte van de concernschuld. Bovendien worden de banken indirect eigenaar van de rendabele concernonderdelen.

²⁴⁷ Dorresteyn 1996, p. 19.

²⁴⁸ Woelders c.s. wijzen er op dat de surséance in dat geval niet wordt aangevraagd ter sanering van de onderneming maar om de negatieve gevolgen van het bekend worden van het faillissement af te zwakken. Gewezen wordt op de situatie bij Ogem waar verwacht werd dat een buitenlandse opdrachtgever het concern ten aanzien van de uitvoering van een project in gebreke zou stellen bij het bekend worden van het faillissement. Zie Woelders & Woelders 1986, p. 46.

3.2. *De sterfhuisconstructie in de praktijk: Ogem*²⁴⁹

De sterfhuisconstructie kent geen vast scenario. In het voorgaande werden de belangrijkste contouren van deze reddingsoperatie geschetst. Hoe aan deze constructie in bepaalde gevallen in de praktijk gestalte wordt gegeven is steeds in sterke mate afhankelijk van de concrete omstandigheden. Het praktijkvoorbeeld dat hier wordt besproken is de constructie die aan het begin van de tachtiger jaren werd toegepast in het kader van de reorganisatie van het Ogem-concern. De keuze voor de *Ogem*-constructie ligt voor de hand aangezien deze kan worden beschouwd als de bakermat van de sterfhuisconstructie. In de daaropvolgende jaren zijn heel wat grote bedrijven in Ogems voetsporen getreden. Te denken valt onder andere aan de Nederlandse Heide Maatschappij, bouwbedrijf MAB en Gilda Drop- en Suikerwerk-fabriek.²⁵⁰

Het Ogem-concern, dat van oorsprong gespecialiseerd was in de exploitatie van gas- en elektriciteitsbedrijven, voerde vanaf 1965 een ambitieus overname beleid. Door de acquisitie van een groot aantal ondernemingen uit verschillende bedrijfstakken begaf het concern zich op voor hem onbekend terrein. De raad van bestuur beschikte niet steeds over voldoende vakkennis om het concern op een effectieve manier te leiden. Teneinde de talrijke overnames te kunnen financieren, werden grote hoeveelheden vreemd vermogen aangetrokken waardoor het evenwicht met het in de onderneming aanwezige eigen vermogen ernstig werd verstoord. De forse stijging van de rentetarieven in de daaropvolgende jaren bracht het concern in liquiditeitsproblemen. Een aantal ondoordachte overnames en de alleenheerschappij van een aantal leden van de raad van bestuur gekoppeld aan een economische recessie hebben naar verluidt het Ogem-imperium naar de rand van de afgrond geleid.²⁵¹ Nadat in 1980 de ondernomen saneringspogingen onvoldoende uitkomst bleken te bieden, werd de sterfhuisconstructie gezien als het enige alternatief teneinde de teloorgang van het gehele concern te voorkomen.

Aan het Ogem-sterfhuis werd op de volgende manier gestalte gegeven:

1. Ogem BV, een subholding van moedermaatschappij Ogem holding NV, richt een nieuwe vennootschap TBI Holding BV op. De aandelen in deze nieuwe vennootschap worden volledig gehouden door Ogem BV. Ogem BV voldoet de op haar rustende stortingsverplichting door middel van een inbreng in natura bestaande uit de aandelen in de gezonde Ogem dochters.
2. Resultaat van deze transactie is dat alle gezonde bedrijfsonderdelen binnen het concern onder eenzelfde vennootschap, TBI Holding BV worden gegroepeerd.
3. Vervolgens wordt de stichting Vijverbos Beheer opgericht die in juridische zin volledig los staat van het Ogem-concern. De stichting draagt op haar beurt

²⁴⁹ De hiernavolgende gegevens zijn ontleend aan Slagter 1983 II, p. 141-162; Slagter 1985, p. 13 e.v.; Nagelkerke & Prins 1983, p. 177-195; Woelders & Woelders 1986, p. 48 e.v. Zie over de sterfhuisconstructie en Ogem eveneens Oostwouder 1996, p. 375 e.v. en Slagter 2000, p. 81-90.

²⁵⁰ Deze voorbeelden zijn ontleend aan Woelders & Woelders 1986, p. 13.

²⁵¹ Zie hieromtrent Robijns & Laan 1984; Woelders & Woelders 1986, p. 23-28.

zorg voor de oprichting van een nieuwe holdingvennootschap, Vijverbos TBI Holding BV.

4. Deze nieuwe holding koopt, met behulp van een lening van de banken, alle aandelen in TBI Holding BV van Ogem BV. Ogem BV verkrijgt hierdoor een vordering op Vijverbos TBI Holding BV terzake van de in ruil voor de aandelen TBI Holding BV te betalen koopprijs.
5. Deze vordering wordt door Ogem BV aan de banken gecedeerd ter zekerheid van de concernschuld. De banken hebben hierdoor een vordering op Vijverbos TBI Holding BV.
Teneinde waterdichte schotten te plaatsen tussen het oude concern enerzijds en de uitgevaren dochters anderzijds, worden de rendabele dochters door de banken uit hun hoofdelijke aansprakelijkheid voor de concernschulden ontslagen en wordt afstand gedaan van de in het kader daarvan verstrekte zekerheden.
6. Na het uittreden van de rendabele vennootschappen wordt voor de in het Ogem-concern achterblijvende vennootschappen surséance van betaling aangevraagd.

Een en ander kan als volgt schematisch worden weergegeven:²⁵²

²⁵² Andere schema's zijn te vinden bij onder andere Nagelkerke & Prins 1983, p. 177; Slagter 2005, nr. 146. Het vijfde schema hierna is overgenomen van Slagter 1983 I, p. 26 e.v.

De geschetste gang van zaken bij Ogem komt in grote mate overeen met de hierboven beschreven algemene kenmerken van de sterfhuisconstructie. In afwijking daarvan wordt echter door de banken een stichting opgericht. Dit biedt de banken de mogelijkheid hun belangen te bundelen in één rechtspersoon. Door het plaatsen van een stichting tussen de banken en de nieuwe holding krijgen de banken geen deelname in het risicodragend kapitaal van de nieuwe holding. Het is immers de stichting die aandelen verwerft in het kapitaal van de nieuwe holding.²⁵³ Aan de keuze voor de stichtingsvorm ligt een aantal motieven ten grondslag. In de eerste plaats kan een stichting op eenvoudige wijze worden opgericht. In tegenstelling tot de naamloze en besloten vennootschap gelden voor de stichting geen kapitaalvereisten. Daarnaast biedt de stichtingsvorm de oprichters grote vrijheid ten aanzien van de samenstelling en inrichting van het bestuur. De wijze van benoeming en ontslag van bestuurders wordt in de statuten geregeld.²⁵⁴ De wet bevat ten aanzien daarvan geen bijzondere dwingendrechtelijke bepalingen. De oprichters zijn daardoor volledig vrij bij het bepalen van de wijze van benoeming en ontslag. Door gaans gebeurt de eerste benoeming door de oprichters terwijl door middel van co-optatie in daaropvolgende vacatures wordt voorzien. Het gebruik van de stichting bij de afwikkeling van reddingsoperaties heeft echter eveneens een keerzijde. Deze rechtsvorm kan aan het optimaal benutten van de resultaten van een succesvolle reorganisatie in de weg staan. Een van de onderscheidende kenmerken van de stichting is dat deze beoogt met behulp van een daartoe bestemd vermogen een in de statuten vermeld doel te verwezenlijken.²⁵⁵ Het doel van de stichting mag echter niet inhouden het doen van uitkeringen aan oprichters of aan diegenen die deel uitmaken van haar organen dan wel aan anderen, tenzij voor wat betreft laatstgenoemden de uitkeringen een ideële of sociale strekking hebben.²⁵⁶ Wanneer de reorganisatie met andere woorden succesvol is en de stichting dientengevolge winsten genereert, kunnen deze niet zonder meer worden uitgekeerd aan de begunstigden, doorgaans zijn dat de banken.²⁵⁷ Het opgebouwde vermogen komt daarmee terecht in de spreekwoordelijke 'dode hand'. Vooral bij Ogem liet dit een wrange smaak achter. De gezonde TBI-vennootschappen die in de stichting waren ondergracht, bleken achteraf veel succesvoller te zijn dan men ten tijde van de reorganisatie had verwacht.

Het resultaat van bovenstaande transacties is dat de gezonde vennootschappen worden afgeschermd van de rest van het concern door deze onder te brengen in een nieuwe holding. Het oude Ogem-concern blijft achter met de niet rendabele vennootschappen. De banken worden indirect, via de stichting, eigenaar van de ge-

²⁵³ Hierdoor wordt de directe betrokkenheid van de banken bij de overname van de rendabele vennootschappen beperkt zie Dorresteyn 1996, p. 19. Een van de voordelen van het gebruik van een dergelijke holding is dat deze vervolgens een fiscale eenheid kan vormen met de overgenomen vennootschappen waarin zij de aandelen houdt. De holding dient in dat geval geen vennootschapsbelasting te betalen over de dividenden. De schuld aan de banken, die ontstaan is doordat de aandelenoverdracht door de banken wordt gefinancierd, kan vervolgens uit de dividenden worden voldaan. Zie in dit verband Oostwouder 1996, p. 319-320.

²⁵⁴ Art. 2:286 lid 4 sub c BW.

²⁵⁵ Art. 2:285 lid 1 BW.

²⁵⁶ Art. 2:285 lid 3 BW.

²⁵⁷ Slagter 2000, p. 88.

zonde concernonderdelen. Bovendien gebruikt de oude holding de ten gevolge van de aandelenverkoop verkregen vordering op de gezonde vennootschappen ter voldoening van een gedeelte van de concernschuld door deze vordering aan de banken te cederen. Op die manier wordt de vordering van de banken op het oude concern gedeeltelijk omgezet in een vordering op de gezonde vennootschappen. Het Ogem-concern is uiteindelijk failliet verklaard.

3.3. *Gevolgen van de toepassing van de sterfhuisconstructie*

Toepassing van de sterfhuisconstructie heeft zwaarwegende gevolgen voor de rechtspositie van een grote groep betrokkenen bij de onderneming. In de eerste plaats kan hierbij gedacht worden aan rechtstreeks bij de bedrijfsvoering of de organisatie betrokkenen zoals werknemers en aandeelhouders. Buitenstaanders zoals handelscrediteuren en financiers van het concern worden echter eveneens door de toepassing van deze constructie geraakt. De geschetste herstructureringsvorm is in het verleden niet zonder kritiek gebleven. Als voornaamste bezwaar werd aangevoerd dat de financiële problemen van het concern worden afgewenteld op de aandeelhouders, crediteuren en werknemers van de vennootschappen die in het sterfhuis achterblijven.²⁵⁸ De gevolgen van de toepassing van de sterfhuisconstructie voor de verschillende categorieën belanghebbenden worden hier geschetst. Daarbij wordt meer in het bijzonder ingegaan op de positie van de crediteuren en de aandeelhouders. Voor wat betreft de positie van de crediteuren wordt onderscheiden tussen de concurrente crediteuren en de banken.²⁵⁹ De positie van de werknemers komt slechts zijdelings aan de orde.²⁶⁰

3.3.1. Concurrente crediteuren

Een concern neemt als eenheid deel aan het economisch verkeer. De potentiële handelspartners zullen doorgaans afgaan op de financiële resultaten van het concern als

²⁵⁸ G.J. Ruizendaal, 'Ogem: (financiële) reorganisatie en de sterfhuisconstructie', *Eclair*, maandblad van de economische faculteitsvereniging, Rotterdam, november 1982, zoals opgenomen in: A.F.M. Dorresteyn 1985, p. 108-110; Slagter 1983 I, p. 27 e.v.; Dorresteyn 1996, p. 12 e.v.; Slagter 2005, nr. 146.

²⁵⁹ Daarnaast kan ook de fiscus worden beschouwd als een crediteur die een bijzondere positie inneemt. Omdat deze dissertatie civielrechtelijk is opgezet, blijven de fiscale aspecten hier buiten beschouwing. In verband daarmee is ervoor gekozen om, naast de positie van de crediteuren in het algemeen, geen bijzondere aandacht te besteden aan de positie van de fiscus. Bovendien heeft de positie van de fiscus geen gevolgen voor de vennootschappelijke verhoudingen in financiële crisissituaties, welke problematiek in dit onderzoek centraal staat. Een vergelijkbare redenering geldt voor de banken. Echter, in het hiernavolgende zal blijken dat de banken zich doorgaans in een feitelijke machtspositie bevinden die hen in staat stelt de vennootschappelijke besluitvorming in crisistijd te beïnvloeden. Zie over de positie van de financier bij dreigende insolventie in het algemeen Van Eeghen 2006.

²⁶⁰ Reorganisaties kunnen vergaande gevolgen hebben voor de werknemers. Deze vormen dan ook een belangrijke categorie betrokkenen. In dit onderzoek is er echter voor gekozen om de nadruk te leggen op de positie van de aandeelhouders en de crediteuren en de werknemers grotendeels buiten beschouwing te laten. De positie van de werknemers is zo specifiek dat een volledige beschrijving daarvan het onderhavige onderzoek te ver zou uitbreiden.

geheel zoals deze blijken uit de geconsolideerde jaarrekening. De economische presumptie van het concern als eenheid staat in schril contrast met de juridische werkelijkheid. Hierop werd reeds ingegaan in paragraaf 2.3 van dit hoofdstuk. Vanuit juridisch perspectief is het concern immers opgebouwd uit een veelheid van afzonderlijke rechtspersonen. Het concern als zodanig heeft geen rechtspersoonlijkheid en kan dientengevolge niet als contractspartij worden aangemerkt. Desalniettemin kan het concernverband gevolgen hebben voor de verhaalsrechten van crediteuren.²⁶¹ Een concernverhouding impliceert doorgaans een complexe structuur van aansprakelijkheidsverbanden. In tijden van voorspoed wordt ten aanzien van de crediteuren de nadruk gelegd op het concern als geheel. Handelscrediteuren sluiten overeenkomsten met de verschillende vennootschappen omdat deze tot een sterk concern behoorden. Nu de zaken er slecht voor staan, wordt de nadruk gelegd op de zelfstandigheid der vennootschappen. Er wordt zelfs een aantal vennootschappen buiten het concernverband geplaatst waardoor de eenheid uit elkaar valt.²⁶²

Teneinde een duidelijk beeld te krijgen van de gevolgen van toepassing van de sterfhuisconstructie voor de handelscrediteuren dient een onderscheid te worden gemaakt naar gelang de vennootschap waarmee de desbetreffende crediteur heeft gecontracteerd. Voor schuldeisers die een overeenkomst zijn aangegaan met de gezonde concernonderdelen, doen zich geen bijzondere problemen voor. Dankzij de toepassing van de sterfhuisconstructie blijft hun debiteur en dientengevolge een gedeelte van de afzetmarkt behouden, die anders onherroepelijk verloren zouden gaan.²⁶³ Wanneer de banken in het kader van de sterfhuisconstructie de uitgevaren vennootschappen bovendien uit hun, met het oog op de concernfinanciering aangegane, hoofdelijke aansprakelijkheid ontslaan en afstand doen van de door deze ten behoeve van de banken verstrekte zekerheden, komt daarmee een preferente crediteur te vervallen. Het behoeft geen betoog dat dit de positie van de handelscrediteuren van de desbetreffende vennootschap ten goede komt. De toekomst van de crediteuren van de in het sterfhuis achtergebleven vennootschappen is minder rooskleurig. In concernverhoudingen is de moedervernootschap doorgaans uit hoofde van een door haar afgegeven 403-verklaring hoofdelijk aansprakelijk jegens de crediteuren van de dochtervennootschappen. Dit wil zeggen dat wanneer de oorspronkelijke debiteur met de nakoming van zijn verplichtingen in gebreke blijft, daarvoor verhaal kan worden gezocht op de vermogensbestanddelen van de moedermaatschappij. Door het laten uitvaren van de gezonde dochterondernemingen uit het concern wordt aan de crediteuren in beginsel een verhaalsrecht onttrokken. De crediteuren kunnen immers, bij het aanspreken van de moedervernootschap op grond van diens hoofdelijke aansprakelijkheid, geen verhaal meer nemen op diens aandelen in de gezonde dochtervennootschappen.²⁶⁴ Door het verzelfstandigen van de gezonde dochters zijn de in het sterfhuis aanwezige activa gereduceerd tot de aandelen in enkele nagenoeg waardeloze vennootschappen. Voor deze vennootschap

²⁶¹ De in de rechtspraak aangenomen doorbraak van aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad waar de concernstructuur toe kan leiden, blijft hier voorlopig buiten beschouwing. Op deze problematiek wordt uitvoering ingegaan in hoofdstuk 6.

²⁶² Slagter 1983 II, p. 145; Slagter 1983 I, p. 27.

²⁶³ Woelders & Woelders 1986, p. 56 e.v.

²⁶⁴ Slagter 1983 I, p. 27 e.v.

pen wordt vervolgens surséance van betaling dan wel faillissement aangevraagd. Bij de liquidatie van de sterfhuisvennootschappen bevinden de handelscrediteuren zich doorgaans in een zwakke positie. Anders dan financiers zijn deze crediteuren op het moment van contracteren doorgaans niet bij machte zich ter waarborging van hun vordering zekerheden te laten verstrekken. Stelt een leverancier te veel voorwaarden, dan zal de potentiële afnemer met een concurrent in zee gaan.²⁶⁵ In faillissementssituaties dienen handelscrediteuren derhalve te worden aangemerkt als concurrente schuldeisers. Nadat de boedelschulden en eventuele preferente crediteuren zijn voldaan, zal er voor hen doorgaans niet veel overschieten.²⁶⁶

De vraag of het laten uitvaren van de rendabele onderdelen daadwerkelijk benadeling van crediteuren tot gevolg heeft wordt in de literatuur ontkennend beantwoord.²⁶⁷ Als rechtvaardigingsgrond voor de sterfhuisconstructie wordt ten aanzien van de in het sterfhuis achtergebleven crediteuren aangevoerd dat hun verhaalsmogelijkheden op de moedervernootschap toch al erg beperkt waren doordat het merendeel van de in het concern aanwezige activa waaronder de aandelen in de dochtervennootschappen reeds voor het toepassen van deze constructie aan de bank waren verpand.²⁶⁸ Van benadeling zou bovendien geen sprake zijn wanneer de in ruil voor de aandelen in de gezonde dochters te realiseren verkoopprijs reëel is.²⁶⁹ De waarde van de aandelen wordt in dat geval enkel vervangen door een met die waarde corresponderende geldsom.²⁷⁰ *De facto* brengt de aandelentransactie geen wijziging in het actief van de vennootschap. De koopprijs komt de oude moeder en daarmee indirect haar schuldeisers ten goede. De financiële problemen binnen het concern kunnen echter een waardedrukkend effect hebben op de verkoopprijs van de aandelen in de gezonde dochters. Teneinde te waarborgen dat de verkoopprijs reëel is, werd bij Ogem gebruik gemaakt van een zogenaamde verrekeningsclausule.²⁷¹ Op basis van een dergelijke clausule heeft het oude concern recht op vergoeding door de nieuwe holding van het verschil tussen de werkelijke waarde van de aandelen en de betaalde koopprijs wanneer, een aantal jaren nadat de aandelentransactie heeft plaatsgevonden, blijkt dat de aandelen destijds tegen een te lage

²⁶⁵ De Soeten 1983, p. 543; Woelders & Woelders 1986, p. 67.

²⁶⁶ De Soeten 1983, p. 541 e.v.

²⁶⁷ Zie in dit verband onder meer Nagelkerke & Prins 1983, p. 177 e.v.; Slagter 1983 I, p. 27 e.v.; Woelders & Woelders 1986, p. 56-57.

²⁶⁸ Slagter 1983 I, p. 28.

²⁶⁹ Uit de rechtspraak blijkt echter dat onder omstandigheden zelfs wanneer voor de aandelen in de gezonde dochters een reële prijs wordt betaald, sprake kan zijn van benadeling van crediteuren. Zie in dit verband het oordeel van de Hoge Raad in het uit 1992 daterende arrest Montana I; HR 22 mei 1992, NJ 1992/526 (ook: *Bosselaar q.q./Interniber I*). Partijen dienen derhalve beducht te zijn voor een mogelijke aantasting van de transactie door een *actio pauliana* in geval van een eventueel later ingetreden faillissement. De curator kan zich daarbij op het standpunt stellen dat ondanks de reële prijs, de crediteuren door de transactie zijn benadeeld. Ik ga hier niet verder in op de aantasting van de sterfhuisconstructie met behulp van een beroep op de *actio pauliana*. Zie over de gevolgen van de genoemde uitspraak voor de saneringspraktijk Huizink 1996, p. 49.

²⁷⁰ Slagter 1983 I, p. 28.

²⁷¹ Nagelkerke & Prins 1983, p. 182; Slagter 1983 I, p. 28 e.v. Zie hierover Oostwouder 1996, p. 381 e.v.

prijs zijn overgenomen.²⁷² Ondanks het feit dat voor de aandelen een reële koopprijs wordt betaald, levert dit de handelscrediteuren *de facto* geen voordeel op. De ontvangen koopsom komt immers integraal aan de banken ten goede ter vermindering van de concernschuld. Dit leidt wel tot een vermindering van de concernschuld jegens de banken waardoor het aantal preferente vorderingen in het faillissement van het oude concern enigszins wordt gereduceerd, hetgeen echter een magere troost is voor de concurrente crediteuren van de sterfhuisvennootschappen. Het spreekt voor zich dat de reorganisatie meer kans van slagen heeft wanneer de crediteuren bereid worden gevonden concessies te doen en aan de reddingsoperatie mee te werken door bijvoorbeeld een akkoord te aanvaarden.²⁷³

3.3.2. Banken

De banken nemen binnen de groep van de crediteuren een bijzondere (machts-)positie in.²⁷⁴ Voor de voortzetting van de bedrijfsactiviteiten zal de onderneming doorgaans afhankelijk zijn van de bereidheid van banken om het concernkrediet te continueren dan wel uit te breiden. In het kader van de concernfinanciering zijn de concernvennootschappen in de regel jegens de financier over en weer hoofdelijk aansprakelijk voor alle schulden van het collectief. Bovendien worden in het kader daarvan door de concernmaatschappijen aan de banken de nodige zekerheden verstrekt. Dientengevolge worden de banken preferent crediteur ten aanzien van het vermogen van alle concernmaatschappijen. Terwijl de handelscrediteuren voor de voldoening van hun vordering in grote mate afhankelijk zijn van de financiële situatie binnen de vennootschap waarmee zij hebben gecontracteerd, kunnen banken in principe het gehele concern ter voldoening van hun vordering aanspreken. De banken kunnen derhalve in plaats van als vennootschapsschuldeisers, worden aangemerkt als crediteur van het gehele concern.²⁷⁵ Het zijn de banken die over de reddingsoperatie feitelijk de regie voeren.²⁷⁶ Wanneer de door de concernholding gehouden aandelen in het kapitaal van de dochtervennootschappen met het oog op de concernfinanciering aan de banken zijn verpand en hierbij door de banken tevens stemrecht is bedongen, hebben deze reeds uit dien hoofde inspraak in de gang van zaken bij de dochters.²⁷⁷ Maar ook wanneer van een dergelijke verpanding geen sprake is, zal de financier in staat zijn binnen het in financiële moeilijkheden verkerende concern de lakens uit te delen. Door de in het kader van de concernfinanciering aangegane kruisverbanden zijn hun vorderingen gedekt door zekerheden. Wanneer het concern jegens de financiers in de nakoming van haar verplichtingen

²⁷² Slagter 1983 I, p. 30 en Slagter 2000, p. 84.

²⁷³ In het arrest *Juno Properties* was de Hoge Raad zelfs van mening dat voor de rechtmatigheid en aanvaardbaarheid van een sterfhuisconstructie overleg met en instemming van de voornaamste crediteuren vereist is. Zie HR 26 oktober 2001, *NJ* 2002/94. Zie hierover eveneens Slagter 2005, nr. 146 die van mening is dat de instemmingseis te ver gaat. Zie in verband met dit arrest nader hoofdstuk 4.

²⁷⁴ Slagter 1983 I, p. 28.

²⁷⁵ Meeter 1987, p. 126.

²⁷⁶ Zie over de rol van banken in de praktijk Vos 2003, p. 392 e.v. en Adriaanse & Kuijl 2004, p. 28-32.

²⁷⁷ Slagter 1983 I, p. 28.

in gebreke blijft, kunnen deze overgaan tot aansprakelijkstelling van de gezonde dochters en vervolgens tot uitwinning van de verschaft zekerheden, hetgeen het einde van het gehele concern zal inluiden. Voor de overige crediteuren zal in dat geval weinig of niets overblijven. Bovendien gaat met de ondergang van het concern heel wat werkgelegenheid en kapitaal verloren. Door toepassing van de sterfhuisconstructie kiezen de banken voor een minder rigoureuze oplossing.

Het initiëren van de sterfhuisconstructie kost de financiers geen geld.²⁷⁸ Het door de banken aan de nieuwe holding verstrekte krediet, dat door deze wordt gebruikt om de aandelen in de gezonde dochters te kopen, wordt door de oude holding gebruikt ter aflossing van een gedeelte van de concernschuld. Op die manier wordt een kasrondje gemaakt waardoor het geld naar de banken terugvloeit. De sterfhuisconstructie heeft voor de banken een aantal voordelen. In de eerste plaats worden hun vorderingen op het oude concern gedeeltelijk, namelijk ter waarde van de koopsom van de aandelen in de gezonde vennootschappen, omgezet in een vordering op de nieuwe holding. De banken krijgen naar alle waarschijnlijkheid op die manier een groter gedeelte van hun vordering voldaan dan bij het faillissement van het concern. In een faillissementssituatie zal het immers niet eenvoudig zijn om voor de dochtervennootschappen een overnemer te vinden. Bovendien zal de verkoopprijs van die vennootschappen doorgaans lager liggen.²⁷⁹ Door de tijdige zelfstandiging wordt de waardedaling van de aandelen in het kapitaal van de gezonde dochtervennootschappen enigszins beperkt. Door de voorkeur te geven aan de sterfhuisconstructie in plaats van over te gaan tot de uitwinning van de verstrekte zekerheden, voorkomen banken dat hun naam wordt aangetast.²⁸⁰ Bij de uitwinning van zekerheden zijn enkel de belangen van de bank gebaat terwijl toepassing van de sterfhuisconstructie leidt tot het behoud van de gezonde vennootschappen en daarmee een gedeelte van de werkgelegenheid en het kapitaal. Ondanks de genoemde voordelen, brengt de sterfhuisconstructie voor de banken eveneens een aantal risico's met zich. De medewerking van deze financiers is bij het opzetten van de sterfhuisconstructie onontbeerlijk. Teneinde de rendabele onderdelen de kans te geven hun bedrijfsactiviteiten te continueren los van de financiële problemen in het oude concern, zullen de banken deze vennootschappen uit hun hoofdelijke aansprakelijkheid dienen te ontslaan en afstand moeten doen van de in het kader daarvan door deze vennootschappen verstrekte zekerheden.²⁸¹ De banken zijn daardoor voor wat betreft de voldoening van hun vordering op het oude concern aangewezen op hetgeen in faillissement voor hen overblijft.²⁸² Voor wat betreft de voldoening van de ten gevolge van de sterfhuisconstructie verkregen vordering op de nieuwe holding zijn ze afhankelijk van de toekomstige bedrijfsresultaten van de gezonde vennootschappen.

²⁷⁸ Slagter 1983 I, p. 28 e.v.; Woelders & Woelders 1986, p. 54-55.

²⁷⁹ De Soeten 1983, p. 543.

²⁸⁰ Woelders & Woelders 1986, p. 55; Van der Grinten 1987, p. 66.

²⁸¹ Slagter 1983 I, p. 28.

²⁸² Woelders & Woelders 1986, p. 54-55.

3.3.3. Aandeelhouders

Bij beursgenoteerde concerns participeert het grote publiek doorgaans in het kapitaal van de topholding. Dit was bijvoorbeeld het geval in de *Ogem*-casus. De moedermaatschappij Ogem Holding NV was een beursgenoteerde vennootschap. Aandeelhouders hebben niet altijd inspraak in de reorganisatieonderhandelingen. Zo was het bij Ogem een dochtervennootschap van Ogem Holding die het besluit nam om de aandelen in de gezonde dochters te vervreemden. De aandeelhouders van Ogem Holding NV werden in deze beslissing niet betrokken.²⁸³ De aandeelhouders van de topholding komen er bij de toepassing van de sterfhuisconstructie bekaaid vanaf. Door de rendabele dochterondernemingen buiten het concern te plaatsen, delen de aandeelhouders niet langer mee in de winsten van deze vennootschappen. De kapitaalverschaffers blijven achter met aandelen in een concern dat is opgebouwd uit nagenoeg waardeloze vennootschappen.²⁸⁴ Ik wees er reeds op dat door de gezonde dochtervennootschappen onder te brengen in een stichting, het door die vennootschappen na de reorganisatie opgebouwde vermogen terecht kwam in de spreekwoordelijke 'dode hand'. Ter rechtvaardiging van de sterfhuisconstructie wordt door menig auteur aangevoerd dat de waardedaling van de aandelen reeds eerder heeft plaatsgevonden en niet het rechtstreekse gevolg is van de sterfhuisconstructie.²⁸⁵ Gezien de financiële moeilijkheden waarin het concern zich bevindt, is het eigen vermogen reeds vóór het opzetten van de sterfhuisconstructie verloren gegaan. De waarde van de aandelen was dus reeds vóór de sterfhuisconstructie nagenoeg nihil. Honée trok deze stelling mijns inziens terecht in twijfel.²⁸⁶ Hij wees erop dat de waarde van de aanspraken die men kan doen gelden, afhankelijk is van de machtspositie waarin men verkeert.²⁸⁷ Niet enkel de waardedaling van de aandelen bepaalt het belang van de aandeelhouders bij de reorganisatie, ook de feitelijke machtspositie waarin de aandeelhouders verkeren is in dat verband relevant. Wanneer de aandeelhoudersvergadering in het kader van de reorganisatie over bevoegdheden beschikt die haar medewerking noodzakelijk maken teneinde het beoogde doel te bereiken, biedt dat de aandeelhouders de mogelijkheid om aan hun medewerking voorwaarden te verbinden en op die manier bij de reorganisatie hun eisen te stellen.²⁸⁸ De positie van de aandeelhouders is volgens de heersende leer evenmin in het geding omdat deze door de verzelfstandiging van de rendabele dochters geen benadeling van aandeelhouders oplevert voor zover de voor deze vennootschappen te realiseren verkoopprijs een reële waarde weerspiegelt.²⁸⁹ Hetgeen hieromtrent ten aanzien van de schuldeisers is opgemerkt geldt *mutatis mutan-*

²⁸³ Zie Honée 1984, p. 16-19.

²⁸⁴ Slagter 1983 I, p. 27 e.v. Zie hierover Oostwouder 1996, p. 383-384.

²⁸⁵ Slagter 1983 I, p. 28; Ruizendaal 1982 zoals opgenomen in: Dorresteyn 1985, p. 109 (voetnoot 258); genuanceerd Woelders & Woelders 1986, p. 57-58; Dorresteyn 1996, p. 13.

²⁸⁶ Honée 1984, p. 16-17.

²⁸⁷ Ter verduidelijking maakt Honée de vergelijking met werknemersvertegenwoordigers die vaak door hun machtspositie in staat zijn afvloeiingsregelingen ten behoeve van werknemers af te dwingen.

²⁸⁸ Zie over de positie van de aandeelhouders en de invloed van de aandeelhouders op de reorganisatiebesluiten de hoofdstukken 4, 8 en 9.

²⁸⁹ Woelders & Woelders 1986, p. 57.

dis voor de positie van de kapitaalverschaffer. Ook hier geldt dat de ten gevolge van de aandelentransactie ontvangen reële koopsom integraal aan de banken ten goede komt. De bij Ogem overeengekomen verrekeningsclausule kon de aandeelhouders derhalve niet baten. Aangezien aandeelhouders in geval van faillissement dienen te worden aangemerkt als postconcurrente crediteuren van de vennootschap, zullen zij niet veel profijt ondervinden van de daling van de concernschuld die de sterfhuisconstructie heeft bewerkstelligd. De kans dat er voor hen na uitdeling aan de concurrente crediteuren iets overblijft is nagenoeg nihil.²⁹⁰ In hoofdstuk 2 wees ik reeds op het verschil in uitgangspositie tussen aandeelhouders en crediteuren en het daarmee gepaard gaande verschil in verhaalsmogelijkheden.²⁹¹ De aandeelhouders zijn echter verstrekkers van risicodragend kapitaal en weten dat in geval van faillissement van de vennootschap voor hen als postconcurrente crediteuren niets zal overblijven. Dit is inherent aan hun positie als aandeelhouder. De herstructurering van Ogem liet bij de aandeelhouders echter een wrange smaak achter. De gezonde vennootschappen, die in de stichting werden ondergebracht, bleken achteraf te floreren zonder dat de aandeelhouders van het oude concern de mogelijkheid hadden daarin te participeren.

4. De ziekenhuisconstructie

4.1. Kenmerken van de ziekenhuisconstructie

Naar aanleiding van een aantal grote deconfitures aan het begin van de negentiger jaren verscheen een nieuw fenomeen aan de vennootschappelijke horizon waarnaar in de literatuur wordt verwezen als de zogenaamde ziekenhuisconstructie.²⁹² De sterfhuis- en de ziekenhuisconstructie hebben een groot aantal overeenkomsten. Het principe waarop deze constructies zijn gestoeld is nagenoeg gelijklopend. Beide reorganisatiemodaliteiten omvatten een pakket maatregelen strekkende tot het aanbrengen van een scheiding tussen rendabele en niet rendabele concernonderdelen teneinde te voorkomen dat eerstgenoemde worden meegesleurd in de financiële problemen binnen het concern.

4.1.1. Uitgangspunt

Zoals de term reeds doet vermoeden is de ziekenhuisconstructie een minder rigoureuze reorganisatievorm dan de reeds besproken sterfhuisconstructie. De ziekenhuisconstructie strekt tot het optrekken van schotten tussen de gezonde concernonderdelen enerzijds en de zieke concernonderdelen anderzijds door middel van de verplaatsing van dochtervennootschappen binnen de groep. Anders dan bij een sterfhuisconstructie worden de gezonde bedrijfsonderdelen niet buiten het concern geplaatst. De ziekenhuisconstructie is daardoor niet gericht op het laten uitvaren

²⁹⁰ De Soeten 1983, p. 541.

²⁹¹ Zie in dit verband paragraaf 3.2 van hoofdstuk 2.

²⁹² In de praktijk worden ook de termen doorzak- of uitvliegconstructie worden gehanteerd; Slagter 1992, p. 219-223; van der Burg 1993, p. 740-744; Dorresteyn 1996, p. 1-26. Zie over deze constructie eveneens Slagter 2000, p. 81-90; Slagter 2005, nr. 146.

van rendabele vennootschappen en het liquideren van de achterblijvende vennootschappen maar beoogt veeleer een herfinanciering van de gezonde vennootschappen te bewerkstelligen onder gelijktijdige sanering van de zieke onderdelen. Desgewenst kan na het doorvoeren van de constructie worden getracht beide onderdelen te herenigen. Toepassing van de ziekenhuisconstructie kan worden overwogen wanneer de verwachting gerechtvaardigd is dat na een herfinanciering van het concern en sanering van de verlieslatende bedrijfsactiviteiten, wederom op een rendabele manier aan het economisch verkeer kan worden deelgenomen. Het concern moet met andere woorden in de huidige constellatie nog enige toekomstperspectieven hebben. Is dat niet het geval, dan kan het toepassen van een sterfhuisconstructie worden overwogen.²⁹³

4.1.2. Constructie

De eerste stap die bij het opzetten van een ziekenhuisconstructie dient te worden genomen is het opzetten van een interne reorganisatie. De rendabele concernonderdelen worden ondergebracht in een nieuwe, door de oude concernmoeder in het leven geroepen, subholding. Hierdoor wordt binnen het concern een scheiding aangebracht tussen de winstgevende bedrijfsactiviteiten enerzijds en de verlieslatende bedrijfsactiviteiten anderzijds. Om te voorkomen dat de rendabele onderdelen in een eventueel faillissement van de verlieslatende vennootschappen worden meegeleid, dienen tussen beide concernonderdelen een aantal schotten te worden geplaatst. In de eerste plaats moeten de in het verleden aangegane financiële kruisverbanden zoveel mogelijk worden doorbroken. Dit gebeurt door de financiering van de rendabele dochters te verzelfstandigen. Daarbij is het noodzakelijk dat de banken de gezonde dochters uit hun hoofdelijke aansprakelijkheid voor de schulden van de niet rendabele concernonderdelen ontslaan. Het tweede schot wordt gevormd door het intrekken door de moedermaatschappij van de ten behoeve van de niet rendabele dochtervennootschappen afgegeven 403-verklaring. Teneinde een herfinanciering van de gezonde dochtervennootschappen te bewerkstelligen, wordt vervolgens door de banken deelgenomen in het aandelenkapitaal van de holding en/of de nieuwe subholding. De banken zetten hun vorderingen op het concern om in aandelenkapitaal in de subholding. Ten gevolge van deze transacties wordt de deelname van de holding in het aandelenkapitaal van de gezonde dochters gereduceerd en komen de rendabele concernonderdelen gedeeltelijk in handen van derden. Desgewenst kan aan de holding een optie worden verleend om op termijn de bij de financiers geplaatste aandelen terug te kopen.²⁹⁴ De verlieslatende concernonderdelen worden intussen zoveel mogelijk gesaneerd. Na voltooiing van het saneringsproces kan worden overwogen beide concernonderdelen wederom samen te voegen.²⁹⁵ Naar gelang de omstandigheden kan een verdergaande herfinanciering van het concern worden bewerkstelligd door de aandelen in de oorspronkelijke holding af te stempelen en vervolgens aan financiers nieuwe aandelen te emitteren.²⁹⁶ Ten-

²⁹³ Slagter 1992, p. 220; Van der Burg 1993, p. 742.

²⁹⁴ Van der Burg 1993, p. 740 e.v.

²⁹⁵ Van der Burg 1993, p. 740.

²⁹⁶ Dorresteyn 1996, p. 11.

einde de schuldenpositie van het concern te saneren kan bovendien worden overwogen de oude schuldeisers een akkoord voor te leggen op basis waarvan een gedeelte van hun vorderingen in ruil voor finale kwijting zal worden voldaan.²⁹⁷

Na het doorvoeren van de ziekenhuisconstructie ziet de situatie er als volgt uit:²⁹⁸

4.1.3. Resultaat

Het resultaat van bovenstaande constructie is dat de rendabele bedrijfsactiviteiten worden losgekoppeld van de verlieslatende activiteiten. De aangebrachte scheiding is minder vergaand dan de scheiding die door toepassing van de sterfhuisconstructie

²⁹⁷ Slagter 1992, p. 221.

²⁹⁸ Dit schema is grotendeels gebaseerd op het schema van Dorresteyn. Zie Dorresteyn 1996, p. 12. De stippellijnen geven een contractuele relatie weer. De volle lijnen wijzen daarentegen op een kapitaaldeelname. Zie voor andere schema's van de ziekenhuisconstructie onder meer Slagter 1992, p. 221-222; Van der Burg 1993, p. 742-744; Slagter 2000, p. 82; Slagter 2005, nr. 146.

tie wordt bewerkstelligd. Zowel de verlieslatende vennootschappen als de winstgevende vennootschappen blijven immers deel uitmaken van het oorspronkelijke concern. De gezonde onderdelen worden geherfinancierd. Deze herfinanciering heeft een verschuiving in de zeggenschapsverhoudingen tot gevolg. De aandelen in de gezonde dochtervennootschappen komen immers (tijdelijk) gedeeltelijk in handen van derden terwijl de participatie van de holding in het aandelenkapitaal van de rendabele dochters wordt gereduceerd. De financiering van de tot het concern behorende vennootschappen wordt zoveel mogelijk verzelfstandigd en de bestaande kruisverbanden worden doorbroken. In tegenstelling tot de sterfhuiskonstructie, waarbij na het uitvaren van de rendabele dochters het oude concern stelselmatig wordt geliquideerd, blijft na het doorvoeren van een ziekenhuiskonstructie het oorspronkelijke concern voortbestaan. Het voordeel hiervan is in de eerste plaats dat de naamsbekendheid van het concern en de daaraan verbonden goodwill ten gevolge van de herstructurering niet verloren gaan. Bovendien blijven, dankzij het behoud van de juridische identiteit van het concern, de eventueel aanwezige fiscaal compensabele verliezen bewaard. Deze kunnen na het doorvoeren van de reorganisatie worden afgezet tegen toekomstige winsten van de onderneming.²⁹⁹

4.2. *De ziekenhuiskonstructie in de praktijk*

De herinrichting van het HCS-concern en Air Holland vormen de belangrijkste voorbeelden van herstructureringen waarbij een ziekenhuiskonstructie werd toegepast.³⁰⁰ Ter verduidelijking van de betekenis van de ziekenhuiskonstructie voor de reorganisatiepraktijk volgt hier een beknopte weergave van de gang van zaken bij deze reddingsoperaties. Helaas had de ziekenhuiskonstructie bij het HCS-concern niet het verhoopte effect. Grote liquiditeitsproblemen zorgden ervoor dat de gezonde dochters alsnog moesten worden verkocht. De resterende concernonderdelen gingen vervolgens failliet.³⁰¹

4.2.1. HCS³⁰²

De reorganisatie bij HCS werd ingezet door bij de oude concernmoeder HCS Technology een nieuwe subholding, HCS Beheer BV, op te richten waaronder de rendabele dochters werden gegroepeerd. De banken verwierven vervolgens een 60%-belang in het kapitaal van deze nieuwe holding door het nemen van cumulatief preferente aandelen. De koopprijs van deze aandelen werd verrekend met een gedeelte van de bankschulden van HCS Technology. Aan de oude concernmoeder werd

²⁹⁹ Dorresteyn 1996, p. 7.

³⁰⁰ De hiernavolgende gegevens in verband met de ziekenhuiskonstructie bij HCS en Air Holland zijn ontleend aan Slagter 1992, p. 219-223 en Van der Burg 1993, p. 740-744.

³⁰¹ Van der Burg 1993, p. 741.

³⁰² Teneinde aan de hand van deze voorbeelden een duidelijk inzicht te krijgen in de werking van de ziekenhuiskonstructie, heb ik gekozen voor een enigszins vereenvoudigde weergave van de feiten. Dit geldt eveneens voor de bespreking van de herstructurering bij Air Holland. Voor een meer gedetailleerde omschrijving van de gang van zaken zie Slagter 1992, p. 219-223.

daarbij een optie verleend om op termijn dit 60%-belang tegen een vooraf vastgestelde prijs van de banken terug te kopen. De gezonde vennootschappen werden door de banken uit hun hoofdelijke aansprakelijkheid voor de schulden van de verlieslatende onderdelen ontslagen. De ten behoeve van de niet rendabele dochtervennootschappen afgegeven 403-verklaring werd vervolgens ingetrokken door HCS Technology.³⁰³

4.2.2. Air Holland³⁰⁴

Een gelijkaardige reorganisatie werd doorgevoerd bij Air Holland. Het bijzondere aan deze herstructurering was dat de ziekenhuisconstructie eerst werd toegepast nadat Air Holland failliet was verklaard. Het faillissement was in casu noodzakelijk teneinde op korte termijn het personeelsbestand te kunnen reduceren. De wetbepalingen van afdeling 8, titel 10 van Boek 7 BW inzake het behoud van de rechten van werknemers bij de overgang van ondernemingen zijn immers niet van toepassing in faillissementssituaties.³⁰⁵ Dit brengt met zich dat in geval van faillissement een bestaand personeelsoverschot op relatief eenvoudige wijze kan worden gereduceerd. De aanwezigheid van een omvangrijk fiscaal compensabel verlies bij de concernmoeder heeft in belangrijke mate de wijze bepaald waarop aan de reddingsoperatie gestalte werd gegeven. In casu kon gebruik worden gemaakt van een lege vennootschap die reeds onderdeel uitmaakte van de fiscale eenheid. Alle activiteiten van Air Holland werden in die vennootschap gecentraliseerd. Een nieuwe vennootschap met de naam Air Holland Finance BV werd opgericht. Aan deze vennootschap werd een optie verleend op nieuw te emitteren aandelen Air Holland NV. Voorwaarden voor het uitoefenen van die optie waren de aanvaarding van het voorgestelde dwangakkoord door de crediteuren en de instemming van de oude aandeelhouders met een afstempeling van hun aandelen in het kapitaal van Air Holland NV.³⁰⁶ Een akkoord met de crediteuren was in casu onontbeerlijk teneinde het fiscaal compensabele verlies te kunnen benutten. Wanneer immers een faillissement zonder akkoord wordt beëindigd, leidt dit tot ontbinding van de rechtspersoon.³⁰⁷ Het fiscaal compensabele verlies zou daardoor onherroepelijk verloren zijn gegaan. Het in stand houden van het fiscaal compensabele verlies was voordelig omdat toekomstige winsten hiermee konden worden verrekend.

³⁰³ Deze gegevens zijn ontleend aan Van der Burg 1993, p. 740-741.

³⁰⁴ Zie over deze herstructurering eveneens Slagter 1993, p. 221 en Van der Burg 1993, p. 740.

³⁰⁵ Art. 7:666 lid 1 BW. De regeling is echter wel van toepassing in geval van surséance van betaling. Van der Burg 1993, p. 741.

³⁰⁶ Zie in verband met dit alles Van der Burg 1993, p. 741 aan wiens bijdrage deze gegevens zijn ontleend.

³⁰⁷ Van der Burg 1993, p. 741.

4.3. *De gevolgen van de toepassing van de ziekenhuisconstructie*³⁰⁸

Hetgeen hiervoor bij de bespreking van de sterfhuisconstructie is opgemerkt ten aanzien van de gevolgen van de toepassing van die constructie voor bij de onderneming betrokken belanghebbenden is grotendeels van overeenkomstige toepassing op de ziekenhuisconstructie. Het belangrijkste gevolg van het doorvoeren van deze vorm van reorganisatie is dat de rendabele concernonderdelen, evenals bij toepassing van een sterfhuisconstructie, niet worden meegesleurd in de financiële problemen van het concern als geheel. Arbeidsplaatsen, kapitaal en knowhow blijven daardoor bewaard hetgeen zowel crediteuren, aandeelhouders als werknemers ten goede komt.

4.3.1. Concurrente crediteuren

Voor de crediteuren van de gezonde vennootschappen doen zich geen bijzondere problemen voor. Hun debiteur blijft in stand, wel vindt een verschuiving plaats in de zeggenschapsverhoudingen. De subholding, waar de gezonde onderdelen in zijn ondergebracht, komt immers gedeeltelijk in handen van de banken. Dit doet evenwel aan de verhaalsmogelijkheden van de crediteuren niet af. Voor wat betreft de positie van de crediteuren van de overige concernvennootschappen is de situatie complexer. Anders dan bij de sterfhuisconstructie blijven de rendabele dochtervennootschappen deel uitmaken van het concern. De aandelen in de subholding waar de gezonde concernonderdelen in zijn ondergebracht komen echter gedeeltelijk in handen van de banken. Voor zover dit gebeurt door emissie van nieuwe aandelen aan de banken, is er mijns inziens in beginsel geen sprake van benadeling van schuldeisers.³⁰⁹ Ook hier geldt dat ten gevolge van de conversie van de vorderingen van de banken in aandelenkapitaal, de passiva afnemen hetgeen in het voordeel is van de crediteuren. De intrekking van de door de moedervennootschap ten behoeve van de niet rendabele vennootschappen afgegeven 403-verklaring heeft geen nadelige gevolgen voor de bestaande crediteuren. Intrekking van een dergelijke verklaring heeft immers geen terugwerkende kracht en ontslaat de moedermaatschappij niet uit haar aansprakelijkheid voor schulden die voortvloeien uit rechtshandelingen welke voorafgaand aan de intrekking zijn verricht.³¹⁰ Tot slot merk ik op dat de medewerking van schuldeisers de slagingskans van de ziekenhuisconstructie vergroot. Zo kunnen de toekomstperspectieven van het concern aanzienlijk worden

³⁰⁸ Zie over de gevolgen van deze constructie voor belanghebbenden onder meer Slagter 1992, p. 219 e.v.; Van der Burg 1993, p. 740 e.v.; Dorresteyn 1996, p. 11 e.v.; Slagter 2000, p. 81-90.

³⁰⁹ Men kan zich echter afvragen of, wanneer de stortingsplicht wordt voldaan door deze met de bestaande concernschuld te verrekenen, een dergelijke storting reëel is. Wanneer die vraag negatief wordt beantwoord, zou men kunnen betogen dat er sprake is van benadeling van aandeelhouders en crediteuren. Zie in verband met deze problematiek Olaerts & Hamers 2003, p. 140-153. Zie hierover eveneens Prinsen 2004, p. 194 e.v.

³¹⁰ Hierop wordt een uitzondering gemaakt indien de in Art. 2:404 lid 3 BW genoemde omstandigheden zich voordoen. Een van de voorwaarden is dat de rechtspersoon niet langer onderdeel uitmaakt van de groep. Daarvan zal bij de omgekeerde sterfhuisconstructie geen sprake zijn. Ik ga hier niet in op de vraag wanneer er sprake is van een schuld die voortvloeit uit een rechtshandeling die voor de intrekking is verricht.

verbeterd wanneer met de crediteuren een akkoord kan worden bereikt over het voldoen van een gedeelte van de vordering in ruil voor finale kwijting.³¹¹

4.3.2. Banken

Hetgeen bij de bespreking van de sterfhuisconstructie is opgemerkt omtrent de feitelijke machtspositie van de banken is hier van overeenkomstige toepassing. Medewerking van de banken is ook bij het opzetten van de ziekenhuisconstructie onontbeerlijk. Teneinde de ziekenhuisconstructie te laten slagen, dient een financiële scheiding te worden aangebracht tussen de rendabele en de niet rendabele concernonderdelen. Om dit te bewerkstelligen moeten de banken de gezonde vennootschappen uit hun hoofdelijke aansprakelijkheid voor de concernschuld ontslaan. Het gevolg van de toepassing van de ziekenhuisconstructie is dat de banken gedeeltelijk eigenaar worden van de rendabele concernonderdelen en eventueel eveneens een belang verwerven in de oude holding. De kosten die het opzetten van een ziekenhuisconstructie voor de banken met zich brengt, zijn afhankelijk van de manier waarop hieraan gestalte wordt gegeven. Het verwerven van een deelneming in de gezonde concernonderdelen kost de banken in beginsel niets. Zij verwerven deze participatie immers doordat bestaande vorderingen op het concern worden omgezet in aandelenkapitaal. De rechtspositie van de banken gaat er evenwel op achteruit. In plaats van preferent crediteur van de gezonde dochtervennootschappen worden zij als aandeelhouder postconcurrent crediteur ten aanzien van het vermogen van de subholding.³¹² Mogelijk is dat de banken worden verzocht het risicodragend kapitaal van het concern te verhogen door extra aandelen te nemen in de subholding of de concernmoeder. Uiteraard leidt dit voor de banken tot het maken van additionele kosten. Teneinde de banken hiertoe bereid te vinden worden doorgaans eerst de oude aandelen afgestempeld.

4.3.3. Aandeelhouders³¹³

Het belangrijkste verschil met de sterfhuisconstructie is dat bij de toepassing van de ziekenhuisconstructie de rendabele dochtervennootschappen beschikbaar blijven voor de aandeelhouders. Zij worden immers niet buiten het concern geplaatst. Dit ogenschijnlijk voordeel voor de aandeelhouders behoeft echter enige relativering. De herfinanciering van de tussenholding, waar de gezonde onderdelen zijn ondergebracht, vermindert het belang van de moedermaatschappij in het kapitaal van deze subholding. Dit resulteert indirect in een reductie van het belang van de concernaandeelhouders in de rendabele onderdelen. Bovendien worden de aandeelhouders in sommige gevallen gedwongen akkoord te gaan met een afstempeling van de aandelen in de concernholding. Wanneer de concernholding vervolgens nieuw eigen

³¹¹ Slagter 1992, p. 221.

³¹² Het is uiteraard mogelijk dat de oude financiers de gezonde vennootschappen nieuwe kredietfaciliteiten ter beschikking stellen. Afhankelijk van de kredietvoorwaarden is het mogelijk dat zij uit hoofde van de nieuwe kredietovereenkomst wederom als preferente crediteuren kunnen worden aangemerkt.

³¹³ Zie in dit verband Slagter 1992, p. 219 e.v. en Van der Burg 1993, p. 740 e.v.

vermogen verwerft door het plaatsen van aandelen bij financiers, verwatert daardoor eveneens het belang van de zittende aandeelhouders in de concernholding. Aan de belangen van die aandeelhouders wordt enigszins tegemoet gekomen wanneer de holdingmaatschappij een optie wordt verleend om op termijn het bij de financiers geplaatste aandelenpakket in de gezonde subholding terug te kopen. Door de uitoefening van die koopoptie gaan de gezonde onderdelen weer volledig tot het concern behoren. De aandeelhouders van de holding profiteren dan indirect mee van eventueel door deze onderdelen te realiseren winsten.

5. De omgekeerde sterfhuisconstructie

5.1. *Kenmerken van de omgekeerde sterfhuisconstructie*

Naast de ziekenhuisconstructie wordt in de literatuur nog een tweede variant op de sterfhuisconstructie onderscheiden, de omgekeerde sterfhuisconstructie. Ook deze constructie is erop gericht de gevolgen van de financiële problemen binnen het concern zoveel mogelijk in te perken door de rendabele en niet rendabele concernonderdelen van elkaar te scheiden.

5.1.1. **Uitgangspunt**

De omgekeerde sterfhuisconstructie kan worden gebruikt wanneer de financiële problemen bij een of een klein aantal dochtervennootschappen de continuïteit van het gehele concern inclusief de topholding op het spel (dreigen te) zetten. Binnen het concern is het aantal winstgevende vennootschappen met andere woorden groter dan het aantal verlieslatende. Dit is het tegenovergestelde van de sterfhuissituatie waarin er meer verlieslatende dan winstgevende vennootschappen zijn. In plaats van de gezonde bedrijfsonderdelen buiten het concern te plaatsen is het onder de geschetste omstandigheden eenvoudiger om de niet levensvatbare onderdelen af te stoten. De verkoop van de zieke dochtervennootschappen door middel van een aandelentransactie zal echter, gezien de slechte financiële situatie waarin deze vennootschappen verkeren, weinig opleveren. Overwogen kan worden om deze bedrijfsactiviteiten met behulp van een activatransactie van de hand te doen. Het gevolg hiervan is dat de werknemers krachtens het bepaalde in Artikel 7:662 BW van rechtswege mee overgaan naar de nieuwe ondernemer. De activatransactie is een omslachtige wijze om een overdracht van de onderneming te bewerkstelligen. De bepalingen inzake overgang van werknemers zijn weliswaar niet van toepassing wanneer de verkoop van de onderneming vanuit een faillissementsituatie plaatsvindt. Het faillissement heeft echter tot gevolg dat alle vorderingen op de desbetreffende dochtervennootschap opeisbaar worden. De in concernsituaties bestaande financiële kruisverbanden kunnen ertoe leiden dat het voortbestaan van de gehele groep daardoor op de helling komt te staan.³¹⁴ De omgekeerde sterfhuisconstructie is ontwikkeld om in deze gevallen een oplossing te bieden. Bij deze constructie worden de niet rendabele bedrijfsonderdelen tijdig buiten het concern geplaatst en

³¹⁴ Zie in verband met het bovenstaande in gelijke zin Dorresteyn 1996, p. 6-7.

vervolgens stelselmatig geliquideerd terwijl de topholding in staat wordt gesteld haar activiteiten, weliswaar in afgeslankte vorm, te continueren.

5.1.2. Constructie³¹⁵

Bij het opzetten van een omgekeerde sterfhuisconstructie moet in de eerste plaats een interne hergroepering worden doorgevoerd. Teneinde de niet rendabele vennootschappen te centraliseren, wordt een nieuwe subholding opgericht waar deze vennootschappen in worden ondergebracht. Vervolgens wordt door de banken buiten het concern een nieuwe holding in het leven geroepen. Desgewenst kan, teneinde de directe betrokkenheid van de banken bij de nieuwe holding te vermijden, tussen de banken en de nieuwe holding een stichting worden geplaatst.³¹⁶ De nieuwe holding neemt de aandelen in de niet rendabele bedrijfsonderdelen van het oude concern over. De daarvoor te betalen koopprijs wordt door de banken gefinancierd. Het in ruil voor de aandelen ontvangen bedrag kan vervolgens worden aangewend ter vermindering van de jegens de bank bestaande concernschuld.³¹⁷ Voorts zetten de banken, teneinde de schuldenpositie van het concern te saneren, hun vorderingen op het concern om in aandelenkapitaal. Dit kan gebeuren doordat aan de banken nieuwe aandelen in het kapitaal van de oude holding worden geëmitteerd. De daaruit voortvloeiende stortingsverplichting wordt door de banken voldaan door deze met de bankschulden van het concern te verrekenen.³¹⁸ Teneinde de banken enigszins tegemoet te komen, kunnen de oude aandelen in de holding eerst worden afgestempeld. De participatie van de oude aandeelhouders in de holding wordt ten gevolge van de afstempeling gereduceerd. De banken verkrijgen daardoor een groot belang in de gezonde bedrijfsonderdelen. De nieuwe holding fungeert als sterfhuis waarin de niet levensvatbare bedrijfsonderdelen op kosten van de banken worden geliquideerd. Ook in het kader van de omgekeerde sterfhuisconstructie worden de gezonde vennootschappen door de banken doorgaans uit hun hoofdelijke aansprakelijkheid voor de concernschuld ontslagen.

5.1.3. Resultaat

Anders dan bij de sterfhuisconstructie fungeert het oude concern hier niet als liquidatievehikel. Buiten het concern wordt een nieuw sterfhuis gecreëerd waarin de niet rendabele bedrijfsactiviteiten worden geliquideerd. Het oude concern wordt hier-

³¹⁵ Zie in dit verband onder meer Woelders & Woelders 1986, p. 30 e.v.; Dorresteyn 1996, p. 5 e.v.

³¹⁶ Door het tussenvoegen van een stichting kunnen de niet rendabele vennootschappen in alle rust worden geliquideerd zonder dat de participatie van de banken daarin voor derden kenbaar wordt.

³¹⁷ Gezien de financiële problemen waarin deze vennootschappen verkeren, zal de overnameprijs niet hoog liggen.

³¹⁸ Dorresteyn geeft nog een andere manier aan waarop de vorderingen van de bank kunnen worden omgezet in aandelen in het concern. De banken kunnen hun vorderingen op het concern aan het sterfhuis cederen. De banken nemen vervolgens nieuwe aandelen in de holding. De holding lost met behulp van de door storting op de aandelen verkregen middelen de schuld aan het sterfhuis af. Zie Dorresteyn 1996, p. 10.

door in staat gesteld zijn bedrijfsactiviteiten te continueren, ontdaan van de verlieslatende onderdelen. De identiteit van het oude concern blijft, evenals bij de ziekenhuisconstructie, behouden. De banken moeten genoeg nemen met de liquidatiewaarde van de niet rendabele vennootschappen.³¹⁹ Bovendien verkrijgen ze aandelen in de oorspronkelijke holding en derhalve indirect in de gezonde concernonderdelen. Door het omzetten van vorderingen in aandelenkapitaal wordt de schuldenpositie van het concern gesaneerd waardoor nieuwe toekomstperspectieven worden geboden.

Na het doorvoeren van de omgekeerde sterfhuisconstructie ziet de situatie er als volgt uit:³²⁰

5.2. De omgekeerde sterfhuisconstructie in de praktijk: Boskalis³²¹

Als voorbeeld van een omgekeerde sterfhuisconstructie wordt in de literatuur gewezen op de herstructurering van het Boskalis-concern in de tachtiger jaren van de vorige eeuw.³²² De herstructurering die bij Boskalis werd doorgevoerd blinkt uit, zowel in omvang als in complexiteit. De doorgevoerde maatregelen hebben geleid

³¹⁹ Dorresteyn 1996, p. 10.

³²⁰ Schema afkomstig van Dorresteyn 1996, p. 11. Ook hier geven de stippellijnen een contractuele relatie aan terwijl de volle lijnen een kapitaaldeelname symboliseren.

³²¹ De gang van zaken bij deze reorganisatie blijkt uit het terzake ter beschikking gesteld archief. Zie over deze reorganisatie eveneens Terlingen 2000, p. 199 e.v.

³²² Dorresteyn 1996, p. 2.

tot een 'geslaagde reddingsoperatie' waarbij de nadelige gevolgen voor de belangrijkste betrokkenen beperkt zijn gebleven.

5.2.1. De aanloop tot de reorganisatie

In tijden van vooruitgang leeft bij heel wat ondernemers de overtuiging dat elke kans om de bedrijfsactiviteiten verder uit te bouwen met beide handen dient te worden gegrepen. Kleine bedrijfjes moeten groeien en concernvorming is aan de orde van de dag. De slogan 'the sky is the limit' wordt tot spelregel verheven. Maar het kan een harde en lange val zijn voor wie eenmaal de hemel heeft bereikt. Het bestuur van Boskalis heeft dit in de loop van de jaren tachtig van de vorige eeuw aan den lijven kunnen ondervinden. De ene dag overladen door erelinten, de dag erna zonder blikken of blozen aan de deur gezet.³²³

Koninklijke Boskalis Westminster NV, een bedrijf dat zich oorspronkelijk enkel bezighield met baggeractiviteiten, groeide ten gevolge van een ambitieus overnamebeleid in het tijdsbestek van een aantal jaren uit tot een groot aannemersbedrijf met internationale allure. Naast een bagger- en een bouwpoort beschikte het concern over een divisie die zich bezighield met de aanleg van pijpleidingen. Het leek het bedrijf voor de wind te gaan. Hiervan waren met name de talrijke financiële instellingen overtuigd die in grote getale bereid werden gevonden het concern financieel te ondersteunen. Aan de utopie kwam echter abrupt een einde toen het concern in 1984 plotsklaps financieel op de helling kwam te staan. Als oorzaak voor het ineenstorten van het concern wordt, naast de verliezen op werken in Algerije en niet betalende staatsdebiteuren in Nigeria, gewezen op het uitbreken van de Falklandoorlog.³²⁴ In 1979 had Boskalis een overeenkomst gesloten met Gas del Estado, een Argentijns staatsbedrijf, voor de aanleg van gasleidingen. Ter uitvoering van dit project werd de dochtermaatschappij Cogasco opgericht. Toen in 1982 de Falklandoorlog uitbrak, kregen de Argentijnen te kampen met betalingsmoeilijkheden, hetgeen bijdroeg aan het financieel debacle binnen Boskalis. Daarnaast deed het gerucht de ronde dat sprake zou zijn geweest van onderlinge rivaliteit tussen de afgevaardigden van de verschillende concerndivisies binnen de raad van bestuur van Boskalis. De jaarcijfers over 1983 zagen er dermate slecht uit dat gevreesd werd voor de reacties van de banken. In een poging de kalmte onder de financiers te bewaren werd op 14 september door Boskalis tezamen met de publicatie van de halfjaarcijfers een *standstill request* verstuurd naar de banken waarin hen werd verzocht de hun toekomstige rechten vooralsnog niet op te eisen. Voorts werd medegedeeld dat aan McKinsey de opdracht was gegeven tot het instellen van een onderzoek naar de levensvatbaarheid van het concern en de herstructureringsmogelijkheden.³²⁵ Tijdens het onderzoek kwam de omvang en de complexiteit van het financieel debacle binnen Boskalis aan het licht. Er bleek door een grote variëteit van zowel nationale als internationale banken krediet te zijn verstrekt. In totaal zouden hierbij minimaal 52

³²³ Zie over de rol van bestuursvoorzitter Hans Kraaijeveld van Hemert bij Boskalis destijds Terlingen 2000.

³²⁴ Zie naar aanleiding van de moeilijkheden destijds het interview van J. Terlingen met bestuursvoorzitter J. Kraaijeveld van Hemert; Terlingen 1988, p. 3; Terlingen 2000, p. 183 e.v.

³²⁵ Terlingen 2000, p. 194.

banken betrokken zijn geweest.³²⁶ Talrijke financiële kruisverbanden waren samengebracht in een interne bank, 'Boskalis Westminster Intergroup BV' (BWIG). Bovendien waren de verschillende divisies verdeeld over een groot aantal subholdings waardoor de juridische structuur binnen het concern alles behalve overzichtelijk was. In 1984 waren de verliezen zo hoog opgelopen dat een vergaande herstructurering van het concern het enige redmiddel leek. De voorbereidingen voor een reddingsplan waren in volle gang. In maart 1985 werd door de banken een *memorandum of understanding* over het *bank support program for Boskalis* uitgevaardigd. Dit memorandum was bedoeld om het Boskalis-management de mogelijkheid te bieden de noodzakelijke herstructureringen door te voeren. Het document vormde een *code of conduct* voor de banken waarin door deze onder meer werd aangegeven onder welke voorwaarden zij bereid waren hun vorderingen voorlopig niet op te eisen. Het grote aantal kredietverleners dat bij deze operatie betrokken was, maakte de situatie uitermate explosief. Ieder van hen had het immers in zijn macht om, met een opeisbare vordering in de hand, het faillissement van hun debiteur aan te vragen,³²⁷ waardoor de reorganisatiepoging zou worden getorpedeerd. In het kader van de reddingsoperatie werd het concern, al naar gelang de activiteiten, onderverdeeld in *Building Blocks*. Deze *Building Blocks* waren: Boskalis Holding, Intergroup, Dredging, Nacap (pijpleidingen), Cogasco, Construction en Nigeria. De banken werden dienovereenkomstig onderverdeeld in subsyndicaten, al naar gelang het *Building Block* waartoe de vennootschap die als hun oorspronkelijke debiteur kon worden aangemerkt, behoorde. Verder werd voorzien in het instellen van een zogenaamd *Coordinating Committee* dat in stond voor de belangenbehartiging van de verschillende banken in de onderhandelingen met Boskalis. In april 1985 verscheen het definitieve McKinsey rapport waaruit bleek dat het concern zich in de toekomst uitsluitend diende toe te spitsen op haar oorspronkelijke activiteit, baggeren. Daarnaast bleek dat de banken gebaat zouden zijn bij een rustige liquidatie van de overige, niet meer levensvatbare, concernonderdelen, te weten de bouw- en pijpendivisie. De aanbevelingen uit het McKinsey rapport werden opgevolgd en in samenwerking met de banken werd ten behoeve van Koninklijke Boskalis Westminster NV een reddingsoperatie op poten gezet.

5.2.2. De reddingspoging

De reorganisatie van het Boskalis-concern werd gefaseerd doorgevoerd. In de eerste plaats werd de groep intern gereorganiseerd waarna vervolgens het zogenaamde *Debt Restructuring Plan* tot uitvoering werd gebracht. Dit plan omvatte een gecompliceerde reorganisatie strekkende tot een vergaande sanering van de onderneming.

³²⁶ Tijdens de reddingsoperatie werd dit bankenconsortium geleid door de Amro, ABN en NIB; zie Terlingen 2000, p. 203.

³²⁷ Ervan uitgaande dat voldaan kan worden aan de vereisten van Art. 1 FW. De schuldenaar dient op grond daarvan in de toestand te verkeren dat hij heeft opgehouden te betalen. Gezien de financiële moeilijkheden destijds is aannemelijk dat hiervan sprake was.

5.2.2.1. De interne reorganisatie

Om te beginnen werd binnen het concern een hergroepering doorgevoerd waarbij alle onderdelen van de baggerdivisie onder eenzelfde subholding (Royal Boskalis Westminster NV) werden geplaatst terwijl alle te liquideren bedrijfsonderdelen onder een andere subholding (Boskalis Westminster Nederland) werden afgezonderd. Teneinde deze hergroepering tot stand te brengen werd een aantal gecompliceerde transacties op touw gezet. In de eerste plaats werd het belang dat dochteronderneming Boskalis Westminster Nederland in baggermaatschappij Boskalis BV had, overgedragen aan een door Royal Boskalis Westminster (RBW) en Boskalis Westminster Nederland (BWN) gezamenlijk op te richten houdstervennootschap, Boskalis Westminster Dredging (BWD). Beide vennootschappen kregen daarbij aandelen in het kapitaal van BWD.

Vervolgens droeg BWN haar aandelen in het kapitaal van BWD over aan RBW. RBW verkocht de door haar gehouden aandelen in een groot aantal niet-bagger dochters aan BWN terwijl laatstgenoemde zich ertoe verplichtte een aantal in de overeenkomst nader gepreciseerde contractuele rechten en plichten van RBW over te nemen. RBW droeg voorts 40% van de aandelen in Westminster Dredging (Nigeria) Ltd over aan BWN. Laatstgenoemde vennootschap kende RBW vervolgens een optie ter verkrijging van het 'beneficial ownership' van de aandelen in Westminster Dredging (Nigeria) Ltd toe. Bovengenoemde transacties werden voldaan door middel van verrekening van de uit de overeenkomst voor BWN en RBW wederzijds voortvloeiende verplichtingen. Het resterende bedrag vormde een intercompany claim tussen RBW en BWN. HBU en AMRO stelden de baggerdivisie een garantiefaciliteit ter beschikking waardoor deze in staat bleef op nieuwe werken in te schrijven. De financiële kruisverbanden werden doorbroken door saldering van de rekening-courant verhoudingen tussen de baggerdivisie en de overige concernonderdelen tot een relatief kleine vordering van de baggerdivisie op de interne bank. Na de interne hergroepering zag de concernstructuur er als volgt uit:

5.2.2.2. Het 'Debt Restructuring Plan'

De interne herstructurering maakte het mogelijk een scheidingswal op te trekken tussen de zieke concernonderdelen enerzijds en de gezonde onderdelen anderzijds. Teneinde dit te bereiken werd door het bestuur van RBW samen met de banken het zogenaamde *Debt Restructuring Plan* opgesteld. Op basis van dit plan diende een ontvlechting plaats te vinden tussen de baggerdivisie enerzijds en de te liquideren bouw- en pijpendivisie anderzijds. Aan de ontvlechting werd als volgt gestalte gegeven:

1. Buiten het concern werd een stichting in het leven geroepen. Deze stichting kreeg de naam Stichting Creditor Support (SCS).³²⁸ De taak van SCS bestond uit het stelselmatig liquideren van de aan haar overgedragen activa ten behoeve van de banken. Royal Boskalis Westminster (RBW) droeg nagenoeg al haar activa, met uitzondering van haar aandelen in de baggerdivisie (BWdredging) en twee vorderingen op dochters van BWdredging, over aan de stichting.
2. De banken droegen eveneens al hun vordering op RBW, zowel voorwaardelijke als onvoorwaardelijke, over aan de stichting.
3. In ruil daarvoor ontvingen zij participaties in de activa van de stichting. Daartoe werden door de stichting twee verschillende soorten participaties uitgegeven, participaties in trustfund A en in trustfund B.

³²⁸ Bij de bespreking van de sterfhuisconstructie bij Ogem, wees ik reeds op de voordelen maar ook op de risico's van het gebruik van een stichting bij deze vormen van herstructurering.

4. De nominale waarde van de uitstaande RBW-aandelen werd gehalveerd.
5. De stichting verleende RBW vervolgens finale kwijting van alle aan haar overgedragen vorderingen op RBW in ruil voor de uitgifte door RBW van cumulatief preferente aandelen RBW aan de stichting. SCS verkreeg hierdoor een 76%-belang in het aandelenkapitaal van het baggerbedrijf. Daarnaast ontving SCS van RBW het aandeel A, op grond waarvan de stichting aanspraak kon maken op een aantal bijzondere zeggenschapsrechten ten aanzien van investeringen. Bovendien kreeg zij inspraak in de benoeming van de raad van bestuur en de raad van commissarissen van de baggerpoot.
6. Tot slot zette de achtergestelde crediteuren van RBW hun vorderingen om in cumulatief preferente aandelen in het aandelenkapitaal van RBW.

Bezien wij de reorganisatie nader, dan vonden over en weer de volgende transacties plaats. In ruil voor de overdracht van hun vorderingen op RBW aan de stichting ontvingen de banken participatiebewijzen in trustfund A en B. De overdracht door RBW van activa aan SCS vond plaats tegen verrekening van de door de banken aan SCS overgedragen vorderingen op RBW. RBW gaf ten behoeve van SCS cumulatief preferente aandelen en het aandeel A uit. Deze aandelen werden eveneens volgestort door verrekening van de op SCS rustende inbrengverplichting met de door de banken aan haar overgedragen vorderingen op RBW. Partijen kwamen voorts overeen dat indien en voor zover de liquidatieopbrengsten van voornoemde activa het bedrag van f 250.000.000 zouden overschrijden, het meerdere aan RBW zou worden uitgekeerd. Teneinde beide concernonderdelen (de baggeractiviteiten enerzijds en de bouw - en pijpendivisie anderzijds) volledig van elkaar los te koppelen deden RBW en BWN afstand van alle mogelijke wederzijdse vorderingen. Eenzelfde afspraak werd gemaakt door RBW en BWIG. De activa van de stichting werden beheerst in twee verschillende trustfunds. In trustfund A waren alle door RBW aan SCS overgedragen activa ondergebracht, trustfund B omvatte de door SCS gehouden cumulatief preferente aandelen RBW. De banken ontvingen participatiebewijzen in beide trustfunds. De deelnemende banken konden in verschillende categorieën worden onderverdeeld. In de eerste plaats werden participatiebewijzen uitgegeven aan banken die een rechtstreekse vordering hadden op RBW, Zwitserse obligatiehouders en BWIG (bank)schuldeisers. Daarnaast waren er banken met een vordering op een BWN-dochter waarvoor door RBW garanties waren afgegeven. Deze vormden de zogenaamde *indirect RBW creditors*. Voorts werden participaties gereserveerd voor voorwaardelijke vordering op een BWN-dochter waarvoor door RBW een garantie was afgegeven. Hierbij dient te worden opgemerkt dat het steeds ging om crediteuren met een niet-achtergestelde vordering op RBW. De achtergestelde vennootschapscrediteuren hadden immers hun vorderingen rechtstreeks omgezet in aandelenkapitaal RBW en participeerden derhalve niet in de stichting. De bankcrediteuren van de baggerdivisie en van het Nigeria Building Block droegen evenmin hun vorderingen over aan SCS. Voor de bankcrediteuren van de baggerdivisie gold dat zij deze divisie bleven ondersteunen op basis van een nieuwe overeenkomst terwijl met de bankcrediteuren van het Nigeria Building Block een

afwijkende regeling werd overeengekomen. Schematisch weergegeven zag het samenstel van transacties er als volgt uit:

5.2.3. Het resultaat, de heropleving en de verdere afwikkeling

Het resultaat van de doorvoering van het 'Debt Restructuring Plan' was dat de banken indirect deelnamen in het kapitaal van het gezonde concernonderdeel en verder recht hadden op een deel van de liquidatiewaarde van de ongezonde delen. RBW werd door de reddingsoperatie 100% aandeelhouder van de baggerdivisie. Het bestaande fiscale verlies ging door deze constructie niet verloren en kon in de toekomst worden afgezet tegen eventuele winsten van de baggeraar. Ook de naam Boskalis bleef behouden. De baggerdivisie was in staat haar werkzaamheden te continueren en zag daarenboven de mogelijkheid haar vloot uit te breiden, zo werden in 1985 en 1988 Breejenbout en Zanen Verstoep NV door RBW overgenomen. De reddingsoperatie was met name voor wat betreft de baggerdivisie succesvol. Twintig jaar na de reorganisatie heeft Boskalis nog steeds te gelden als een belangrijke speler op de internationale baggermarkt.

Na het doorvoeren van de reorganisatie zagen de onderlinge verbanden er als volgt uit:³²⁹

³²⁹ De schema's zijn ontleend aan de gegevens uit het *Boskalis*-dossier en gedeeltelijk hieruit overgenomen, zoals onder meer opgenomen in het *(outline) debt restructuring plan for Boskalis*.

Voor wat betreft BWN, werd na de reorganisatie een naamswijziging doorgevoerd. BWN alsmede al diens dochtervennootschappen waarvan de namen refereerden aan Boskalis Westminster, werden omgedoopt in Alnira. In de jaren na 1986 werden de niet-baggeractiviteiten door de stichting stapsgewijs geliquideerd. Zo werd bijvoorbeeld in juni 1987 de gastransportleiding (Cogasco) door Alnira BV overgedragen aan de Argentijnse overheid. Voorts werden de Nigeriaanse baggeractiviteiten van Alnira BV overgenomen door RBW terwijl de Nigeriaanse bouwactiviteiten gedurende datzelfde jaar grotendeels zijn afgebouwd. In 1987 worden vier dochtervennootschappen van Alnira BV verkocht terwijl een aantal andere vennootschappen in liquidatie traden. De opbrengsten van deze liquidatie kwamen ten goede aan de houders van participatiebewijzen A. In 1993 werd ten behoeve van Alnira BV een herstructureringsplan opgesteld. Dit herstructureringsplan had ten doel het in Alnira BV aanwezige fiscaal compensabele verlies ten behoeve van de participanten in trustfund A te benutten.³³⁰ Naast het liquideren van Alnira had de stichting tot taak het beheren van de cumulatief preferente aandelen in RBW. De hieruit ontstane

³³⁰ Ik ga niet verder in op deze herstructurering en de wijze waarop het fiscaal compensabele verlies werd gebruikt.

opbrengsten kwamen ten goede aan de houders van participatiebewijzen B. In 1989 werd door de Boskalis Investor Group een bod gedaan op alle door trustfund B gehouden aandelen RBW. In 1993 werd een laatste uitkering gedaan uit trustfund B. SCS beëindigde in dat jaar haar taken ten aanzien van dit trustfund. In 1996 was het fiscale verlies van Alnira BV voor zover mogelijk benut. Er liep echter nog een aantal juridische procedures ten gevolge waarvan trustfund A nog gedurende een aantal jaren gehandhaafd bleef. De laatste uitdeling aan de participanten van trustfund A was voorzien op 31 juli 2000, hetgeen ook meteen het einde van de stichting creditor support inluidde. In 2001 ging de stichting in liquidatie en werd vervolgens ontbonden.

5.3. *Gevolgen van de toepassing van de omgekeerde sterfhuisconstructie*

5.3.1. Concurrente crediteuren

De crediteuren van de gezonde concernvennootschappen komen ook bij de toepassing van een omgekeerde sterfhuisconstructie ongeschonden uit de strijd. Dankzij het optuigen van deze constructie blijft de holding met daaronder de gezonde dochtervennootschappen in stand. Bovendien wordt de schuldenpositie ten gevolge van de omzetting van de vorderingen van de bank in aandelenkapitaal aanzienlijk gereduceerd. De crediteuren van de vennootschappen die naar het sterfhuis worden overgeheveld, hebben daarentegen minder geluk. Zij zijn voor de voldoening van hun vordering aangewezen op hetgeen bij de liquidatie van deze vennootschappen voor hen overblijft. Daarbij dient te worden opgemerkt dat de concurrente crediteuren in het faillissement van deze vennootschappen een lagere rangorde hebben dan de banken die op grond van de in het verleden verworven zekerheden doorgaans een preferente positie innemen. De in het verleden afgegeven 403-verklaring leidt tot hoofdelijke aansprakelijkheid van de moedermaatschappij voor de schulden van, onder meer, de slechte dochtervennootschappen. Deze hoofdelijke aansprakelijkheid loopt in beginsel ook na het uitvaren van de slechte dochters door voor zover het schulden betreft die voortvloeien uit rechtshandelingen die vóór de uitvaart door de dochtervennootschappen zijn verricht. Zelfs wanneer de 403-verklaring door de moeder is ingetrokken, blijft de hoofdelijke aansprakelijkheid voor die schulden bestaan. Dit is slechts anders indien aan de vereisten van Artikel 2:404 lid 3 BW is voldaan. De hoofdelijke aansprakelijkheid van de moeder voor schulden van de niet rendabele dochters die hun oorsprong vinden in rechtshandelingen die voor het intrekken van de 403-verklaring zijn verricht wordt slechts beëindigd indien – voor zover hier van belang – de rechtspersoon niet meer tot de groep behoort. Dit is bij de omgekeerde sterfhuisconstructie het geval aangezien de verlieslatende vennootschappen buiten het concern worden geplaatst. Daarnaast dient de mededeling tot het voornemen van beëindiging ten minste twee maanden bij het handelsregister ter inzage te hebben gelegen.³³¹ Voor zover aan deze vereisten niet

³³¹ Voorts moeten ten minste twee maanden zijn verlopen na de aankondiging in een landelijk verspreid dagblad en mag er geen sprake zijn van verzet door de schuldeiser tegen het voornemen van beëindiging. Zie Art. 2:404 lid 3 BW.

is voldaan, is de holding derhalve hoofdelijk aansprakelijk voor schulden van de slechte dochters die voortvloeien uit rechtshandelingen die voor het uitvaren van de dochtervennootschappen en voor de intrekking van de 403-verklaring zijn verricht. Anders dan bij de sterfhuisconstructie kan hier echter moeilijk worden volgehouden dat de crediteuren worden benadeeld door het laten uitvaren van de dochtervennootschappen. Bij de omgekeerde sterfhuisconstructie zijn het immers de niet rendabele vennootschappen die buiten het concern worden geplaatst. De waarde van de aandelen in deze vennootschappen zal erg laag zijn.

5.3.2. Aandeelhouders

Toepassing van de omgekeerde sterfhuisconstructie heeft voor de oude aandeelhouders van de holding weinig negatieve consequenties. De rendabele concernonderdelen blijven deel uitmaken van het concern. De aandeelhouders van de holding profiteren derhalve indirect mee van de toekomstige winsten van deze concernonderdelen. De geslaagde herstructurering bij Boskalis had voor wat betreft de aandeelhouders dan ook een positievere afloop dan de reddingspoging bij Ogem waar de resterende waarde uiteindelijk kwam 'klem' te zitten in een stichting. Door de getroffen herstructureringsmaatregelen participeren de aandeelhouders in een concern dat ontdaan is van zijn verlieslatende bedrijfsactiviteiten en uitsluitend is opgebouwd uit gezonde dochtervennootschappen. Wederom dient dit voordeel enigszins te worden gerelativeerd. De participatie van de banken in het aandelenkapitaal van de oude holding en de daarmee gepaard gaande afstempeling van de oude aandelen doet immers het belang van de bestaande aandeelhouders in die holding verwateren.

5.3.3. Banken

Hetgeen bij de bespreking van de sterfhuisconstructie is gezegd ten aanzien van de machtspositie van de banken, is hier van overeenkomstige toepassing. Ook bij de omgekeerde sterfhuisconstructie is medewerking van de banken noodzakelijk. De banken zullen genoeg moeten nemen met de liquidatieopbrengst van de verlieslatende vennootschappen. Wel verwerven zij door middel van het omzetten van hun vorderingen in aandelenkapitaal een belang in de holding en derhalve indirect in de rendabele concernonderdelen. In de *Boskalis*-casus kregen de banken uiteindelijk een groot percentage van hun vorderingen voldaan.

6. De drie constructies vergeleken

Maken we de balans op, dan zien we dat het vooral de aandeelhouders en de crediteuren zijn die de grootste offers moeten brengen teneinde de reddingsoperatie te laten slagen. De grootte van die offers is afhankelijk van de gekozen reorganisatie en de wijze waarop deze is opgezet. De sterfhuisconstructie kan als meest vergaan-

de reorganisatiemodaliteit worden aangemerkt.³³² Deze constructie heeft veel weg van een orgaandonatie. De nog levensvatbare delen worden buiten het tot sterven gedoemde lichaam geplaatst. Een sterfhuisconstructie kan worden toegepast wanneer een concern als geheel in financiële moeilijkheden verkeert doordat het aantal zieke concernonderdelen de gezonde kern overstijgt. Toepassing van de ziekenhuisconstructie kan daarentegen worden overwogen wanneer de verwachting bestaat dat na herfinanciering van het concern en sanering van de verlieslatende bedrijfsactiviteiten wederom op een rendabele manier aan het economisch verkeer kan worden deelgenomen. De ziekenhuisconstructie is gericht op herfinanciering van de gezonde vennootschappen onder gelijktijdige sanering van de zieke onderdelen. De sterfhuis- en de omgekeerde sterfhuisconstructie beogen veeleer een afscherming van de winstgevende onderdelen en de liquidatie van de ongezonde tak te bewerkstelligen. Bij de ziekenhuisconstructie bestaat daarentegen nog de kans dat door de getroffen maatregelen en de herfinanciering van het concern een aantal vennootschappen die voor het opzetten van het ziekenhuis als verlieslatend dienden te worden aangemerkt, wederom op rendabele basis kunnen worden geëxploiteerd. Toepassing van de omgekeerde sterfhuisconstructie is aangewezen wanneer de financiële problemen bij een klein aantal dochtervennootschappen de continuïteit van het gehele concern inclusief de topholding op het spel zetten. Het belangrijkste verschil tussen de drie constructies is dat bij de ziekenhuis- en omgekeerde sterfhuisconstructie de rendabele onderdelen niet buiten het concern worden geplaatst. Dit heeft belangrijke gevolgen voor de positie van de aandeelhouders van de holding. Deze blijven indirect participeren in de rendabele concernonderdelen. Zij hebben daarbij wel een verwatering van hun belang te duchten. De belangen van de crediteuren van de concernmoeder worden eveneens beter gewaarborgd wanneer de rendabele onderdelen niet buiten de groep worden geplaatst. Bij de sterfhuisconstructie blijven de aandeelhouders daarentegen in het sterfhuis achter. Het zijn met name de concurrente crediteuren van de niet rendabele onderdelen die als grootste verliezers uit de strijd komen. In tijden van economische voorspoed wordt de nadruk gelegd op het concernverband, hetgeen jegens de crediteuren een schijn van verhaalsuitbreiding creëert. Door de ontvlechting waarmee de reddingsoperatie gepaard gaat, valt die eenheid uit elkaar. Een moedervernootschap kan op verschillende gronden aansprakelijk zijn voor de schulden van de dochtervennootschap. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan de hoofdelijke aansprakelijkheid die voortvloeit uit de afgifte van een 403-verklaring. De verkoop van de gezonde onderdelen, die doorgaans plaatsvindt ten gunste van de bank, kan tot een benadeling van de concurrente crediteuren leiden.³³³ Aan de concernmoeder worden op die manier vermogensbestanddelen onttrokken waardoor de verhaalsmogelijkheden voor crediteuren afnemen. De crediteuren blijven daardoor achter met een onverhaalbare vordering op de concernmoeder. Daartegen kan worden ingebracht dat door de voldoening van een gedeelte van de bij de banken bestaande concernschuld, de passiva worden teruggedrongen. Desalniettemin hebben de crediteuren

³³² Zie voor een vergelijking tussen de sterfhuis- en ziekenhuisconstructie en de juridische splitting Slagter 2000, p. 88-89.

³³³ Ik heb erop gewezen dat teneinde aan de nadelige gevolgen tegemoet te komen, eventueel verrekeningsclausules kunnen worden opgenomen.

van de niet rendabele vennootschappen een bittere pil te slikken. De belangrijkste verdienste van de drie constructies is dat arbeidsplaatsen, kapitaal en knowhow bewaard blijven die zonder een dergelijke reddingsoperatie naar alle waarschijnlijkheid voor een groot deel verloren zouden zijn gegaan. De rendabele concernonderdelen worden tijdig gesepareerd waardoor deze desgewenst als *going concern* kunnen worden verkocht en de waardedaling beperkt blijft. In het verleden werd vooral het behoud van werkgelegenheid benadrukt teneinde het doorvoeren van een sterfhuisconstructie en de negatieve consequenties daarvan vooral voor de crediteuren van het sterfhuis te rechtvaardigen. De banken beschikken, ten gevolge van de in het verleden bedongen zekerheden, over een feitelijke machtspositie die hen in staat stelt de regie over de reddingsoperatie te voeren. Medewerking van de banken is derhalve bij het opzetten van de reddingsoperatie onontbeerlijk.³³⁴ De beschreven reddingsoperaties worden doorgaans opgezet in onderlinge samenwerking tussen het bestuur en de banken. De aandeelhouders hebben in dat proces weinig inspraak. Het is bovendien doorgaans de concernleiding die binnen het groepsverband de lakens uitdeelt. Van alle belanghebbenden zijn de banken het best in staat hun eigen belangen veilig te stellen. In het verleden is de sterfhuisconstructie in het kader daarvan wel eens betiteld als '(...) een manipulatie met rechtspersonen en aandelen om banken in de gelegenheid te stellen hun vorderingen zoveel mogelijk te beveiligen'.³³⁵ Men mag echter niet uit het oog verliezen dat het opzetten van de besproken constructies ook voor de banken een aantal risico's inhoudt. Zij moeten de gezonde vennootschappen uit de in het verleden aangegane hoofdelijke aansprakelijkheid ontslaan en zijn voor de voldoening van hun vorderingen bijvoorbeeld doorgaans mede afhankelijk van de toekomstige bedrijfsresultaten van de gezonde vennootschappen.

7. Bevindingen

In dit onderdeel werd nader ingegaan op een aantal materiële gevolgen van de financiële crisis binnen een onderneming. Daarbij werd niet louter aandacht besteed aan de positie van de aandeelhouders maar kwamen ook de belangen van een aantal andere bij de reorganisatie betrokkenen aan bod. De keuze voor een bepaalde reorganisatievorm is sterk afhankelijk van de omstandigheden van het geval. De sterfhuis-, ziekenhuis- en de omgekeerde sterfhuisconstructie zijn reddingsoperaties die zich in de praktijk hebben ontwikkeld en geen vast scenario kennen. Ik heb slechts de grootste gemene deler van deze reddingsoperaties geschetst. De gevolgen van de reorganisatie zijn afhankelijk van de gekozen reddingsoperatie en de wijze waarop die is opgezet. Desalniettemin zijn het doorgaans de crediteuren die de kosten moeten dragen. De ziekenhuis- en omgekeerde sterfhuisconstructie leiden in beginsel niet tot een waardevermindering voor de aandeelhouders. De herfinanciering

³³⁴ De medewerking van de overige crediteuren is eveneens wenselijk en zal de slagingskansen van de reddingsoperatie vergroten. Ik heb in dit verband reeds gewezen op het arrest inzake *Juno Properties* waar de Hoge Raad van mening was dat voor de rechtmatigheid en aanvaardbaarheid van een sterfhuisconstructie overleg met en instemming van de voornaamste crediteuren vereist is. Zie HR 26 oktober 2001, *NJ* 2002/94. Zie hierover nader hoofdstuk 4.

³³⁵ Zie Slagter 1983 I, p. 29.

ring zal doorgaans echter wel hun belang doen verwateren. De oude aandeelhouders van een sterfhuisconstructie blijven daarentegen met een participatie in een nagenoeg waardeloze vennootschap achter. De positie van de belanghebbenden bij een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap wordt niet alleen bepaald door de (mogelijke) materiële gevolgen van een eventuele reorganisatie maar eveneens door hun invloed op de totstandkoming daarvan. We hebben gezien dat de besproken reddingsoperaties doorgaans door het bestuur in nauwe samenwerking met de banken worden geëntameerd. In het volgende onderdeel wordt nader ingegaan op de besluitvorming binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap.

DEEL II

DE PRELIMINAIRE FASE

DE (VENNOOTSCHAPPELIJKE) BESLUITVORMING IN CRISISTIJD

1. Inleiding

In hoofdstuk 2 werd de aandeelhouder vanuit theoretisch oogpunt getypeerd als een geschikte belangenbewaker binnen de vennootschappelijke orde. Dit model wordt onder meer vervuld door het intreden van financiële moeilijkheden. De beperkte aansprakelijkheid biedt de vennootschappelijke zeggenschaphouders de mogelijkheid om de risico's van het ondernemerschap op de crediteuren af te wettelen. Bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap hebben veelal de neiging om in een laatste reddingspoging risicovol te ondernemen. De beperkte aansprakelijkheid zorgt ervoor dat de aandeelhouders worden beschermd tegen het verder oplopen van de verliezen. Aangezien de waarde van het aandelenpakket ten gevolge van de financiële problemen in beginsel is gedevalueerd en het continueren van de activiteiten geen bijkomende risico's met zich brengt, zullen de aandeelhouders niet snel geneigd zijn de spreekwoordelijke stekker uit de vennootschap te trekken. Het risico van het (ongewijzigd) continueren van de bedrijfsactiviteiten en de vennootschap waarin deze zijn ondergebracht, ligt bij de vennootschapscrediteuren. Het voortzetten van de vennootschap geschiedt in dergelijke omstandigheden niet langer ten koste van het risicodragend kapitaal maar komt voor rekening van de crediteuren die het insolventierisico dragen.³³⁶ Het onderkennen van de financiële moeilijkheden door de vennootschappelijke zeggenschaphouders en een tijdige besluitvorming ten aanzien van de (eventueel) te nemen maatregelen is daarom in de eerste plaats in het belang van de crediteuren. Daarnaast kan ook de vennootschap zelf gebaat zijn bij een tijdige besluitvorming. Niet ondenkbaar is dat, wanneer tijdig op de (naderende) financiële moeilijkheden wordt ingespeeld, de overlevingskansen van de onderneming dan wel een gedeelte daarvan toenemen. Of de belangen van de crediteuren, en andere belanghebbenden daadwerkelijk worden gediend, zal onder meer afhangen van de te nemen maatregelen. Dat de crediteuren de grote verliezers zijn, wanneer een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid in financiële moeilijkheden terecht komt, bleek ook uit de bespreking van de gevolgen van een eventueel met die financiële moeilijkheden

³³⁶ Zie hierover hoofdstuk 2, paragraaf 4.

van de vennootschap gepaard gaande reorganisatie voor de belangrijkste betrokkenen zoals die werden beschreven in het vorige hoofdstuk.

In het vorige deel werd een aantal potentiële reorganisatiemethoden in kaart gebracht. Daarbij werd ingegaan op de mogelijke gevolgen van de gekozen reorganisatievorm voor de verschillende bij de vennootschap/onderneming betrokken belanghebbenden. Geconstateerd werd dat de positie van de verschillende betrokkenen bij de reorganisatie mede wordt bepaald door de invloed die zij op de daaraan ten grondslag liggende besluitvorming kunnen uitoefenen. Exemplarisch is in dit verband de positie van de banken. Deze kredietverschaffers bevinden zich doorgaans in een feitelijke machtspositie die hen in staat stelt over het voorgenomen reorganisatiescenario de regie te voeren. De in het vorige hoofdstuk beschreven reddingsoperaties komen doorgaans tot stand na onderonsjes tussen het bestuur en de banken. De aandeelhouders hebben doorgaans een verwatering van hun belang te duchten terwijl zij vrijwel geheel buiten de besluitvorming worden gehouden. In dit hoofdstuk staat de zogenaamde preliminaire fase centraal. Deze fase werd in hoofdstuk 1 aangeduid als de situatie waarin de financiële staat waarin de vennootschap verkeert, noopt tot het nemen van een besluit omtrent de toekomst daarvan. Gaan we uit van de hypothese dat omtrent het al dan niet (in gewijzigde vorm) voortbestaan van de vennootschap op enig moment een beslissing dient te worden genomen, dan is de vraag tot welk soort besluiten een dergelijke crisissituatie aanleiding geeft en hoe, vanuit een normatief oogpunt, aan de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van een dergelijke besluitvorming gestalte zou moeten worden gegeven. In dit hoofdstuk worden in de eerste plaats de verschillende vennootschapsorganen en de onderlinge bevoegdheidsverdeling tussen deze organen naar geldend recht in kaart gebracht. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de bevoegdheidsverdeling in (financiële) crisissituaties. In de eerste plaats wordt daarbij ingegaan op de feitelijke bevoegdheidsverdeling en de machtsverhoudingen tijdens reddingsoperaties. In de tweede plaats wordt gezocht naar een manier waarop aan de bevoegdheidsverdeling in crisissituaties het best gestalte kan worden gegeven opdat daarin de gedachte die aan de bevoegdheidsverdeling in Boek 2 BW ten grondslag ligt zou worden gereflecteerd en het best tegemoet wordt gekomen aan de belangen van de verschillende betrokkenen bij (financiële) crisissituaties. Nagegaan wordt in hoeverre daarbij ruimte is voor een versterkte rol van de aandeelhouders. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een evaluatie van deze bevoegdheidsverdeling in de preliminaire fase.

2. De bevoegdheidsverdeling krachtens het wettelijke systeem

2.1. *De organen van de vennootschap*

In hoofdstuk 2 werd reeds ingegaan op de vennootschappelijke verhoudingen. Daarbij werd gewezen op de duale structuur die kapitaalvennootschappen kenmerkt. Iedere vennootschap beschikt over minstens twee organen die een belangrijke positie kunnen innemen voor wat betreft de besluitvorming in (financiële) crisistijd, te weten de algemene vergadering van aandeelhouders en het bestuur. De aandeelhoudersvergadering en het bestuur werden gekenschetst als de belangrijkste

vennootschappelijke zeggenschaphouders. Aan deze duale structuur kan een derde orgaan worden toegevoegd, de raad van commissarissen. De raad van commissarissen is belast met het houden van toezicht op het bestuur. Vennootschappen die onderworpen zijn aan het regime van de structuurregeling zijn verplicht een raad van commissarissen in te stellen. Het bevoegdhedenpakket van de commissarissen wordt in dat geval uitgebreid. Het gaat echter vrijwel steeds om bevoegdheden die een afgeleide vormen van de bevoegdheden van de aandeelhouders.³³⁷ Een niet te verwaarlozen belangenbehartiger binnen de vennootschap is de ondernemingsraad (OR). Deze kan echter, naar algemeen wordt aangenomen, niet worden aangemerkt als orgaan van de vennootschap³³⁸ en is derhalve minder relevant voor wat betreft de vennootschappelijke bevoegdheidstoedeling in crisistijd. Dit wil overigens niet zeggen dat de OR in dergelijke situaties geen rol zou spelen. Ondanks het feit dat de ondernemingsraad niet kan worden aangemerkt als orgaan van de vennootschap, komt deze onder omstandigheden ten aanzien van bepaalde besluiten een adviesdan wel een instemmingsrecht toe.³³⁹ Artikel 25 WOR biedt onder meer een wettelijke basis voor een adviesrecht van de ondernemingsraad ten aanzien van een aantal besluiten met ingrijpende gevolgen voor werknemers. Op basis van deze bepaling kan de ondernemingsraad een adviesrecht toekomen in zogenaamde sterfhuisgevallen.³⁴⁰ In het hiernavolgende wordt de bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschapsorganen krachtens het wettelijke systeem besproken. Op die manier wordt een antwoord gegeven op de vraag welke vennootschappelijke spelers idealiter in de hier centraal staande besluitvorming zouden dienen te worden betrokken en op welke wijze dit dient plaats te vinden.

2.2. *De algemene vergadering van aandeelhouders*

2.2.1. *Algemeen*

Een van de belangrijkste rechten die voor een aandeelhouder uit zijn aandeelhouderschap voortvloeit, is het stemrecht. Het stemrecht, dat de aandeelhouder in de aandeelhoudersvergadering kan aanwenden, biedt hem de mogelijkheid om binnen de vennootschap bepaalde zeggenschapsrechten uit te oefenen. De aandeelhoudersvergadering vormt het forum waarbinnen dit dient te gebeuren. Ter uitoefening

³³⁷ Zie in dit verband hoofdstuk 2.

³³⁸ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 454; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 74. Hierover bestaat discussie, zie anders Slagter 2005, nr. 31. De ondernemingsraad is evenmin als zodanig opgenomen in Art. 2:78a/189a BW.

³³⁹ Art. 25 en 27 WOR.

³⁴⁰ In de praktijk blijkt de idee dat de ondernemingsraad bij het opzetten van een sterfhuisconstructie daadwerkelijk een spreekwoordelijke vinger in de pap zou hebben echter een illusie. De ondernemingsraad wordt vaak pas in een laat stadium geïnformeerd over de op handen zijnde herstructurering. Teneinde de kalmte bij de buitenwacht zo lang mogelijk te bewaren wordt het overleg in het grootste geheim gevoerd. Bovendien zullen, wil de herstructurering een kans van slagen hebben, op korte termijn beslissingen moeten worden genomen. De ondernemingsraad zal derhalve op korte termijn advies moeten uitbrengen en vaak voor vol-dongen feiten worden gesteld; zie over de positie van de OR in sterfhuissituaties onder meer Woelders & Woelders 1986, p. 53-54.

van deze zeggensmacht en ter behartiging van de belangen van de kapitaalverschafers wordt aan de aandeelhoudersvergadering een aantal bevoegdheden toegekend. Artikel 2:107/217 BW bevat een algemene bepaling ten aanzien van de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering. Volgens het bepaalde in het eerste lid van dat artikel komen aan de aandeelhoudersvergadering, binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheden toe die niet aan het bestuur of aan anderen zijn toegekend. Een concrete bevoegdheidsverdeling kan uit deze bepaling niet worden afgeleid. Op welke bevoegdheden de aandeelhoudersvergadering aanspraak kan maken, zal afhankelijk zijn van de manier waarop statutair aan de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van de overige vennootschapsorganen gestalte is gegeven.³⁴¹ De bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering kunnen daardoor statutair zowel worden uitgebreid als ingeperkt.³⁴² Artikel 2:107/217 BW kent aan de aandeelhoudersvergadering een restbevoegdheid toe die begrensd wordt door enerzijds de in de wet en anderzijds de in de statuten aan het bestuur of enig ander orgaan toegekende bevoegdheden.³⁴³ Hierbij dienen wel de door de wet gestelde grenzen in acht te worden genomen. Bevoegdheden die dwingendrechtelijk aan een bepaald orgaan zijn toegekend, kunnen deze niet statutair worden ontnomen.³⁴⁴

2.2.2. Bevoegdheden krachtens dwingend recht³⁴⁵

Boek 2 BW voorziet in een aantal concrete bevoegdheden voor de aandeelhoudersvergadering. Deze bevoegdheidstoedeling heeft haar neerslag gevonden in bepalingen van zowel dwingendrechtelijke als regelendrechtelijke aard. Dwingendrechtelijk komt de aandeelhoudersvergadering onder andere de volgende bevoegdheden toe: (1) benoeming, schorsing en ontslag van bestuurders en ten minste twee derde van de commissarissen;³⁴⁶ (2) vaststelling van de jaarrekening;³⁴⁷ (3) statutenwijziging;³⁴⁸ (4) omzetting van de vennootschap in een andere rechtsvorm;³⁴⁹ (5) ontbin-

³⁴¹ In die zin Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 203; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 254.

³⁴² Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 203.

³⁴³ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 253 e.v.

³⁴⁴ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 203; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 254.

³⁴⁵ Bij de hiernavolgende beschrijving van de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering wordt uitgegaan van een niet structuurvennootschap. Deze beschrijving is niet volledig van overeenkomstige toepassing op vennootschappen die onder het structuurregime vallen. De structuurregeling wordt gekenmerkt door de overheveling van een aantal belangrijke bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering naar de raad van commissarissen. Zie paragraaf 2.4 van dit hoofdstuk.

³⁴⁶ Art. 2:132/242, 142/252 lid 1, 134/244 en 144/254. Statutair kan worden bepaald dat ten hoogste een derde van het totale aantal commissarissen door anderen dan de AvA zal worden benoemd, zie Art. 2:143/253 BW. Wanneer de structuurregeling van toepassing is, geldt een afwijkende procedure voor de benoeming van de raad van commissarissen. De raad van commissarissen dient in dat geval een profielschets op te stellen. De benoeming geschiedt vervolgens door de aandeelhoudersvergadering op voordracht van de raad van commissarissen. Zowel de aandeelhoudersvergadering als de ondernemingsraad komt daarbij een aanbevelingsrecht toe; zie Art. 2:158/268 BW.

³⁴⁷ Art. 2:101/210 lid 3 BW.

³⁴⁸ Art. 2:121/231 lid 1 BW.

³⁴⁹ Art. 2:18 lid 2 sub a BW.

ding van de vennootschap;³⁵⁰ (6) intrekking van aandelen/vermindering van het bedrag van de aandelen;³⁵¹ (7) de bevoegdheid tot het aanwijzen van een vertegenwoordiger in geval van tegenstrijdig belang³⁵² en (8) de bevoegdheid tot het nemen van een fusie/splitsingsbesluit.³⁵³ De dwingendrechtelijke toekenning van deze bevoegdheden aan de aandeelhoudersvergadering neemt overigens niet weg dat de uitoefening van een aantal van deze bevoegdheden statutair aan beperkingen kan worden onderworpen. Zo kan bijvoorbeeld worden bepaald dat de benoeming van het bestuur of de commissarissen door de aandeelhouders dient te geschieden uit een bindende voordracht.³⁵⁴ De bevoegdheid tot statutenwijziging kan statutair worden beperkt of zelfs worden uitgesloten.³⁵⁵ De bevoegdheid tot omzetting kan evenals de bevoegdheid tot ontbinding van de vennootschap statutair worden beperkt door bijvoorbeeld in de statuten een bepaling op te nemen op grond waarvan de omzetting c.q. ontbinding slechts op voorstel van of na goedkeuring door een ander vennootschapsorgaan kan geschieden.³⁵⁶

2.2.3. Bevoegdheden krachtens regelend recht

Naast de dwingendrechtelijke bepalingen voorziet Boek 2 BW eveneens in een aantal bevoegdheidsbepalingen voor de aandeelhoudersvergadering van regelend recht.³⁵⁷ In dit verband kan worden gewezen op de bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging van bestuurders en commissarissen (Artikel 2:135/245 en 145/255 BW), de bevoegdheid tot het emitteren van aandelen (Artikel 2:96/206 lid 1 BW) en de machtiging van het bestuur tot inkoop van eigen aandelen bij de BV (Artikel 2:207 lid 2 sub d BW). Dergelijke bevoegdheden kunnen wél statutair aan een ander vennootschapsorgaan worden opgedragen. De bevoegdheid tot het vaststellen van de bezoldiging kan statutair aan een ander orgaan worden overgelaten terwijl de emissiebevoegdheid bij besluit van de aandeelhoudersvergadering of bij statuten

³⁵⁰ Art. 2:19 lid 1 sub a BW.

³⁵¹ Art. 2:99/208 lid 1 BW.

³⁵² Art. 2:146/256 BW.

³⁵³ Art. 2:317 en 334m BW. Voor wat betreft laatstgenoemde bevoegdheid dient te worden opgemerkt dat een verkrijgende vennootschap bij bestuursbesluit tot splitsing kan overgaan. Hetzelfde geldt voor de splitsende vennootschap op voorwaarde dat alle verkrijgende vennootschappen bij de splitsing opgerichte NV's en BV's zijn en de splitsende vennootschap daarvan bij de splitsing enig aandeelhouder wordt; Art. 2:334ff lid 1 BW. Volgens het bepaalde in het derde lid van Art. 2:334ff BW kunnen aandeelhouders die ten minste een twintigste van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, of een zoveel geringer bedrag als in de statuten is aangegeven, zich wel tegen het besluit verzetten. Voor de juridische fusie geldt een vergelijkbare regeling; Art. 2:331 BW.

³⁵⁴ Art. 2:133/243 lid 1 en 142/252 lid 3 BW.

³⁵⁵ Wanneer statutenwijziging statutair is uitgesloten, kan een wijziging desalniettemin worden doorgevoerd met algemene stemmen in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal is vertegenwoordigd; Art. 2:121/231 lid 1 BW.

³⁵⁶ Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 255; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 125 en 126; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 554.

³⁵⁷ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 257.

aan een ander vennootschapsorgaan kan worden toegewezen.³⁵⁸ Hetzelfde geldt bij de BV voor de bevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering om het bestuur tot de inkoop van eigen aandelen te machtigen. Ondanks de grotendeels gelijklopende regelingen, kent Boek 2 BW verder nog een aantal bevoegdheidsverschillen tussen de aandeelhoudersvergadering van een NV en die van de BV. In tegenstelling tot de regeling voor de BV, is bij de NV voor wat betreft de inkoop van eigen aandelen steeds een machtiging van de aandeelhoudersvergadering vereist.³⁵⁹ De aandeelhoudersvergadering van de NV heeft op grond van het bepaalde in Artikel 2:107a BW een goedkeuringsrecht ten aanzien van bepaalde bestuursbesluiten. Deze bepaling vloeit voort uit de wet strekkende tot aanpassing van de structuurregeling.³⁶⁰ In Artikel 2:108a BW is voor wat betreft de NV verder bepaald dat bij een sterke daling van het kapitaal de aandeelhoudersvergadering binnen de drie maanden bijeen dient te worden geroepen ter bespreking van de eventueel te nemen maatregelen.

2.3. *Het bestuur*

2.3.1. Besturen in het algemeen

De functie van het bestuur is krachtens het bepaalde in Artikel 2:129/239 BW het 'besturen van de vennootschap'. Deze bepaling zegt echter weinig over de concrete werkzaamheden die uit deze functie voor het bestuur voortvloeien. Het oude Artikel 47 K gaf de bestuurstaak als volgt weer: 'behoudens beperkingen bij de akte van oprichting, is het bestuur belast met het (...) besturen van de zaken der vennootschap, met het beheer van haar vermogen en met hare vertegenwoordiging in en buiten rechte'.³⁶¹ Deze beschrijving is door de wetgever echter verlaten en vervangen door het bepaalde in Artikel 2:129/239 BW. Tot voor kort gaf paragraaf 9 van de departementale richtlijnen 1986 nog enige aanknopingspunten ten aanzien van bovenstaande vraag. Volgens het departement diende in ieder geval tot de bestuursbevoegdheid te worden gerekend: '(...) samenwerking met en deelneming in andere rechtspersonen of vennootschappen, investeringen, benoeming en ontslag van werknemers en de vaststelling van hun arbeidsvoorwaarden'. Met de herziening van het preventief toezicht bij oprichting en wijziging van statuten van de NV en de BV is die bepaling komen te vervallen.³⁶² Desalniettemin zijn deze voorbeelden nog steeds relevant voor het invullen van de bestuurstaak.³⁶³ De wetgever geeft in de Memorie van Toelichting drie criteria voor het laten wegvallen van bepalingen

³⁵⁸ Art. 2:96/206 lid 1 BW. Bij de NV kan de emissiebevoegdheid telkens slechts voor een termijn van maximum vijf jaar aan een ander orgaan worden overgedragen. Bij de BV kan de overdracht van deze bevoegdheid aan een ander orgaan worden herroepen.

³⁵⁹ Art. 2:207 lid 2 sub d BW.

³⁶⁰ De wet van 9 juli 2004 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met aanpassing van de structuurregeling (*Stb.* 2004, 370) is op 1 oktober 2004 in werking getreden (*Stb.* 2004, 450).

³⁶¹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 290. Zie ook Löwensteyn 1959, p. 114; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231.

³⁶² Wet van 22 juni 2000, *Stb.* 2000, 283.

³⁶³ De status van de vervallen, niet in de wet opgenomen, richtlijnbevestigingen is niet geheel duidelijk. Zie in dit verband Van Solinge & Nowak 2002, p. 432-439 en Bosse 2002, p. 15-49.

uit de departementale richtlijn. Het gaat om bepalingen die enkel een herhaling zijn van de wet, de wet verduidelijken door het geven van voorbeelden of tot slot voorschriften die reeds elders in de wet zijn opgenomen. Mijns inziens kan de hiervoor aangehaalde passage gezien worden als een voorbeeld ter verduidelijking van de wet. In de Memorie van Toelichting wordt hieromtrent met zoveel woorden bepaald dat het feit dat een aantal voorbeelden niet langer in de richtlijn is opgenomen, niet af doet aan de bruikbaarheid daarvan.³⁶⁴ De precieze opdracht van het bestuur blijft echter onduidelijk. Algemeen wordt aangenomen dat ‘besturen’ in ieder geval meer omvat dan alleen het voeren van de dagelijkse leiding en het uitvoeren van besluiten van andere organen.³⁶⁵ Het bestuur geeft leiding aan de vennootschap en dient in het kader daarvan in beginsel alle werkzaamheden te verrichten die noodzakelijk zijn met het oog op het statutaire doel van de vennootschap en daar direct of indirect onder vallen.³⁶⁶ Besturen impliceert onder meer het uitstippelen van het beleid en het bepalen van de te voeren strategie. Een van de kernbevoegdheden die het bestuur in dit verband toekomt, is de dwingendrechtelijk opgedragen vertegenwoordigingsbevoegdheid.³⁶⁷ In navolging van het bepaalde in het oude Artikel 47 K wordt het beheer van het vermogen van de vennootschap eveneens tot de bestuurstaak gerekend. Het doen van investeringen, de verhuur van onroerend goed, het innen van vorderingen en het betalen van vennootschapsschulden zijn bij uitstek bestuursbeslissingen.³⁶⁸ Daarnaast is voor het bestuur een taak weggelegd ten aanzien van het intern functioneren van de vennootschap.³⁶⁹ Het bestuur dient de activiteiten van de overige vennootschapsorganen te bevorderen.³⁷⁰ Zo staat het bijvoorbeeld in voor de voorbereiding en het bijeenroepen van de algemene vergadering.³⁷¹ Verder behoort de uitvoering van besluiten die afkomstig zijn van andere organen eveneens tot de bestuurstaak.³⁷² Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het uitvoeren van een door de algemene vergadering van aandeelhouders genomen emissiebesluit.

2.3.2. In de wet nader omschreven bestuursbevoegdheden

Voor het bestuur is zowel intern, binnen de organisatiestructuur van de vennootschap, als extern, naar derden toe, een taak weggelegd. Een aantal van de bestuursbevoegdheden is met zoveel woorden in de wet verankerd. In dit verband kan onder andere worden gedacht aan de reeds genoemde vertegenwoordigingsbevoegdheid van Artikel 2:130/240 BW en de bevoegdheid tot het bijeenroepen van de aandeelhoudersvergadering. Daarnaast kan worden gewezen op de uit Artikel

³⁶⁴ Zie MvT, *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3, p. 4-5.

³⁶⁵ Zie over de bestuurstaak onder meer Löwensteyn 1959; Huizink 1989; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231; Slagter 2005, nr. 68; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 160 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 291; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

³⁶⁶ Pitlo/Löwensteyn 1994, p. 272; Slagter 2005, nr. 68; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 291.

³⁶⁷ Art. 2:130/240 BW.

³⁶⁸ Löwensteyn 1959, p. 213 e.v.

³⁶⁹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 291 e.v.

³⁷⁰ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 232.

³⁷¹ Art. 2:109/219 BW.

³⁷² Slagter 2005, nr. 68; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 291.

2:101/210 BW voortvloeiende verplichting tot het opstellen van de jaarrekening en het jaarverslag, daarmee samenhangend de in Artikel 2:10 BW neergelegde administratieplicht, de verplichting de vennootschap te doen inschrijven in het handelsregister³⁷³ en de verplichting tot het bijhouden van een aandeelhoudersregister.³⁷⁴ Het bestuur is voorts bevoegd tot het doen van aangifte van faillissement van de vennootschap. Tenzij in de statuten anders is bepaald, dient dit echter te geschieden in opdracht van de aandeelhoudersvergadering.³⁷⁵ Incidenteel worden ook buiten Boek 2 BW door bijzondere wetten aan het bestuur bepaalde additionele verplichtingen opgelegd.³⁷⁶ Zo is in de WOR bijvoorbeeld een aantal bepalingen opgenomen die de positie van het bestuur regarder.³⁷⁷

2.3.3. Beperking van de bestuursbevoegdheid

2.3.3.1. Statutaire beperkingen

Blijkens het bepaalde in Artikel 2:119/239 BW is het bestuur behoudens beperkingen volgens de statuten belast met het besturen van de vennootschap. Deze formulering impliceert dat de bestuursbevoegdheid statutair kan worden beperkt.³⁷⁸ Voorop staat dat de wettelijke grenzen daarbij in ieder geval dienen te worden gerespecteerd. Bevoegdheden die dwingendrechtelijk aan het bestuursorgaan zijn opgedragen, kunnen hem derhalve niet statutair worden ontnomen.³⁷⁹ Bij de bespreking van het statutair beperken van de bestuursbevoegdheid wordt in de literatuur een onderscheid gemaakt tussen het statutair ontnemen van bepaalde bestuursbevoegdheden en het beperken van die bevoegdheid door statutair bestuursbesluiten aan de goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan te onderwerpen.³⁸⁰ De vraag of de bevoegdheid statutair zover kan worden beperkt dat bepaalde bestuursbevoegdheden geheel aan het bestuur worden ontnomen, wordt niet op een duidelijke wijze beantwoord.³⁸¹ Onder het regime van de departementale richtlijnen werd aangenomen dat de beslissingsbevoegdheid terzake de in paragraaf 9 met zoveel woorden genoemde bestuurstaken niet aan het bestuur kunnen worden ontnomen.³⁸² Het gaat hier om: '(...) samenwerking met een deelneming in andere rechtspersonen of vennootschappen, investeringen, benoeming en ontslag van werknemers en de vaststelling van hun arbeidsvoorwaarden'. Volgens Van Solinge

³⁷³ Art. 2:69/180 BW.

³⁷⁴ Art. 2:85/194 BW; voor een opsomming van de in Boek 2 BW aan het bestuur opgedragen verplichtingen verwijs ik naar Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 232.

³⁷⁵ Art. 2:136/246 BW.

³⁷⁶ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 292.

³⁷⁷ Bijvoorbeeld de uit Art. 23 lid 4 WOR voortvloeiende verplichting tot het voeren van overleg met de ondernemingsraad.

³⁷⁸ Van Solinge 1984, p. 259 e.v.; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231; Slagter 2005, nr. 68; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 160 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 232.

³⁷⁹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300.

³⁸⁰ Van Solinge 1984, p. 260 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300.

³⁸¹ Van Solinge 1984, p. 260 e.v.; Slagter 2005, nr. 68; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300.

³⁸² Van Solinge 1984, p. 261; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300.

is niet de '(...) aard van een bepaalde aan het bestuur ontnomen bevoegdheid' relevant maar wel de '(...) cumulatie van bevoegdheden in handen van het andere orgaan (...)'.³⁸³ Ontoelaatbaar is volgens hem hetzij het opeenstapelen van vetorechten hetzij het ontnemen van beslissingsbevoegdheid aan het bestuur op een zodanige wijze dat de ruimte die daarbij voor het bestuur overblijft, geen 'besturen' meer mag heten. Löwensteyn was daarentegen van mening dat de bestuursbevoegdheid niet verder kan worden beperkt dan tot het voeren van de dagelijkse leiding.³⁸⁴ Algemeen wordt aangenomen dat de statutaire beperking van de bestuursbevoegdheid niet zover mag reiken dat daarmee de bestuursbevoegdheid wordt uitgehouden in die zin dat het bestuur niet langer in staat is om zelfstandig het beleid over de vennootschap te voeren.³⁸⁵ De statutaire bepaling op grond waarvan bepaalde bestuursbesluiten aan de goedkeuring van een vennootschapsorgaan dienen te worden onderworpen, wordt algemeen toelaatbaar geacht.³⁸⁶ Eveneens is toegestaan de bepaling dat een vennootschapsorgaan de aard van de goed te keuren besluiten vaststelt.³⁸⁷

³⁸³ Van Solinge 1984, p. 261; in zijn visie mag het bestuur van een dochtervennootschap aan verdergaande bevoegdheidsbeperkingen worden onderworpen dan het bestuur van een enkelvoudige vennootschap. De instructiebevoegdheid en instructiemacht in concernverhoudingen komt kort aan bod in hoofdstuk 6.

³⁸⁴ Löwensteyn 1959, p. 191 e.v.; voor een verdere bespreking verwijs ik naar Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300.

³⁸⁵ Van Solinge 1984, p. 259 e.v.; Huizink (Rechtspersonen), Art. 129 aant. 11; Huizink 1989, p. 30; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42. Deze algemene regel wordt afgeleid uit de eerste zin van paragraaf 9 van de departementale richtlijnen luidende: 'De statuten mogen de bestuursbevoegdheid niet aan het bestuur ontnemen'. Deze regel is na de herziening van het preventief toezicht bij oprichting en wijziging van statuten van NV en BV niet in de wet opgenomen maar heeft desalniettemin mijns inziens nog steeds gelding. In het derde lid van Art. 2:123/239 BW wordt een eveneens uit paragraaf 9 stammende bepaling opgenomen omtrent het onderwerpen van bestuursbesluiten aan de goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan. In de Memorie van Toelichting (MvT) geeft de wetgever als reden voor het opnemen van deze regel in de wet aan dat bij het wegvallen van de richtlijn, het zonder vervangende regeling mogelijk zou zijn de bestuurlijke zelfstandigheid sterk aan te tasten; MvT *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3, p. 11. Uit deze overweging kan mijns inziens worden afgeleid dat het adagium 'bestuursbevoegdheid mag nimmer aan het bestuur worden ontnomen' nog steeds gelding heeft. Reden om het niet expliciet in de wet op te nemen was dat deze regel reeds voortvloeit uit het bepaalde in het eerste lid van Art. 2:129/239 BW waar wordt gesproken over 'beperkingen volgens de statuten'. Hieruit kan worden afgeleid dat volledige ontneming van de bestuursbevoegdheid niet mogelijk is; Van Solinge & Nowak 2002, p. 432-439; Bosse 2002, p. 35 e.v. Zie over de beperking van de bestuursbevoegdheid eveneens Slagter 2005, nr. 68. In de voorstellen strekkende tot vereenvoudiging van het BV-recht is eveneens aandacht besteed aan de instructiebevoegdheid. Hierop wordt nader ingegaan in hoofdstuk 6.

³⁸⁶ Bij de herziening van de structuurregeling is een dergelijk goedkeuringsrecht voor de algemene vergadering van de NV in de wet opgenomen, zie Art. 2:107a BW.

³⁸⁷ Van Solinge 1984, p. 260 e.v.; Slagter 2005, nr. 68; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 162 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300. Deze twee toelaatbare beperkingen werden met zoveel woorden genoemd in paragraaf 9 van de departementale richtlijn. Eerstgenoemde beperking is thans opgenomen in het derde lid van Art. 2:129/239 BW. Uit de bewoordingen van deze bepaling kan worden afgeleid dat de goedkeuring niet aan een derde kan worden opgedragen. Gesproken wordt immers over goedkeuring door een orgaan van de vennootschap; *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3, p. 11 (MvT). De tweede toelaatbare beperking is

Artikel 2:107/217 en Artikel 2:129/239 in onderling verband beschouwd leidt tot de veronderstelling dat de bestuursbevoegdheid niet alleen statutair kan worden beperkt maar eveneens kan worden uitgebreid.³⁸⁸ Ook hier dienen de door de wet getrokken grenzen te worden gerespecteerd. Bevoegdheden die dwingendrechtelijk aan een bepaald vennootschapsorgaan zijn opgedragen, kunnen deze niet statutair worden ontnomen door het bestuur terzake bevoegd te verklaren.

2.3.3.2. Doelomschrijving, vennootschappelijk belang en de redelijkheid en billijkheid

Een verdere beperking van de bestuursbevoegdheid kan gevonden worden in het statutaire doel van de vennootschap.³⁸⁹ Het optreden van de vennootschap mag de grenzen van haar statutaire doel niet overschrijden. Dit werkt door in de bestuurs-taak. Aangezien de statutaire doelomschrijving bepalend is voor het handelen van de vennootschap, vormt deze eveneens een maatstaf voor de reikwijdte van de bestuursbevoegdheid. Het bestuur mag in beginsel geen handelingen verrichten of beslissingen nemen die indruisen tegen het statutaire doel of die aan de grenzen van die doelomschrijving voorbijgaan.³⁹⁰ Daarnaast zal het bestuur bij het uitoefenen van zijn taak steeds acht moeten slaan op het vennootschappelijk belang. In hoofdstuk 2 werd reeds aangegeven dat over de precieze invulling van het vennootschappelijk belang discussie bestaat. Volgens Maeijer dient hieronder te worden verstaan: '(...) het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel'.³⁹¹ Volgens het Handboek kan het vennootschappelijk belang gedefinieerd worden als: '(...) de resultante van afweging van belangen van hen die bij de vennootschappelijke werkzaamheden zijn betrokken(...)'.³⁹²

niet met zoveel woorden in de wet opgenomen. Verdedigbaar is, zoals Bosse stelt, dat deze beperking onderdeel uitmaakt van de eerstgenoemde, in Art. 2:129/239 lid 3 BW opgenomen goedkeuringsbeperking. In dat artikellid is immers bepaald dat bestuursbesluiten 'bij of krachtens statuten' aan goedkeuring kunnen worden onderworpen. 'Krachtens de statuten' impliceert volgens Bosse dat de statuten kunnen bepalen dat een vennootschapsorgaan de aard van de goed te keuren besluiten vaststelt; Bosse 2002, p. 37. Door in de statuten een goedkeuringsregeling te verankeren, wordt de beslissingsbevoegdheid niet aan het bestuur ontnomen. Het initiatief terzake de te nemen besluiten blijft bij het bestuur. Wel wordt op die manier een mogelijkheid tot inspraak van de goedkeurende instantie gecreëerd; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 300.

³⁸⁸ Zie onder meer Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 232; Slagter 2005, nr. 68; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 292; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

³⁸⁹ Löwensteyn 1959, p. 126 e.v.; Huizink 1989, p. 20; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231; Slagter 2005, nr. 68; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 291; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

³⁹⁰ Ik ga hier niet in op de vraag naar de gebondenheid van de vennootschap in geval een bestuurder de grenzen van zijn vertegenwoordigingsbevoegdheid overschrijdt.

³⁹¹ Maeijer 1964, p. 6.

³⁹² Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231. Zie voor een weergave van de discussie over de inhoud van het vennootschappelijk belang Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 293. Ik ga hier niet verder op in.

Tot slot dient door het bestuur steeds de in Artikel 2:8 BW neergelegde normen van redelijkheid en billijkheid in acht te worden genomen.³⁹³

2.4. *De raad van commissarissen*

Na een uitvoerige bespreking van de taken en bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering en het bestuur wordt hier kort ingegaan op het functioneren en de belangrijkste taken en bevoegdheden van het derde vennootschapsorgaan, de raad van commissarissen.³⁹⁴ De raad van commissarissen kan omschreven worden als de vennootschappelijke toezichthouder op en raadgever van het bestuur. Oorspronkelijk werd de raad van commissarissen ingesteld als toezichthouder op het bestuur ten behoeve van de gezamenlijke aandeelhouders.³⁹⁵ Tegenwoordig wordt de aan de raad van commissarissen opgedragen taak door de wet omschreven als het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daaruit volgt dat de raad van commissarissen bij de uitvoering van zijn taak niet enkel het aandeelhoudersbelang in acht dient te nemen maar zich moet richten naar het belang van de gehele vennootschap en de met haar verbonden onderneming.³⁹⁶ De commissarissen mogen zich bij de uitoefening van hun taak niet richten op de behartiging van individuele deelbelangen maar moeten oog hebben voor het belang van het collectief.³⁹⁷ Een aantal bevoegdheden van de raad van commissarissen is met zoveel woorden in de wet neergelegd. In dit verband kan onder meer gewezen worden op de bevoegdheid tot vertegenwoordiging bij tegenstrijdig belang³⁹⁸ en de bevoegdheid tot het schorsen van bestuurders.³⁹⁹ De commissarissen dienen eveneens, naast de bestuurders, de jaarrekening te ondertekenen.⁴⁰⁰ Naast de met zoveel woorden in de wet genoemde bevoegdheden, kunnen in de statuten van de vennootschap aanvullende bepalingen worden opgenomen omtrent de taak en de bevoegdheden van de raad.⁴⁰¹

Bij de vennootschap die onder het structuurregime valt, wordt een aantal belangrijke bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering overgeheveld naar de raad van commissarissen. Binnen een structuurvennootschap is het de raad van

³⁹³ De redelijkheid en billijkheid dient overigens krachtens het bepaalde Art. 2:8 lid 1 BW niet enkel door het bestuur maar door eenieder die bij de organisatie van de rechtspersoon betrokken is in acht te worden genomen. Zie over de redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen Koelemeijer 1999.

³⁹⁴ Ik volsta hier met een korte schets van de functie en rol van de RvC en de belangrijkste bevoegdheden. Daarbij zal niet al te diep worden ingegaan op het regime van de structuurregeling. De belangrijkste bevoegdheidsverschuivingen tussen de AvA en de RvC die de toepassing van de structuurregeling teweegbrengt, worden hier slechts kort geschetst.

³⁹⁵ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 68.

³⁹⁶ Art. 2:140/250 lid 2 BW.

³⁹⁷ Zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 343.

³⁹⁸ Art. 2: 146/256 BW, voor zover statutair niet anders is bepaald.

³⁹⁹ Art. 2:174/257, voor zover statutair niet anders is bepaald.

⁴⁰⁰ Art. 2:101/210 lid 2 BW.

⁴⁰¹ Art. 2:140/250 lid 3 BW.

commissarissen die het bestuur benoemt, schorst en ontslaat.⁴⁰² Voorts is onder het structuurregime een aantal belangrijke bestuursbesluiten onderworpen aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. Te denken valt in dit verband aan het aangaan of verbreken van een duurzame samenwerking van de vennootschap met een andere rechtspersoon, het doen van belangrijke investeringen, het voorstel tot statutenwijziging of tot ontbinding van de vennootschap, de aangifte van faillissement en de aanvraag van surséance van betaling.⁴⁰³

2.5. *Afbakening van de bevoegdheden tussen de aandeelhoudersvergadering en het bestuur*

Het duale systeem gaat uit van twee naast elkaar staande grootheden die zich dienen te houden aan de door de wet en de statuten gestelde grenzen van hun bevoegdheden.⁴⁰⁴ De statuten kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een orgaan van de vennootschap die de algemene lijnen van het te voeren beleid op een nader in de statuten aangegeven terrein betreffen.⁴⁰⁵ Hiervan dient het geven van specifieke instructies te worden onderscheiden, hetgeen in beginsel niet is toegestaan omdat dit een té vergaand inperking van de bestuursbevoegdheid impliceert.⁴⁰⁶ Waar precies de scheiding dient te worden getrokken tussen de bevoegdheden van het bestuur en die van de aandeelhoudersvergadering kan, behalve wanneer het duidelijk in de wet of statuten toegekende bevoegdheden betreft, moeilijk in algemene bewoordingen worden aangegeven. De leiding over de vennootschap is opgedragen aan het bestuursorgaan dat de rol van beleidsbepaler en strateeg vervult. Voor zover in de statuten niet anders is bepaald, komt het bestuur alle taken en bevoegdheden toe die inherent zijn aan het 'besturen' van de vennootschap. De aandeelhoudersvergadering kan daarentegen aanspraak maken op alle bevoegdheden die niet bij wet of statuten aan een ander orgaan zijn toebedeeld en die niet tot het besturen van de vennootschap kunnen worden gerekend. In de literatuur wordt erop gewezen dat bovenstaande algemene regels niet mogen worden omgekeerd in die zin dat alles wat niet door de wet of de statuten aan een ander orgaan is toegekend, tot de bestuursbevoegdheid wordt gerekend. De restbevoegdheid van Artikel 2:107/217 BW mag de aandeelhoudersvergadering met andere woorden niet worden ontnomen.⁴⁰⁷ Met een beroep op Artikel 2:107/217 BW kan worden beargumenteerd dat, voor zover een bepaalde bevoegdheid niet krachtens wet of statuten aan een bepaald vennootschapsorgaan is toegekend, de aandeelhoudersvergadering als het terzake bevoegde orgaan dient te

⁴⁰² Art. 2:162/272 BW; hierbij dient te worden opgemerkt dat in het verzwakte structuurregime de bevoegdheid bestuurders te benoemen en de bevoegdheid de jaarrekening vast te stellen bij de AvA blijft.

⁴⁰³ Art. 2:164/274 BW.

⁴⁰⁴ HR 21 januari 1955, NJ 1959/ 43 (*Forumbank*). Zie over dit dualisme en de bevoegdheidsverdeling tussen AvA en bestuur Van den Ingh 2002 I, p. 17-18.

⁴⁰⁵ Art. 2:129/239 lid 2 BW.

⁴⁰⁶ Vooral in concernverhoudingen zijn de grenzen aan de instructiebevoegdheid niet altijd even duidelijk. Ik kom hierop terug in hoofdstuk 6.

⁴⁰⁷ Een regeling met een dergelijke strekking mag evenmin in de statuten worden opgenomen. Zie Van der Heijden/Van der Grinten nr. 232 en Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

worden aangemerkt. Het mag evenwel niet gaan om een bevoegdheid die valt onder de term besturen of aan het 'besturen' inherent is. Laatstgenoemde bevoegdheden behoren immers op grond van Artikel 2:129/239 BW tot de competentie van het bestuur.

Algemeen wordt aangenomen dat bevoegdheden die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap of een belangrijke wijziging teweegbrengen in de zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap, buiten de bestuursbevoegdheid vallen en derhalve tot de competentie van de aandeelhoudersvergadering behoren.⁴⁰⁸ Deze visie past in het wettelijke systeem. Een opsomming van de dwingendrechtelijk in de wet aan de aandeelhoudersvergadering opgedragen bevoegdheden leert dat het met name bevoegdheden betreffen die diep ingrijpen in de vennootschapsstructuur.⁴⁰⁹ Statutenwijziging, omzetting en ontbinding van de vennootschap behoren immers krachtens dwingendrechtelijke bepalingen tot de aandeelhoudersaangelegenheden.⁴¹⁰ Ook een faillissementsaanvraag door de vennootschap zelf kan, voor zover statutair niet anders is bepaald, slechts in opdracht van de aandeelhoudersvergadering geschieden.⁴¹¹ Bij de behandeling van het wetsvoorstel strekkende tot wijziging van de structuurregeling werd de bevoegdheidsverdeling tussen de aandeelhoudersvergadering en het bestuur als volgt afgebakend:

'Het bestuur is belast met het besturen van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming. Daartoe behoort het nemen van besluiten omtrent investeringen en desinvesteringen en samenwerking met andere ondernemingen. De algemene vergadering van aandeelhouders heeft onder meer de bevoegdheid om te besluiten over de structuur van de vennootschap'.⁴¹²

Wat onder concrete omstandigheden precies dient te worden aangemerkt als een bevoegdheid die diep ingrijpt in de structuur van de vennootschap is niet altijd even duidelijk.⁴¹³ Volgens Van der Grinten vallen onder besturen niet:

'(...) beslissingen die er toe strekken om de vennootschap in een toestand van afhankelijkheid te brengen. Men denke in het bijzonder aan emissie van een beheersend pakket aandelen aan een andere rechtspersoon. (...) Ook de beslissing tot vervreemding van de economische activiteiten van de vennootschap valt buiten het kader van het be-

⁴⁰⁸ Zie in gelijke zin onder meer Schwarz (Rechtspersonen), Art. 107 aant. 2; Löwensteyn 1959, p. 142 e.v.; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 203; Huizink 1996, p. 31; Van Schilf-gaarde/Winter 2006, nr. 42; Kemperink 2003, p. 175-206; MvT, *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 18.

⁴⁰⁹ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 254; De onbevoegdheid van het bestuur op deze terreinen vindt volgens Löwensteyn zijn grond in het feit dat de (naamloze)vennootschap dient te worden gekwalificeerd als een samenwerkingsverband. Het bestuur voert daarbij weliswaar de leiding over de samenwerking maar de samenwerking zelf behoort volgens Löwensteyn tot de competentie van de aandeelhouders; zie Löwensteyn 1959, p. 146.

⁴¹⁰ Huizink 1989, p. 34 noot 92.

⁴¹¹ Art. 2:135/246 BW.

⁴¹² MvT, *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 18.

⁴¹³ Hierop kom ik terug bij de bespreking van de machtsverhoudingen bij vervreemding van concernonderdelen in het kader van reorganisaties, hierna in paragraaf 3.4.2 van dit hoofdstuk.

stuur. Als besturen kan wel worden aangemerkt het beëindigen van bepaalde economische activiteiten, de vervreemding van een onderdeel van de onderneming. Ook de inbreng van het bedrijf van de vennootschap in een dochter-b.v. (...) kan als een bestuurend handelen worden aangemerkt'.⁴¹⁴

En verder:

'Tot vervreemding van de onderneming van een NV of BV is het bestuur niet zelfstandig bevoegd. (...) Anders ligt het met onderdelen van de onderneming'.⁴¹⁵

In het losbladig commentaar rechtspersonen treffen we de volgende opvatting aan:

'Zo moet worden aangenomen dat het bestuur niet zelfstandig bevoegd zal zijn om (een zeer substantieel deel van) de onderneming van een vennootschap, in het kader van een activa/passiva transactie, te vervreemden (...)'.⁴¹⁶

De vraag naar de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur enerzijds en de aandeelhoudersvergadering anderzijds vormde meermaals onderwerp van enquêteprocedures voor de Ondernemingskamer. In dit verband kan gewezen worden op de recente beschikking van de Ondernemingskamer inzake Stork waarin deze overwoog dat:

'(...) heersende opvattingen omtrent corporate governance, (...) er kort gezegd op neer komen dat het bepalen van de strategie in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat indien een raad van commissarissen is ingesteld deze daarop toezicht houdt en dat de algemene vergadering van aandeelhouders haar opvattingen tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in wet en statuten toegekende rechten (...)'.⁴¹⁷

Het is een dunne scheidslijn tussen strategische beslissingen, die voorbehouden zijn aan het bestuur en beslissingen die diep ingrijpen in het wezen en de structuur van de vennootschap waarvoor de zegen van de aandeelhouders dient te worden verkregen. Uit de enquêteprocedures blijkt dat het niet betrekken van de aandeelhouders in een besluit strekkende tot vervreemding van nagenoeg alle (substantiële) activa van de vennootschap, gegronde reden kan opleveren om aan een juist beleid te twijfelen en zelfs tot wanbeleid te concluderen.⁴¹⁸ De vraag naar de plicht van bestuurders om aandeelhouders in de besluitvorming omtrent het al dan niet vervreemden van bepaalde concernonderdelen te betrekken, kwam eveneens aan de orde in de HBG-enquête.⁴¹⁹ Deze zaak illustreert de complexiteit van de afbakening

⁴¹⁴ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231.

⁴¹⁵ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 401.

⁴¹⁶ Schwarz (Rechtspersonen), art. 107 aant. 2.

⁴¹⁷ Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, LJN AZ6440.

⁴¹⁸ Hof Amsterdam (OK) 1 februari 2006, JOR 2006/122; Hof Amsterdam (OK) 9 oktober 2006, JOR 2007/9 (J.B. Jonker/Umi Beheer BV).

⁴¹⁹ OK 21 januari 2002, JOR 2002/28 m.nt. Brink; HR 21 februari 2003, NJ 2003/182 m.nt. Maeijer en JOR 2003/57 m.nt. Nieuwe Weme. Voor literatuurverwijzingen ten aanzien van de uitspraak van de Ondernemingskamer in deze zaak verwijs ik naar de door Maeijer en Nieuwe Weme in hun noot bij het arrest van de Hoge Raad aangehaalde werken.

van de bestuursbevoegdheid in relatie tot de aandeelhoudersrechten met betrekking tot (ingrijpende) structuurwijzigingen. Ongeveer achttien jaar na het begin van de in hoofdstuk 3 besproken reorganisatie, doet Boskalis in de zaak die aan deze procedure ten grondslag ligt een bod op de baggeractiviteiten van HBG. De directie van HBG is hiervan niet gecharmeerd en wijst het bod af zonder de aandeelhouders hierover te raadplegen. Naar het oordeel van de Ondernemingskamer leidt deze gang van zaken tot wanbeleid zijdens HBG. HBG had voorafgaand aan de afwijzing van het bod van Boskalis op de aandelen van een dochtervennootschap van HBG, waarin belangrijke activiteiten waren ondergebracht, en het aangaan van een joint/venture overeenkomst met Ballast Nedam, de aandeelhoudersvergadering dienen te consulteren. Het niet naleven van deze consultatieplicht bracht de Ondernemingskamer tot de kwalificatie wanbeleid. Dit oordeel van de Ondernemingskamer vond bij de Hoge Raad echter geen genade. De Hoge Raad was van oordeel dat:

‘(...) noch in de huidige wettelijke regeling, noch in de thans bekende voorstellen tot wijziging daarvan, noch in de in Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance, voldoende steun is te vinden voor de door de Ondernemingskamer aanvaarde rechtsregel, inhoudende dat een verplichting tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering van aandeelhouders bestaat in het geval dat het bestuur van een vennootschap geen medewerking wil verlenen aan een in de openbaarheid gebracht onderhands bod op een wezenlijk deel van de activiteiten van de vennootschap. Daarbij is in aanmerking te nemen dat afwijzing van een dergelijk bod in de regel meebrengt dat in de wezenlijke kenmerken van de vennootschap en in het profiel van de daaraan verbonden onderneming geen verandering wordt gebracht, laat staan een wijziging van zo ingrijpende aard dat instemming vooraf of goedkeuring achteraf van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist zou zijn. De door de Ondernemingskamer aangenomen verplichting tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering van aandeelhouders gaat weliswaar minder ver, maar ook aan een verplichting tot voorafgaande consultatie zijn zodanige bezwaren verbonden, dat die niet kan worden aanvaard zonder een wettelijke of statutaire regeling, met name omtrent de omstandigheden waaronder de verplichting ontstaat en het tijdstip waarop een consultatie zou moeten plaatsvinden, alsmede omtrent de consequenties die aan de niet-naleving van die verplichting zouden moeten worden verbonden. Bij gebreke van een dergelijke nadere regeling zou een verplichting tot voorafgaande consultatie van de algemene vergadering van aandeelhouders, naast of in plaats van een eventueel vereiste van voorafgaande instemming of goedkeuring achteraf, tot onaanvaardbare rechtsonzekerheid leiden’.⁴²⁰

Een dergelijke verplichting bestaat volgens de Hoge Raad evenmin wanneer de vennootschap in verband met teleurstellende bedrijfsresultaten in een precare situatie verkeert of wanneer een groot aantal aandeelhouders vóór de aanvaarding van het bod is.

De HBG-zaak illustreert eens te meer de moeilijkheid van de afbakening van de bevoegdheden tussen de vennootschappelijke zeggenschaphouders. De wetgever heeft hierin iets meer duidelijkheid gebracht door de introductie van het nieuwe Artikel 107a van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Voor de beantwoording van de vraag wat gezien moet worden als een wijziging van de structuur van vennootschap, kan thans bij die regeling worden aangehaakt. Artikel 2:107a BW, dat werd

⁴²⁰ R.o. 6.4.2.

ingevoerd ter gelegenheid van de wijziging van de structuurregeling en enkel van toepassing is op de NV, voorziet in een goedkeuringsrecht voor aandeelhouders ten aanzien van bestuursbesluiten die een belangrijke wijziging van de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming met zich meebrengen. Tot die besluiten behoren volgens de wetgever in ieder geval besluiten omtrent de overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming aan een derde (sub a), het aangaan of verbreken van duurzame samenwerking van de vennootschap of een dochtermaatschappij met een andere rechtspersoon of vennootschap dan wel als volledig aansprakelijke vennoten in een commanditaire vennootschap of vennootschap onder firma voor zover die samenwerking of de verbreking daarvan van ingrijpende betekenis is voor de vennootschap (sub b) en tot slot het nemen of afstoten van een deelneming in het kapitaal van een vennootschap ter waarde van ten minste een derde van het bedrag van de activa door de vennootschap zelf of door een dochtermaatschappij (sub c). Een vergelijkbare regeling voor de BV ontbreekt. In het oorspronkelijke wetsvoorstel was een dergelijke regeling wel opgenomen bij de Nota van Wijziging is deze later echter komen te vervallen. Volgens de wetgever was een dergelijke bepaling voor de BV overbodig aangezien aandeelhouders in een BV zelf de mogelijkheid hebben hun eigen positie met behulp van statutaire bepalingen en eventueel stemovereenkomsten veilig te stellen.⁴²¹ Door de invoering van Artikel 2:107a BW heeft de aandeelhoudersvergadering van de NV invloed gekregen op bepaalde bestuursbesluiten. Dat met de invoering van Artikel 2:107a BW de afbakeningsproblemen echter nog niet geheel van de baan zijn, blijkt uit de recente ontwikkelingen rond ABN AMRO. Het ging in deze zaak om de vraag of het bestuur van ABN AMRO zelfstandig bevoegd was om zonder tussenkomst van de aandeelhoudersvergadering over te gaan tot de verkoop van dochteronderneming LaSalle. De verkoop vond plaats op een moment waarop sprake was een overname-situatie waarbij de bidders geïnteresseerd waren in de aandelen van de gehele onderneming van ABN AMRO inclusief LaSalle.⁴²² Voor wat betreft de bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de aandeelhoudersvergadering herhaalde de Ondernemingskamer de hiervoor geciteerde overweging uit de *Stork*-zaak. Dit uitgangspunt werd later door de Hoge Raad bekrachtigd.⁴²³ De Ondernemingskamer was voorts van mening dat, hoewel de situatie die zich in deze zaak voordeed strikt genomen niet onder de werkingssfeer van Artikel 2:107a BW viel, de verkoop van de dochteronderneming desalniettemin aan de aandeelhouders had dienen te worden voorgelegd. Naar het oordeel van de Ondernemingskamer ging het hier om:

‘(...) een aangelegenheid (...) die zozeer raakt aan de gevallen die in deze bepaling, hetzij generiek, hetzij specifiek, zijn voorzien dat zij daarmee welhaast op één lijn is te stellen en dat het bestuur en de rvc van ABN Amro Holding zich dan ook genoopt hadden moeten zien de besluitvorming inzake de verkoop van LaSalle voor te leggen aan de ava’.⁴²⁴

⁴²¹ Nota naar aanleiding van het verslag *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 19.

⁴²² Zie r.o. 3.20 tot 3.24 van de uitspraak van de Ondernemingskamer. Zie eveneens r.o. 4.4 van de Hoge Raad, HR 13 juli 2007, *LJN* BA7970.

⁴²³ HR 13 juli 2007, *LJN* BA7970, r.o. 4.3.

⁴²⁴ Hof Amsterdam (OK) 3mei 2007, *JOR* 2007/143, r.o. 3.23.

Het niet consulteren van de AVA over de verkoop van de dochteronderneming leverde volgens de Ondernemingskamer strijd op met de uit Artikel 2:8 BW voortvloeiende maatstaven van de redelijkheid en billijkheid. Het oordeel van de Ondernemingskamer omtrent de ruime interpretatie van Artikel 2:107a BW, of in ieder geval de daaraan ten grondslag liggende gedachte, en het gebruik van de redelijkheid en billijkheid als basis voor de plicht tot het consulteren van de aandeelhoudersvergadering werd door de Hoge Raad echter gecasseerd. De Hoge Raad overwoog in dit verband het volgende:

‘Deze omstandigheden kunnen niet zonder dat de wet of de statuten daarin voorzien, leiden tot een goedkeuringsrecht van de algemene vergadering van aandeelhouders van ABN AMRO Holding met betrekking tot de verkoop van LaSalle door ABN AMRO Bank. Zij leiden op zichzelf evenmin tot een verplichting van het bestuur van ABN AMRO Holding de algemene vergadering van aandeelhouders terzake te consulteren.

Voor een oordeel in andere zin is onvoldoende steun te vinden in de wet en in de in Nederland heersende algemene rechtsovertuiging zoals deze onder meer tot uiting komt in de Nederlandse corporate governance code (Stcrt. 27 december 2004, nr. 250, p. 35, verder: de code-Tabaksblad), in het bijzonder de principes II en IV, welke rechtsovertuiging mede inhoud geeft aan (i) de eisen van redelijkheid en billijkheid naar welke volgens art. 2:8 BW degenen die krachtens de wet of de statuten bij de vennootschap zijn betrokken zich jegens elkaar moeten gedragen, en aan (ii) de eisen die voortvloeien uit een behoorlijke taakvervulling waartoe elke bestuurder ingevolge art. 2:9 BW gehouden is’.⁴²⁵

De verplichting tot voorafgaande consultatie van de aandeelhoudersvergadering zou volgens de Hoge Raad bij gebreke van een nadere regeling tot rechtsonzekerheid leiden. Deze uitspraak ligt in lijn met het *HBG*-arrest.

De problematiek inzake de afbakening tussen de bevoegdheden van het bestuur en die van de algemene vergadering van aandeelhouders is overigens niet louter een Nederlandsrechtelijk fenomeen. In het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht bestaat bijvoorbeeld discussie over de vraag of het nemen van een liquidatiebesluit tot de bestuursbevoegdheid kan worden gerekend. *Section 346 (1)(a)* van de Zuid-Afrikaanse Companies Act biedt de vennootschap de mogelijkheid om bij de rechter een verzoek tot liquidatie van de vennootschap in te dienen. De vennootschapswetgeving voorziet echter niet in een regeling voor de interne bevoegdheidsverdeling tussen de verschillende vennootschapsorganen op dit punt. Het bestuur is belast met het ‘managen’ van de vennootschap. Onderwerp van discussie is de vraag of het beëindigen van de vennootschap valt onder het ‘managen’ daarvan en derhalve tot de bestuurstaak kan worden gerekend. In onder meer *Ex parte Russlyn Construction (Pty) Ltd 1987 (1) SA 33 (D)* en *Ex Parte Screen Media Ltd 1991 (3) SA 464 (W)* werd uitgemaakt dat het aanvragen van de liquidatie van de vennootschap in ieder geval geen zelfstandige bevoegdheid is van het bestuur. Naar aanleiding van die uitspraken is een aantal auteurs van mening dat het bestuur slechts tot een dergelijke aanvraag kan overgaan na een daartoe strekkend besluit van de aandeel-

⁴²⁵ R.o. 4.4.

houdersvergadering.⁴²⁶ In *Ex parte Tangent Sheeting (Pty) Ltd* 1993 (3) SA 488 (W) was de rechter daarentegen van mening dat de bevoegdheid van de vennootschap om de liquidatie aan te vragen niet aldus moet worden geïnterpreteerd dat deze bevoegdheid enkel aan de aandeelhouders zou toekomen. Blackman c.s. wijzen er in hun commentaar op de Zuid-Afrikaanse Companies Act op dat in deze uitspraak geen rekening is gehouden met het algemene beleid dat alle beslissingen die tot fundamentele wijzigingen leiden, voorbehouden zijn aan de aandeelhoudersvergadering.⁴²⁷ In Engeland bestond eveneens onduidelijkheid over de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van het liquideren van de vennootschap. De heersende leer gaat er thans vanuit dat voor het indienen van een verzoek tot liquidatie van de vennootschap, de goedkeuring van de algemene vergadering vereist is.⁴²⁸ Uit het voorgaande blijkt dat besluiten die een fundamentele wijziging brengen in het wezen en de structuur van de vennootschap, zoals het besluit om de bedrijfsactiviteiten te beëindigen, niet enkel naar Nederlands recht geacht worden tot de competentie van de aandeelhoudersvergadering te behoren.

3. De bevoegdheidsverdeling in crisissituaties

3.1. De besluitvorming inzake een voorgenomen reorganisatie: stand van zaken

De bevoegdheidsverdeling ten aanzien van de besluitvorming in financiële crisissituaties heeft in het verleden in de juridische literatuur met name aandacht gekregen in de geschriften inzake sterfhuisconstructies en andere vormen van concernontvlechting.⁴²⁹ Daarbij werd meermaals de vraag aan de orde gesteld of de aandeelhouders over het opzetten van een dergelijke constructie dienen te worden geraadpleegd. Uit de beschrijving van een aantal reorganisatievormen in het vorige hoofdstuk blijkt dat aandeelhouders vaak buiten de besluitvorming worden gehouden terwijl zij desalniettemin na het doorvoeren van de reddingsoperatie een belangrijke

⁴²⁶ Blackman (Law of South Africa), nr. 46; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), § 346. Cilliers, Benade e.a. 2001, nr. 27.25. Zie anders McLennan 1987, p. 232-237 en Havenga 1993, p. 183-184; Meskin 2005, p. 718. Betoogd wordt dat wanneer in de statuten aan het bestuur de macht is opgedragen om *the affairs* van de vennootschap te managen, in plaats van *the business*, deze bepaling ruim genoeg is om daaronder de bevoegdheid tot liquidatie van de vennootschap over te gaan te begrijpen. Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), § 346 p. 14-148 en 14-148-1.

⁴²⁷ Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), § 346 p. 14-149.

⁴²⁸ Palmer's 2002, nr. 15.225.1. Op grond van de nieuwe Companies Act behoeven *Substantial property transactions* eveneens de goedkeuring van de aandeelhouders; *section* 190 Companies Act 2006. Enigszins verrassend in dit verband is de opvatting van Rock, Kanda en Kraakman in *The Anatomy of Corporate Law* dat de aanvraag van het faillissement van de vennootschap een bevoegdheid is die exclusief aan de bestuurders dient toe te komen. Op die manier zijn in hun opvatting de belangen van de crediteuren het best gewaarborgd; Rock, Kanda & Kaakman 2004, p. 153.

⁴²⁹ Van der Grinten 1982, p. 41-42; Slagter 1982 I, p. 45-47; Honée 1984, p. 16-19; Woelders & Woelders 1986, p. 58 en p. 63 e.v.; Slagter 1988 III, p. 311-313; Huizink 1996, p. 27-57; Oostwouder 1996, p. 8 e.v.; Oostwouder 1997, p. 49-60; Amsterdamse effectenbeurs, 'Aandeelhouder en sterfhuisconstructies'; Slagter 2000, p. 88-89; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

verwatering van hun belang in de onderneming, en daarmee gepaard gaand een verwatering van hun zeggenschap, hebben te duchten. Bij het vaststellen van de terzake tussen de verschillende vennootschapsorganen geldende bevoegdheidsverdeling en de vraag of de aandeelhouders bij het opzetten van een reddingsoperatie dienen te worden geconsulteerd, moet een onderscheid worden gemaakt naar de wijze waarop die reddingsoperatie wordt opgezet. Het afstoten van concernonderdelen kan op verschillende manieren plaatsvinden, daarbij dient een verschil te worden gemaakt tussen een ontvlechting die door middel van een juridische splitsing of een activa/passiva-transactie wordt geëntameerd en de constructie waarbij een aandelentransactie als ontvlechtingsmethode fungeert. Bij de juridische fusie en splitsing ligt de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van de besluitvorming vast. Het is in beginsel de aandeelhoudersvergadering die op voorstel van het bestuur het fusie c.q. splitsingsbesluit neemt.⁴³⁰ De beslissing om tot een activa/passiva-transactie over te gaan, behoort in beginsel tot de competentie van het bestuur. Het doen van investeringen en de aan- en verkoop van vermogensbestanddelen kan immers tot de bestuurstaak worden gerekend.⁴³¹ Voor wat betreft vennootschappen die onderworpen zijn aan de structuurregeling, kan dat bestuursbesluit vallen onder de werking van Artikel 2:164/274 BW op basis waarvan het aan de goedkeuring van de Raad van commissarissen dient te worden onderworpen. De bestuursbevoegdheid kan volgens de heersende leer alleen dan niet zonder inspraak van de aandeelhouders worden uitgeoefend indien de aan- of verkoop een wijziging brengt in de identiteit en het karakter van de vennootschap.⁴³² Dat tussen bestuur en aandeelhouders controverse kan ontstaan ten aanzien van de vraag of een voorgenomen transactie al dan niet diep ingrijpt in de structuur en het wezen van de vennootschap, werd in de vorige paragraaf aan de hand van de *HBG* en *ABN AMRO*-casus geïllustreerd. Hiervan zal in ieder geval sprake zijn wanneer ten gevolge van de activa/passiva transactie alle ondernemingsactiviteiten aan een derde worden overgedragen of wanneer daardoor de kernactiviteit van de vennootschap wegvalt.⁴³³ Bij de activa/passiva-transactie die de overdracht van de onderneming of vrijwel de gehele onderneming impliceert is, ook volgens de Memorie van Toelichting bij het nieuwe Artikel 2:107a BW, een goedkeuringsrecht voor de aandeelhouders gegrond.⁴³⁴ Deze regeling geldt enkel voor de NV. Wanneer een reorganisatie

⁴³⁰ Art. 2:317 en 344m BW. Ik heb er reeds op gewezen dat een verkrijgende vennootschap bij bestuursbesluit tot splitsing kan overgaan. Hetzelfde geldt voor de splitsende vennootschap op voorwaarde dat alle verkrijgende vennootschappen bij de splitsing opgerichte NV's en BV's zijn en de splitsende vennootschap daarvan bij de splitsing enig aandeelhouder wordt; Art. 2:334ff BW. Een verkrijgende vennootschap kan bij bestuursbesluit eveneens tot juridische fusie overgaan, zie Art. 2:331 BW.

⁴³¹ Zie onder meer de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel tot wijziging van Boek 2 BW in verband met aanpassing van de structuurregeling *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 18 en 20; Honée 1984, p. 17 Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231; Huizink 1996, p. 31 alsmede de reeds aangehaalde literatuur met betrekking tot deze heersende leer.

⁴³² MvT, *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 20. Volgens Van der Grinten en Van Leeuwe omschrijven het als volgt: 'Voor de overdracht is een samenspel nodig tussen bestuur en algemene vergadering'; zie Van Leeuwe & Van der Grinten (Fusies van ondernemingen), aant. III-4.

⁴³³ Oostwouder 1996, p. 10.

⁴³⁴ MvT, *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 20.

wordt bewerkstelligd met behulp van een aandelentransactie, ligt de beslissingsmacht uiteraard bij de aandeelhouders.⁴³⁵ De aanwezigheid van een concernrelatie kan een en ander nog verder compliceren. In concernverhoudingen is het de holdingvennootschap die als aandeelhouder de uitkomst van de aandeelhoudersvergadering bij de dochtervennootschap bepaalt. Wanneer een van de dochtermaatschappijen overgaat tot een activa/passiva-transactie die gevolgen heeft voor de structuur van de desbetreffende vennootschap, dan is het het bestuur van de holding dat zorg draagt voor de stemuitbrenging op de aandelen die door de holdingvennootschap in het kapitaal van de dochtervennootschap worden gehouden. Aldus blijven de aandeelhouders van de holding buiten de besluitvorming.⁴³⁶ Bij een aandelentransactie doet zich een vergelijkbare situatie voor. De aandeelhouders die in het kapitaal van de holdingvennootschap participeren, worden ook hier doorgegaans buiten de besluitvorming gehouden. In concernverhoudingen heeft de moedervennootschap te gelden als aandeelhouder in de dochtermaatschappijen en is zij uit dien hoofde bevoegd over de verkoop van de aandelen in het kapitaal daarvan te beslissen.⁴³⁷ Binnen de holding komt de besluitvorming omtrent de vervreemding van deelnemingen in beginsel toe aan het bestuur.⁴³⁸ Wanneer de aandelentransactie echter gevolgen heeft die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap, dient ook hier de aandeelhoudersvergadering te worden geconsulteerd.⁴³⁹ De wet bepaalt in Artikel 2:107a lid 1 sub c BW voor de NV tegenwoordig expliciet dat een dergelijk bestuursbesluit aan de goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering dient te worden onderworpen, indien de deelneming in de desbetreffende vennootschap voor ten minste een derde van het bedrag van de activa wordt afgestoten. Wanneer het niet de holdingmaatschappij is die de aandelen in een subholding verkoopt maar die subholding op haar beurt zelf overgaat tot vervreemding van de aandelen in een van de lager in de concernketen gelegen dochtermaatschappijen, zal voor zover de aandelentransactie diep ingrijpt in de structuur van de vennootschap, de holding aan de vervreemding mede haar goedkeuring dienen te verlenen.⁴⁴⁰ De holding is immers aandeelhouder in de subholding die tot de vervreemding moet overgaan. De vraag is echter of de aandeelhouders van de holding zelf in dit geval in de besluitvorming dienen te worden betrokken. Het is immers het bestuur van de holding dat als aandeelhouder in de subholding de stem zal uitbrengen. Een dergelijke situatie deed zich voor bij de in hoofdstuk 3 besproken reorganisatie van Ogem. De aandeelhouders van Ogem Holding NV werden in deze beslissing niet betrokken, hetgeen bijdroeg tot de moeilijke verteerbaarheid van de gevolgen van

⁴³⁵ De aandeelhouders beslissen zelf of zij hun aandelen al dan niet willen overdragen. Oostwouder 1996, p. 9; Van Leeuwe & Van der Grinten (Fusies van ondernemingen), aant. II-2. De overdracht dient uiteraard te geschieden met in achtname van de eventueel daarvoor geldende overdrachtsbeperkingen.

⁴³⁶ Honée 1984, p. 17; Oostwouder 1996, p. 10 e.v.

⁴³⁷ Zie Huizink 1996, p. 33; Oostwouder 1996, p. 11.

⁴³⁸ Slagter 1982 I, p. 45; Honée 1984, p. 18. Honée baseert dit onder meer op het bepaalde in Art. 2:164/274 lid 1 sub e BW op basis waarvan in een structuurvennootschap bepaalde bestuursbesluiten met betrekking tot deelname in het kapitaal ter goedkeuring aan de RvC dienen te worden voorgelegd.

⁴³⁹ Oostwouder 1996, p. 10.

⁴⁴⁰ Zie hierover Honée 1984, p. 18.

de doorgevoerde sterfhuisconstructie voor die aandeelhouders. Door het gebruik van de term ‘omtrent’ in Artikel 2:107a BW beoogt de wetgever thans het aldus buiten spel zetten van de aandeelhouders in concernverhoudingen te voorkomen. De gebruikte terminologie heeft tot gevolg dat aan de aandeelhoudersvergadering van de moedervennootschap een goedkeuringsrecht toekomt wanneer de moedervennootschap besluiten neemt over transacties op dochterniveau.⁴⁴¹

In de praktijk worden sterfhuisconstructies en de daaraan verwante reorganisatievormen doorgaans door het bestuur, na een eventuele goedkeuring door de raad van commissarissen, in samenspraak met de banken tot stand gebracht. Teneinde de sterfhuisconstructie aanvaardbaar te maken, is het raadzaam om daarnaast met de voornaamste crediteuren in overleg te treden.⁴⁴² Een van de belangrijkste redenen voor het niet consulteren van de aandeelhouders van de moedervennootschap is gelegen in de vrees dat dit leidt tot het publiekelijk bekend worden van de financiële moeilijkheden.⁴⁴³ De overtuiging leeft dat reddingsoperaties enkel kans van slagen hebben wanneer deze in het geheim worden opgezet. Een consultatie van de aandeelhoudersvergadering zou bovendien tot een vertraging in de besluitvorming leiden, hetgeen juist in crisissituaties bezwaarlijk is aangezien deze tot een snelle en adequate besluitvorming nopen. Uit de *Bredero*-enquête blijkt echter dat het raadzaam is de aandeelhouders over een op handen zijnde uitvaartconstructie te consulteren. Een dergelijke constructie, in combinatie met het achterwege laten van een consultatie van de aandeelhouders, kan immers een gegronde reden opleveren om aan een juist beleid te twijfelen.⁴⁴⁴ Het buiten spel zetten van de aandeelhouders

⁴⁴¹ Nota naar aanleiding van het verslag inzake de wet tot aanpassing van de structuurregeling; *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 23. Zie hierover onder meer Timmerman 2002 II, p. 295; De Nijs Bik 2003, p. 45; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 163-164.

⁴⁴² Zie HR 26 oktober 2001, NJ 2002/94 (*Juno Properties*). Zie hierover eveneens Slagter 2005, nr. 146 die van mening is dat de instemmingseis te ver gaat. Bij dit arrest dient evenwel te worden opgemerkt dat de schuldeiser in kwestie de Ontvanger was. Men kan zich afvragen of de Hoge Raad tot hetzelfde oordeel zou zijn gekomen indien de crediteur in kwestie niet de Ontvanger was geweest. Zie hierover Maeijer in zijn noot bij het arrest onder nr. 3 die aangeeft dat het oordeel zal zijn beïnvloed door de overweging dat het hier ging om een speciaal soort schulden. De Ontvanger treedt immers op vanuit een publiekrechtelijke opdracht.

⁴⁴³ Woelders & Woelders 1986, p. 58; Slagter 2000, p. 88-89. Deze argumentatie geldt overigens niet altijd. De consultatie van de aandeelhoudersvergadering zal, tegen de achtergrond van de aangehaalde argumenten, alleen dan bezwaarlijk zijn indien het aandelenkapitaal van de vennootschap (sterk) verspreid is. In concernverhoudingen doet dit gevaar zich bijvoorbeeld voor wanneer de aandeelhouders van de holding worden geconsulteerd terwijl die aandelen in handen zijn van een groot aantal verschillende aandeelhouders. Het gevaar doet zich in mindere mate voor bij de NV of BV met een besloten karakter waarbij slechts een beperkt aantal aandeelhouders betrokken is.

⁴⁴⁴ Hof Amsterdam (OK) 7 januari 1988, NJ 1989/827 (*Bredero*). Ten gevolge van de desbetreffende constructie werden, volgens het administratiekantoor, alle gezonde ondernemingen aan het Bredero-concern onttrokken ten gevolge waarvan een en ander neerkwam op de liquidatie van Bredero. De Ondernemingskamer was van oordeel dat anders dan de curator had betoogd, dat: ‘(...) uit wet noch statuten zonder meer [volgt; M.O.] dat een uitvaartconstructie waarvan in dit geding sprake is geoorloofd is’. Helaas ging de Ondernemingskamer bij haar latere oordeel dat van wanbeleid gebleken was, niet nader in op de omstandigheid dat de aandeelhouders over de uitvaartconstructie niet waren geraadpleegd; Hof Amsterdam (OK) 7 december 1989, NJ 1990/242 (*Bredero*).

(van de holdingvennootschap) bij de in het voorgaande hoofdstuk beschreven reddingsoperaties is mogelijk doordat die reddingsoperaties worden doorgevoerd in concernverhoudingen met behulp van aandelentransacties op het niveau van de dochtermaatschappijen. Het is doorgaans de concernleiding die de reddingsoperatie orchestreert en beslist over de verkoop van de aandelen in de verschillende dochtervennootschappen. De individuele aandeelhouders die doorgaans op holdingniveau een belang hebben in de onderneming, blijven daardoor buiten de besluitvorming. Bovendien konden de aandeelhouders destijds nog geen beroep doen op Artikel 2:107a BW. In de literatuur is veelvuldig de wenselijkheid van enige vorm van inspraak voor de aandeelhouders van de holdingvennootschap bepleit. Volgens Oostwouder dient de vraag naar de structuur of karakterwijziging te worden beantwoord in het licht van het gehele concern. Wanneer naast de te vervreemden ondernemingsactiviteiten binnen het concern geen andere activiteiten worden ontplooid, wordt het concern daardoor wezenlijk in zijn bestaan getroffen. Hetzelfde geldt wanneer het concern ten gevolge van de transactie in zijn kernactiviteiten wordt aangetast.⁴⁴⁵ In dat geval dienen, aldus Oostwouder, de aandeelhouders van de holding bij de besluitvorming te worden betrokken. Een en ander brengt met zich dat, voor wat betreft de concernontvlechting, steeds dient te worden nagegaan in hoeverre de transactie wijziging brengt in het karakter en de structuur van het concern.⁴⁴⁶ De sterfhuisconstructie wordt over het algemeen gezien als een constructie met gevolgen die diep ingrijpen in de structuur van het concern zodat derhalve enige vorm van inspraak voor aandeelhouders gerechtvaardigd is.⁴⁴⁷ Desalniettemin acht Oostwouder het niet wenselijk om in sterfhuissituaties, en andere vormen van concernontvlechting die diep ingrijpen in de structuur van het concern, de besluitvorming volledig in de handen van de aandeelhouders te leggen.⁴⁴⁸ Zowel Oostwouder als Honée bepleiten een gezamenlijke bevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering en het bestuur in situaties waarin de aandelen- of activa/passiva transactie diep ingrijpt in de structuur van de vennootschap of het concern.⁴⁴⁹

⁴⁴⁵ Oostwouder 1996, p. 10 e.v.

⁴⁴⁶ Oostwouder 1996, p. 10 e.v.

⁴⁴⁷ Honée 1984, p. 17 e.v.; Huizink 1996, p. 31 e.v.; Oostwouder 1996, p. 10 e.v.; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42. Naar aanleiding van de *Ogem*-casus was Van der Grinten van mening dat de AvA in ieder geval, zij het achteraf, had dienen te worden geïnformeerd, zie Van der Grinten 1982, p. 41-42. Het niet raadplegen van de AvA over een voorgenomen sterfhuisconstructie en het niet in acht nemen van de uit Art. 2:108a BW voortvloeiende verplichting vormde in de *Bredero*-enquête onder meer de aanleiding voor de OK voor het oordeel dat er sprake was van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen; zie Hof Amsterdam 7 januari 1988, *NJ* 1989/827. Zie hierover Slagter 1988 III, p. 311-313. Zie in verband met de wenselijkheid van het raadplegen van de aandeelhoudersvergadering bij het opzetten van een sterfhuisconstructie eveneens de Amsterdamse effectenbeurs, 'Aandeelhouder en sterfhuisconstructies'.

⁴⁴⁸ Oostwouder 1996, p. 10 e.v.; Oostwouder 1997, p. 51.

⁴⁴⁹ Honée 1984, p. 17 e.v.; Oostwouder 1996, p. 10 e.v. Anders Van der Grinten en Winter. Volgens Winter is bij het opzetten van een sterfhuisconstructie op zijn minst goedkeuring of instemming van de AvA vereist zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42. Volgens Van der Grinten valt de vervreemding van de economische activiteiten van de vennootschap niet onder de bestuursbevoegdheid; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231. Zie over dit alles Oostwouder 1996, p. 10 e.v.

Anders dan bij ontbinding wordt met de sterfhuisconstructie beoogd een reddingsoperatie tot stand te brengen die resulteert in een reorganisatie van een gedeelte van het concern. De beoogde reorganisatie vergt een goede voorbereiding waarbij de belangen van de verschillende bij de onderneming betrokkenen zorgvuldige worden afgewogen, aldus Oostwouder.⁴⁵⁰ De betrokkenheid van het bestuur bij de besluitvorming wordt gebaseerd op de noodzaak van een goede voorbereiding door iemand met kennis van zaken.⁴⁵¹ Door Dortmund werd de vraag opgeworpen hoe aan het recht van de aandeelhouders gestalte dient te worden gegeven.⁴⁵² Oostwouder is van mening dat zowel door de aandeelhoudersvergadering als door het bestuur een besluit dient te worden genomen. Het besluit van het bestuur is gericht op het doen van een ontvlechtigingsvoorstel aan de aandeelhoudersvergadering. Vervolgens dient de aandeelhoudersvergadering te besluiten over het al dan niet overgaan tot ontvlechting.⁴⁵³

3.2. *Het 'besturen' van de vennootschap in financiële moeilijkheden: de grenzen van de bestuursbevoegdheid*

De besluitvorming waartoe een financiële crisissituatie aanleiding geeft, bevindt zich in de schemerzone tussen de bestuurs- en de aandeelhoudersbevoegdheid. Cruciaal is of een dergelijke besluitvorming behoort tot het 'besturen' van de vennootschap. In hoofdstuk 3 werden reorganisaties aangeduid als een aanhoudend aanpassingsproces aan de zich wijzigende omstandigheden, dat inherent is aan het ondernemerschap.⁴⁵⁴ Buiten twijfel staat dat de periodieke aanpassingen van de vennootschappelijke koers teneinde op een rendabele wijze aan het economisch verkeer te kunnen deelnemen en de eventuele reorganisaties waarmee dit gepaard gaat, behoren tot het bepalen van het vennootschappelijk beleid en diensengevolge tot de bestuurstaak kunnen worden gerekend.⁴⁵⁵

In dit hoofdstuk wordt uitgegaan van de situatie waarin de financiële moeilijkheden dermate hoog zijn opgelopen dat twijfels kunnen worden geplaatst bij het voortbestaan van de vennootschap dan wel de situatie waarin bij het uitblijven van een reddingsoperatie, de toekomst van de vennootschap uiterst precair wordt. Interessant is de vraag of de aandeelhouders in een dergelijke besluitvorming dienen te worden gekend. De grenzen van de bestuurstaak zijn in dit verband niet scherp te trekken. Voor zover de enig aandeelhouder tevens enig bestuurder van de vennootschap is, doet dit theoretische bevoegdheidsprobleem niet terzake. Aangezien het aandeelhouderschap en de bestuursfunctie in één hand verenigd zijn, heeft de be-

⁴⁵⁰ Oostwouder 1996, p. 10.

⁴⁵¹ Oostwouder 1996, p. 10-11.

⁴⁵² Zie hierover Oostwouder 1997, p. 50-51.

⁴⁵³ Oostwouder 1997, p. 51.

⁴⁵⁴ Zie hoofdstuk 3 paragraaf 2.1.

⁴⁵⁵ Uiteraard voor zover het niet gaat om een ingrijpende wijziging van de structuur van de vennootschap die onder de reikwijdte van Art. 2:107a BW valt.

voegdheidsverdeling geen praktische consequenties.⁴⁵⁶ Bevoegdheden die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap of een belangrijke wijziging brengen in de zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap, behoren in beginsel toe aan de aandeelhoudersvergadering terwijl het bestuur verantwoordelijk is voor het beleid van de vennootschap en over voldoende bevoegdheden dient te beschikken teneinde 'het bestuur' over de vennootschap te kunnen voeren. De dwarsdoorsnede van het vennootschapsrecht, zoals die werd geschetst in *The Anatomy of Corporate Law*, laat zien dat de discretionaire bevoegdheid van het bestuur slechts in een beperkt aantal gevallen door vennootschapsrechtelijke regels wordt beperkt. Van een dergelijke beperking kan sprake zijn wanneer de vennootschap overgaat tot een rechtshandeling die minstens een van de volgende karakteristieken vertoont: '(1) they are large relative to the value of the company; (2) they require broad-gauge, investment-like judgments that shareholders are arguably equipped to make; and (3) they create a possible conflict of interests for directors (...)'.⁴⁵⁷ De besluitvorming waartoe de crisissituatie aanleiding geeft, bergt potentieel de eerste twee eigenschappen in zich. De ontvlechting waarmee reddingsoperaties zoals de sterfhuisconstructie gepaard gaan, heeft gevolgen die diep ingrijpen in de structuur van het concern en kan bijgevolg vergaande vermogensrechtelijke consequenties hebben. De financiële moeilijkheden kunnen anderzijds tot een nieuwe kapitaalinjectie nopen. Verdedigbaar is dat de beslissing om daartoe over te gaan, bij uitstek aan de aandeelhouders dient toe te komen. Beslissingen over het eigen vermogen van de vennootschap behoeven in beginsel de instemming van de aandeelhoudersvergadering. De aandeelhoudersvergadering is immers in beginsel bevoegd tot een emissie te besluiten, het bestuur tot inkoop van aandelen te machtigen, te besluiten tot het intrekken van aandelen en tot vermindering van het bedrag op aandelen. In crisissituatie zijn de aandeelhouders het best geplaatst om de vennootschap, indien dit wenselijk wordt geacht, van additioneel eigen vermogen te voorzien. Uit de bespreking van de verschillende reddingsoperaties in het vorige hoofdstuk blijkt dat de herstructurering van de ondernemingsactiviteiten vaak gepaard gaat met een herfinanciering van de onderneming door de banken. Deze herfinanciering, waarbij de banken vorderingen op de tot het concern behorende vennootschappen omzetten in aandelenkapitaal van de desbetreffende vennootschappen, bewerkstelligt een verwatering van de belangen van de zittende aandeelhouders. Ik ben van mening dat de aandeelhouders, alvorens zij worden geconfronteerd met een dergelijke verwatering van hun belang, in ieder geval de kans moet worden geboden om de vennootschap desgewenst zelf van additioneel eigen vermogen te voorzien. Het vreemd vermogen valt daarentegen onder de auspiciën van het bestuur van de vennoot-

⁴⁵⁶ Hetzelfde geldt voor de situatie waarin er meerdere aandeelhouders of bestuurders zijn maar de samenstelling van de raad van bestuur overeenkomt met die van de aandeelhoudersvergadering.

⁴⁵⁷ Rock, Kanda & Kraakman 2004, p. 131. Deze opsomming wordt gegeven tegen de achtergrond van een bespreking van de bevoegdheidsverdeling inzake zogenaamde *significant corporate actions*. De genoemde schrijvers identificeren drie belangrijke categorieën *significant corporate actions* die in aanmerking komen voor een onderwerping aan een goedkeuringsrecht door de aandeelhouders, te weten (1) *organic changes, including mergers and charter amendments*; (2) *sales of assets*; and (3) *alterations of capital including dividends, repurchases, and share issues*. Zie Rock, Kanda & Kraakman 2004, p. 132 e.v.

schap.⁴⁵⁸ Onder omstandigheden kan de crisissituatie of de naar aanleiding daarvan getroffen maatregelen bovendien gevolgen hebben voor de samenstelling van het bestuur. In dat geval is eveneens sprake van de hierboven genoemde derde karakteristiek.

3.3. *De aard van de te nemen besluiten*

In dit hoofdstuk wordt uitgegaan van de hypothese dat wanneer de onderneming zich in financiële moeilijkheden bevindt, omtrent de toekomst daarvan op vennootschappelijk niveau een besluit dient te worden genomen. Dit moment wordt hier eenvoudigheidshalve aangeduid met de term crisismoment. In die (hypothetische) besluitvorming dient een tweedeling te worden aangebracht. De besluitvorming kan in twee rondes plaatsvinden. Ondernemingen die op enig moment met financiële moeilijkheden worden geconfronteerd, in die zin dat de continuïteit van een gedeelte dan wel de gehele onderneming op het spel staat of zal komen te staan, kunnen trachten het tij te keren door een reorganisatie op touw te zetten. Wanneer de financiële problemen dermate gevorderd zijn dat zelfs in een gewijzigde vorm geen toekomstperspectieven meer bestaan, kan ervoor worden geopteerd om tot liquidatie over te gaan. In de derde plaats kunnen, ondanks de geconstateerde financiële moeilijkheden, de activiteiten worden gecontinueerd. Bovenstaande besluiten kunnen gezamenlijk worden aangeduid als het 'crisisbesluit'. De inhoud van dit crisisbesluit kan driedelig zijn. De term ziet op de beslissing tot het initiëren van een reorganisatie dan wel een liquidatie of het ongewijzigd voortzetten van de activiteiten. Van het crisisbesluit dient een tweede besluitvormingsronde te worden onderscheiden. De daarin te nemen besluiten kunnen worden aangeduid met de term 'reorganisatiebesluiten'. Daarmee wordt bedoeld op de besluitvorming omtrent de te volgen reorganisatiemethode. Wanneer het crisisbesluit strekt tot het initiëren van een reorganisatie, dient een of meerdere vervolgbesluit(en) te worden genomen ten aanzien van de wijze waarop aan die reorganisatie gestalte zal worden gegeven. Zal dat bijvoorbeeld gebeuren met behulp van een sterfhuisconstructie, een juridische splitsing of worden andere maatregelen genomen die in een reddingsoperatie resulteren? Voor het orkestreren van een reddingsoperatie zijn doorgaans meerdere besluiten noodzakelijk.

3.4. *Bestuursbevoegdheid versus aandeelhoudersinspraak*

3.4.1. Het crisisbesluit

De besluitvorming inzake het door mij als zodanig benoemde 'crisisbesluit' wordt naar huidig Nederlands recht noch aan de algemene vergadering van aandeelhouders, noch aan enig ander vennootschapsorgaan opgedragen. Idealiter dient de aandeelhoudersvergadering mijns inziens in deze besluitvorming te worden be-

⁴⁵⁸ Van den Ingh kwalificeert het financiële beleid als een van de 'fundamentele bestuurstaken' waarvoor het bestuur primair de verantwoordelijkheid draagt. Zie Van den Ingh 1998, p. 19 e.v. Zie hierover nader hoofdstuk 9.

trokken. Een pleidooi voor het verschaffen van enige vorm van aandeelhoudersinspraak in deze besluitvorming kan onder meer onderbouwd worden met een beroep op het wettelijke systeem. Uit de beschreven bevoegdheidsverdeling die aan Boek 2 BW ten grondslag ligt, blijkt dat bevoegdheden die diep ingrijpen in het wezen en de structuur van de vennootschap zijn toebedeeld aan de aandeelhoudersvergadering. Het crisisbesluit kan een liquidatie van de vennootschap inhouden. Daarnaast kan worden besloten om tot reorganisatie over te gaan. Die reorganisatie zal doorgaans ingrijpende gevolgen hebben voor de structuur en het voortbestaan van de vennootschap. Hier wordt immers uitgegaan van de situatie waarin de financiële problemen binnen de vennootschap zich in een vergevorderd stadium bevinden. De vraag kan worden gesteld of, voor zover besloten wordt door te gaan met de vennootschapsactiviteiten, de aandeelhoudersvergadering in dat geval niet treedt in het 'besturen' in de zin van Artikel 2:129/239 BW? Mijns inziens is dat niet het geval. Het gaat hier immers niet om het bepalen van het beleid onder 'normale omstandigheden' maar om een crisismoment waarbij het voortbestaan van de vennootschap, al dan niet in (on)gewijzigde vorm, op het spel staat. Beslissingen over het beëindigen van de vennootschap zijn aan de aandeelhouders opgedragen. Het is met andere woorden aan de aandeelhouder om in spreekwoordelijke zin het licht uit te doen. De stellingname dat het crisisbesluit strekkende tot het beëindigen van het bestaan van de vennootschap of strekkende tot een vergaande reorganisatie, inspraak van de aandeelhouders behoeven, wordt gerechtvaardigd met een beroep op het wettelijke systeem, op basis waarvan besluiten die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap worden toebedeeld aan de aandeelhoudersvergadering, in combinatie met de uit Artikel 2:107/217 BW voortvloeiende restbevoegdheid. Deze bevinding wordt versterkt wanneer een parallel wordt getrokken met het bepaalde in Artikel 2:108a BW. Artikel 2:108a BW verplicht het bestuur en/of de raad van commissarissen van een NV om binnen drie maanden nadat aannemelijk is geworden dat het eigen vermogen gedaald is tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en opgevraagde kapitaal, een aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen teneinde eventueel te nemen maatregelen te bespreken.⁴⁵⁹ In de literatuur worden kanttekeningen geplaatst bij de praktische betekenis van deze bepaling. Een incidentele bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering zal volgens de critici in de praktijk niet vaak voorkomen⁴⁶⁰ aangezien de daling van het vermogen eerst bij het opstellen van de jaarstukken kenbaar wordt.⁴⁶¹ De vergadering die

⁴⁵⁹ Dat de RvC eveneens bevoegd is de AvA bijeen te roepen blijkt uit Art. 2:109 BW. Laten zowel het bestuur als de RvC het na om een AvA bijeen te roepen, dan kan iedere aandeelhouder met machtiging van de voorzieningenrechter van de rechtbank tot de bijeenroeping overgaan; Art. 2:112 BW.

⁴⁶⁰ Maschhaupt & Storm 1978, p. 232. Maschhaupt en Storm vragen zich af of de AvA wel het meest geëigende orgaan is om de situatie waarop Art. 2:108a BW betrekking heeft te bespreken. Volgens van den Ingh leidt dit voorschrift in de praktijk slechts tot plichtmatige vergaderingen; Van den Ingh 1998, p. 17.

⁴⁶¹ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 317.2. Mijns inziens kan een bestuur dat haar taak naar behoren vervult, reeds eerder op de hoogte zijn van de financiële stand van zaken. In die zin Slagter 1988 III, p. 312. In dit verband kan verder gewezen worden op Van den Ingh: 'Met de huidige stand van zaken op het terrein van automatisering zal het overigens bij veel ven-

door Artikel 2:108a BW wordt verlangd, zal dan samenvallen met de jaarvergadering.⁴⁶² Hoe het ook gesteld mag zijn met het belang van deze bepaling in de praktijk, het artikel brengt tot uitdrukking dat in de ogen van de wetgever, in ieder geval voor wat betreft de NV, een ernstige achteruitgang van de financiële positie van de vennootschap en de in verband daarmee te treffen maatregelen, aangelegenheden zijn waarover de aandeelhoudersvergadering dient te worden ingelicht en wellicht geconsulteerd. Het voor de BV voorgestelde gelijkkluidende artikel is uit het ontwerp geschrapt omdat daarvan 'geen praktisch nut wordt verwacht'.⁴⁶³ Vermoedelijk heeft ook hier de overweging dat de aandeelhoudersvergadering bij de BV dicht bij het management staat, een rol gespeeld. Het past tegen deze achtergrond om de gezamenlijke aandeelhouders ook de bevoegdheid te geven om in plaats van het licht uit te doen, de vennootschap nieuw leven in te blazen. Niet ondenkbaar is bijvoorbeeld dat de reanimatie gepaard moet gaan met een nieuwe injectie van risicodragend kapitaal. Dit is een beslissing waarover de zittende aandeelhouders zich in de eerste plaats moeten kunnen buigen.⁴⁶⁴ Voor zover deze niet bereid zijn additioneel risicodragend kapitaal te verschaffen, kan getracht worden dit van derden te betrekken. Een belangrijke wijziging in het risicodragend kapitaal kan echter leiden tot een ingrijpende wijziging van de zeggenschapsstructuur binnen de vennootschap. Ik wees er reeds op dat een herfinanciering de zeggenschap van de zittende aandeelhouders sterk kan doen verwateren. Uit de in hoofdstuk 3 geschetste reddingsoperaties blijkt dat de aandeelhouders doorgaans worden geconfronteerd met een verwatering van hun belang terwijl zij vrijwel geheel buiten de besluitvorming worden gehouden. Dit is mijns inziens een reden om de aandeelhouders in ieder geval in de hier centraal staande besluitvorming te betrekken en de kans te geven om de vennootschap additioneel risicodragend kapitaal te verschaffen.

Een contra-indicatie voor het betrekken van de aandeelhoudersvergadering in het crisisbesluit zou gevonden kunnen worden in de uitspraak van de Hoge Raad in de *HBG*- en de *ABN AMRO*-zaak. De Hoge Raad was in de *HBG*-zaak van mening dat het bestuur niet verplicht is de aandeelhoudersvergadering te consulteren ten aanzien van het niet medewerken aan een openbaar onderhands bod. Daarbij is volgens de Hoge Raad⁴⁶⁵ van belang dat met de afwijzing van een dergelijk bod

nootschappen mogelijk zijn om bijna van dag tot dag de financiële positie te volgen'. Van den Ingh 1998, p. 20.

⁴⁶² Bundel NV en BV, p. IX-art. 108a-1. In dat geval dient de bespreking van eventueel te nemen maatregelen tijdens de vergadering aan de orde te worden gesteld; zie Schwarz (Rechtspersonen), art. 108a BW aant. 2. Volgens Maeijer dient dit apart te worden geagendeerd zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 114; anders Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 317.2. Het niet voldoen aan de verplichting uit Art. 2:108a BW kan overigens onder omstandigheden ertoe bijdragen dat sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur; zie Rechtbank Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2 m.nt. Wezeman. Zie hierover hoofdstuk 5. Het kan eveneens bijdragen tot het oordeel dat in een enquêteprocedure sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen; zie Hof Amsterdam 7 januari 1988, *NJ* 1989/827.

⁴⁶³ Bundel NV en BV, p. IX-art. 219a-1.

⁴⁶⁴ Dit ligt in lijn met de bevindingen van Van Eeghen in zijn proefschrift dat mede op een economische benadering van de periode vóór faillissement is gestoeld. In zijn visie kunnen de aandeelhouders worden aangemerkt als (indirecte) hoofdrolspelers bij het al dan niet afwenden van insolventie; zie Van Eeghen 2006, p. 35.

⁴⁶⁵ Zie de reeds geciteerde overweging van de Hoge Raad in de *HBG*-zaak.

geen wijziging wordt gebracht '(...) in de kenmerken van de vennootschap en in het profiel van de daaraan verbonden onderneming'. Wanneer het crisisbesluit strekt tot het beëindigen van het bestaan van de vennootschap of tot het in vergaande mate reorganiseren daarvan is, anders dan bij de afwijzing van een bod zoals dat in de *HBG*-casus speelde, wel sprake van een wijziging van de kenmerken en het profiel van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Naar de huidige stand van het recht moeten de aandeelhouders daarover ten minste worden geconsulteerd. Voor wat betreft de ontbinding van de vennootschap, dient een daartoe strekkend besluit door de aandeelhoudersvergadering te worden genomen. Toegegeven zij dat van een dergelijke wijziging geen sprake is indien besloten wordt om, ondanks de gesignaleerde financiële problemen, de vennootschap voort te zetten.⁴⁶⁶ In dat geval bestaat naar huidig recht inderdaad geen grond voor het opdragen van de beslissingsbevoegdheid aan de aandeelhoudersvergadering en zou het aannemen van inspraak van de aandeelhoudersvergadering op dit punt, in de woorden van de Hoge Raad in zowel de *HBG* als de *ABN AMRO*-zaak, naar de huidige stand van het recht tot rechtsonzekerheid kunnen leiden. Dit neemt echter niet weg dat het, tegen de achtergrond van de aan Boek 2 BW ten grondslag liggende bevoegdheidsverdeling, het meest voor de hand ligt de algemene vergadering van aandeelhouders in deze besluitvorming te betrekken. Ik wees er reeds op dat voor het voortzetten van de vennootschap een nieuwe injectie van risicodragend kapitaal noodzakelijk kan zijn. Idealiter dienen de zittende aandeelhouders als eerste de mogelijkheid te hebben dit kapitaal te verschaffen. Teneinde de rechtszekerheid te bevorderen en tegemoet te komen aan de door de Hoge Raad geformuleerde bezwaren dienaangaande, dient te worden overwogen om de gang van zaken omtrent het nemen van een crisisbesluit in de wet te verankeren. Ik kom hierop terug in hoofdstuk negen.

3.4.2. Het reorganisatiebesluit

Wanneer de voorgaande besluitvorming (het crisisbesluit) strekt tot het reorganiseren van de vennootschap, komt de vraag op wie vervolgens in staat voor het formuleren van een reorganisatieplan en de besluitvorming daaromtrent. Bepalend is de wijze waarop aan de reorganisatie gestalte wordt gegeven.⁴⁶⁷ Bij een reorganisatie die met behulp van een juridische fusie of splitsing wordt georkestreerd, ligt de besluitvorming vast. Het is in beginsel de aandeelhoudersvergadering die op voorstel van het bestuur het fusie- of splitsingsbesluit neemt.⁴⁶⁸ Wanneer de te treffen reor-

⁴⁶⁶ Zie over de bevoegdheidsverdeling naar aanleiding van de *HBG*-zaak eveneens Sinninghe Damsté 2006, p. 202-205. Zie over de bevoegdheidsverdeling tussen de aandeelhoudersvergadering en het bestuur eveneens de conclusie van A-G Timmerman bij het *ABN AMRO*-arrest; HR 13 juli 2007, *LJN* BA7970.

⁴⁶⁷ Het is niet mogelijk om alle in de praktijk voorkomende reorganisatiemethoden en de daarbij behorende bevoegdheidsverdeling te bespreken. De omstandigheden van het geval zijn steeds bepalend voor de wijze waarop aan de reorganisatie gestalte wordt gegeven.

⁴⁶⁸ Art. 2:317 en 344m BW. Meermaals heb ik erop gewezen dat een verkrijgende vennootschap bij bestuursbesluit tot splitsing overgaan. Hetzelfde geldt voor de splitsende vennootschap op voorwaarde dat alle verkrijgende vennootschappen bij de splitsing opgerichte NV's en BV's zijn en de splitsende vennootschap daarvan bij de splitsing enig aandeelhouder wordt;

ganisatiemaatregelen diep ingrijpen in de vennootschappelijke structuur, is ook hier enige vorm van aandeelhoudersinspraak gepast. De wenselijkheid van enige vorm van inspraak voor de aandeelhouders in de besluitvorming ten aanzien van de sterfhuisconstructie wordt in de literatuur op twee verschillende gronden gestoeld. Enerzijds wordt betoogd dat een besluit om tot een sterfhuisconstructie over te gaan gelijk staat met een ontbindingsbesluit.⁴⁶⁹ De bevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering wordt in dat geval gebaseerd op het bepaalde in Artikel 2:19 lid 1 sub a BW. Anderzijds wordt de restbevoegdheid van Artikel 2:107/217 lid 1 BW als wettelijke basis voor de rechten van aandeelhouders in sterfhuissituaties aangevoerd.⁴⁷⁰ Ik acht het niet raadzaam om de beslissingsbevoegdheid ten aanzien van het reorganisatiebesluit volledig aan de aandeelhoudersvergadering op te dragen. Oostwouder wees er terecht op dat het opzetten van een reorganisatie een grondige voorbereiding vergt waarbij diverse belangen zorgvuldig moeten worden afgewogen.⁴⁷¹ Wanneer het crisisbesluit strekt tot het nemen van reorganisatiemaatregelen, wordt daarmee de bal wederom in het speelveld van het bestuur gelegd. Het bestuur dient een voorstel met betrekking tot de wijze van reorganisatie voor te bereiden en de aandeelhoudersvergadering tijdig te informeren over de reorganisatiemogelijkheden alsmede de voor- en nadelen van de verschillende alternatieven. Gelet op het bestaande wettelijke systeem ligt het mijns inziens het meest voor de hand om ook de uiteindelijke besluitvorming in handen van het bestuur te leggen echter niet voordat over het besluit de goedkeuring van de raad van commissarissen, voor zover een dergelijke raad is ingesteld, is ontvangen. Wanneer de voorgestelde reorganisatie diep ingrijpt in het karakter en de structuur van de vennootschap, dienen tevens de aandeelhouders te worden geraadpleegd. De in hoofdstuk 3 besproken reorganisatiemethoden laten zien dat wanneer de financiële moeilijkheden in een ver gevorderd stadium verkeren, doorgaans draconische reddingsoperaties vereist zijn die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Voor wat betreft de NV kan in dit verband aansluiting worden gezocht bij het bepaalde in Artikel 2:107a BW op grond waarvan bepaalde bestuursbesluiten aan de goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering dienen te worden onderworpen. Zoals gezegd, ontbreekt in Boek 2 BW een dergelijke bepaling voor de BV omdat aandeelhouders in dit type kapitaalvennootschap doorgaans geacht worden nauwe banden te hebben met het bestuur en zelf in staat te zijn om

Art. 2:334ff BW. Een verkrijgende vennootschap kan bij bestuursbesluit eveneens tot juridische fusie overgaan, zie Art. 2:331 BW.

⁴⁶⁹ Slagter 2000, p. 88; zie hierover ook Slagter 1982 I, p. 45. Honée geeft er de voorkeur aan Art. 2:19 BW niet als wettelijke basis te hanteren nu dat ertoe zou leiden dat aan de AvA met betrekking tot de besluitvorming ten aanzien van een sterfhuisconstructie een zelfstandige bevoegdheid zou toekomen. Volgens Honée zijn AvA en bestuur gezamenlijk bevoegd; zie Honée 1984, p. 18 voetnoot 12.

⁴⁷⁰ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42; Van Leeuwe & Van der Grinten (Fusies van ondernemingen), aant. III-4. Oostwouder voert in het kader van zijn betoog voor inspraak van de aandeelhouders van de holdingmaatschappij daar nog een derde rechtvaardigingsmogelijkheid aan toe door een parallel te trekken met de regeling van de juridische fusie en splitsing waarvoor een voorstel van het bestuur en vervolgens een besluit van de AvA vereist is; zie Oostwouder 1996, p. 10-11.

⁴⁷¹ Oostwouder 1996, p. 10-11 en 1997, p. 50-51.

hun eigen positie veilig te stellen.⁴⁷² Desalniettemin ben ik van mening dat ook bij de BV de aandeelhoudersvergadering over een dergelijke transactie dient te worden geconsulteerd nu de gevolgen daarvan diep ingrijpen in het wezen van de vennootschap. Artikel 2:107a BW vormt immers een codificatie van de heersende leer op basis waarvan aandeelhouders in ieder geval een instemmings- of goedkeuringsrecht toekomt ten aanzien van besluiten met verstreckende gevolgen voor het karakter en de structuur van de vennootschap.⁴⁷³ Bij de BV zou de bevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering naar geldend recht kunnen worden gebaseerd op een daartoe strekkende statutaire bepaling. We hebben immers gezien dat op basis van Artikel 2:129/239 lid 3 BW bepaalde bestuursbesluiten statutair aan de goedkeuring van een ander vennootschapsorgaan kunnen worden onderworpen. Of een dergelijke statutaire legitimatie noodzakelijk is, kan worden betwist. Reeds aan de hand van Artikel 2:217 lid 1 BW in combinatie met het geschetste wettelijke systeem, kan de plicht tot het raadplegen van de aandeelhoudersvergadering over de voorgenomen besluitvorming worden geconstrueerd.⁴⁷⁴ Voor de vraag welke bestuursbesluiten in de BV aan de goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering dienen te worden onderworpen kan een parallel worden getrokken met het bepaalde in Artikel 2:107a BW. De in Artikel 2:107a BW opgenomen besluiten geven een indicatie voor de categorie bestuursbesluiten die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap en waarover derhalve, conform de heersende leer en op basis van de wet, de aandeelhoudersvergadering dient te worden geraadpleegd. Daarbij dient echter wel te worden opgemerkt dat de lijst uit Artikel 2:107a BW niet limitatief is. Het gebruik van de woorden ‘waaronder in ieder geval’ in de aanhef van het eerste lid van dat artikel wijst erop dat er naast de daarin met zoveel woorden aangegeven bestuursbesluiten eveneens andere besluiten kunnen zijn die belangrijke wijzigingen brengen in de identiteit of het karakter van de vennootschap.⁴⁷⁵ Een ruime interpretatie van het bepaalde in Artikel 2:107a BW werd door de Hoge Raad, in navolging van de conclusie van de Advocaat-Generaal, in de *ABN AMRO*-zaak echter afgewezen.⁴⁷⁶ De Hoge Raad en de Advocaat-Generaal wijzen erop dat, hoewel de wetgever bij de totstandkoming van deze bepaling heeft aangegeven dat het niet mogelijk is om daarbij te voorzien in alle situaties waarin de aandeelhoudersvergadering dient te worden geconsulteerd en daarin om die reden een open norm wordt gebezigd, met het toekennen van goedkeuringsrechten aan de aandeelhoudersvergadering restrictief dient te worden omgegaan. De Advocaat-Generaal wijst er, na de totstandkomingsgeschiedenis van Artikel 2:107a BW te hebben besproken, op dat de in dat artikel genoemde situaties niet louter als indicatie bedoeld zijn maar strekken tot het bevorderen van de rechtszekerheid. De strekking van Artikel 2:107a BW brengt met zich, aldus de Hoge Raad, dat buiten de in dat artikel genoemde geval-

⁴⁷² Kritiek hierop wordt geleverd door Bosse 2004, p. 835-839.

⁴⁷³ MvT *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 18. Zie in die zin Bosse 2004, p. 838-839. Zie De Nijs Bik 2003, p. 43-48 die het schrappen van Art. 2:107a BW voor de BV betreurt. Zie anders Timmerman 2002 II, p. 295.

⁴⁷⁴ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

⁴⁷⁵ Zie MvA *Kamerstukken I* 2003/04, 28 179, B, p. 10. De categorie bestuursbesluiten die aan de goedkeuring van de AvA dient te worden onderworpen kan ook statutair worden uitgebreid.

⁴⁷⁶ HR 13 juli 2007, *LJN* BA7970.

len aan de aandeelhoudersvergadering enkel een goedkeuringsrecht toekomt wanneer: '(...) een bestuursbesluit zodanig ingrijpend is dat daardoor de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming en de aard van het aandeelhouderschap veranderen in vorenbedoelde zin'.⁴⁷⁷ Het besluit om tot de verkoop van LaSalle over te gaan bracht in casu geen belangrijke wijziging in de identiteit of het karakter van de vennootschap of de onderneming.⁴⁷⁸ In de literatuur is er bij de bespreking van Artikel 2:107a BW onder meer door Jitta op gewezen dat sommige bestuursbesluiten geen uitstel gedogen waardoor het praktisch onwenselijk zou zijn als voor het nemen van die besluiten moet worden gewacht tot de aandeelhoudersvergadering is geraadpleegd. Dat is volgens hem met name het geval wanneer de onderneming in betalingsmoeilijkheden verkeert. Anders dan bij de raad van commissarissen, zal de besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering niet op korte termijn kunnen plaatsvinden.⁴⁷⁹ Het argument van de tijdsdruk is mijns inziens echter van onvoldoende gewicht teneinde het passeren van de aandeelhoudersvergadering bij de besluitvorming te rechtvaardigen. Op het bestuur rust mijns inziens de plicht om financiële problemen tijdig op te sporen, te onderkennen en de aandeelhoudersvergadering hierover te informeren. Wordt hieraan niet voldaan, dan ligt het in de rede het bestuur daarvoor aansprakelijk te stellen. In concernverhoudingen kunnen de aandeelhouders in de besluitvorming worden gepasseerd door deze besluitvorming op het niveau van een subholding te laten plaatsvinden. Dit kan worden voorkomen door, zoals voorgesteld werd door Oostwouder, zowel voor wat betreft de ontvlechting met behulp van een activa/passiva transactie als door middel van een aandelentransactie aan te nemen dat voor zover de transactie vergaande gevolgen heeft voor de structuur van het concern als geheel, de aandeelhouders van de holding hierover dienen te worden geraadpleegd.⁴⁸⁰ Ik wees er reeds op dat Artikel 2:107a BW aldus is geformuleerd dat het niet mogelijk is de aandeelhouders van de moedervernootschap buiten spel te zetten. Wanneer de transactie in kwestie ten aanzien van de aandeelhouders van de moedervernootschap ingrijpende gevolgen heeft, dienen ook die aandeelhouders te worden geconsulteerd.⁴⁸¹

3.5. *Informatieplicht voor het bestuur en de rol van de commissarissen*

In dit hoofdstuk wordt uitgegaan van de situatie waarbij een vennootschap zich in financiële moeilijkheden bevindt, die van dien aard zijn dat omtrent de toekomst van de vennootschap een besluit dient te worden genomen. In de praktijk wordt dit crisismoment niet steeds met zoveel woorden onderkend en wordt niet daadwerke-

⁴⁷⁷ R.o 4.7. Dit uiteraard buiten de gevallen waarin statutair aan de aandeelhoudersvergadering een goedkeuringsrecht is toegekend.

⁴⁷⁸ Dat had de Ondernemingskamer in ieder geval niet vastgesteld, aldus A-G Timmerman in zijn conclusie bij de uitspraak van de Hoge Raad, zie overweging. 4.23 van de conclusie.

⁴⁷⁹ Jitta 2002, p. 75.

⁴⁸⁰ Zie Huizink 1996, p. 33; Oostwouder 1996, p. 10 e.v.

⁴⁸¹ Nota naar aanleiding van het verslag inzake de wet tot aanpassing van de structuurregeling; *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 23. Zie hierover onder meer De Nijs Bik 2003, p. 45; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 163-164.

lijk stilgestaan bij de te nemen maatregelen. Het bestuur gaat bijvoorbeeld, ondanks de financiële moeilijkheden waarvan zij al dan niet op de hoogte is, door met de bedrijfsactiviteiten. Dit leidt ertoe dat de vennootschap en haar belangrijkste betrokkenen vervolgens voor voldongen feiten komen te staan en enkel draconische maatregelen zoals een sterfhuisconstructie, het aanvragen van surséance van betaling of faillissement een oplossing kunnen bieden. Ik heb betoogd dat, tegen de achtergrond van de bevoegdheidsverdeling in Boek 2 BW, de gezamenlijke aandeelhouders in ieder geval in het nemen van een crisisbesluit dienen te worden betrokken. Verdedigbaar is mijns inziens zelfs om de desbetreffende besluitvormingsbevoegdheid volledig in handen van de aandeelhoudersvergadering te leggen. Dit mag echter geen schaduw werpen op de sleutelfunctie die in dit verband voor het bestuur is weggelegd. Het initiatief tot het nemen van een crisisbesluit mag mijn inziens niet bij de aandeelhouders worden gelegd en is primair een plicht die rust op het bestuur van de vennootschap. Het bestuur is verplicht om voortdurend de financiële situatie van de vennootschap te evalueren en indien nodig aan de alarmbel te trekken. Het zijn de bestuurders die het in de eerste plaats in hun macht hebben om de activiteiten van de vennootschap stop te zetten.⁴⁸² Het bepalen van het beleid van de vennootschap, daarbij rekening houdend met de financiële situatie, behoort immers tot het besturen van de vennootschap. Hiervan dient echter te worden onderscheiden de veel drastischere beslissing om de vennootschap te beëindigen of de bestaande situatie te prolongeren.⁴⁸³ Het bestuur dient de aandeelhoudersvergadering tijdig in te lichten over de financiële moeilijkheden en deze te informeren over de verschillende mogelijkheden. Een dergelijke informatieplicht van het bestuur aan de aandeelhouders is in het belang van de crediteuren. Des te sneller de financiële moeilijkheden worden onderkend, des te groter de kans voor de crediteuren dat de vennootschap haar verplichtingen zal kunnen nakomen. Het voortzetten van de vennootschap doet haar schuldenpositie immers oplopen. Daarnaast biedt het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergadering voor de crediteuren een waarschuwingssignaal voor een mogelijke financiële crisis.⁴⁸⁴ De aandeelhouders wordt door de informatieplicht eveneens de mogelijkheid geboden om op de (opkomende) financiële moeilijkheden te anticiperen terwijl het bestuur wordt aangemoedigd om

⁴⁸² Zie in die zin eveneens Van Eeghen 2006, p. 26.

⁴⁸³ Zie Didcott J in de reeds aangehaalde Zuid-Afrikaanse *Russlyn*-zaak. *Ex parte Russlyn Construction (Pty) Ltd* 1987 (1) SA 33 (D).

⁴⁸⁴ Hertig & H. Kanda 2004, p. 85. Het Nederlandse vennootschapsrecht kent, afgezien van de in Art. 2:108 BW voor de NV opgenomen regeling, niet de verplichting voor het bestuur om de aandeelhouders ongevraagde informatie te verstrekken. Zie in dit verband De Nijs Bik 2003, p. 43-48. Wel dient het bestuur en de raad van commissarissen de aandeelhoudersvergadering op grond van Art. 2:107/217 lid 2 BW alle door haar verlangde inlichtingen te verschaffen tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. De Hoge Raad was in de *HBG*-zaak van mening dat het eenmalig onvoldoende informeren van de aandeelhoudersvergadering niet leidt tot de conclusie dat sprake is van wanbeleid. Een dergelijk eenmalig tekortschieten kan alleen wanbeleid opleveren indien dit zeer schadelijke gevolgen heeft voor de onderneming. De Hoge Raad wijst ter ondersteuning van dit oordeel terug naar het *Ogem*-arrest (HR 10 januari 1990, NJ 1990/466). Het niet opzettelijk verstrekken van onvoldoende informatie dat geen ander gevolg had dan de mogelijkheid dat bij een deel van de aandeelhouders een verkeerde indruk bleef bestaan, is volgens de Hoge Raad in de *Viba*-zaak onvoldoende voor wanbeleid (HR 21 februari 2003, NJ 2003/181).

alserter te zijn ten aanzien van de financiële situatie binnen de vennootschap.⁴⁸⁵ Het is de taak van het bestuur om, eventueel in combinatie met de raad van commissarissen, de aandeelhouders bij het maken van de keuzes met raad en daad bij te staan. Aandeelhouders beschikken doorgaans niet over bedrijfsspecifieke kennis die binnen het bestuur wel aanwezig is. Het geniet, met het oog op de daarbij noodzakelijke belangenafweging, de voorkeur de raad van commissarissen zich eerst over het voorstel te laten uitspreken alvorens het aan de aandeelhoudersvergadering voor te leggen. De raad van commissarissen is immers het orgaan bij uitstek dat moet waken over de verschillende bij de vennootschap en de daaraan gerelateerde onderneming betrokken belangen. Voor een vennootschap die onderworpen is aan het structuurregime vloeit de goedkeuringsbevoegdheid van de raad van commissarissen, afhankelijk van de wijze waarop aan de reorganisatie gestalte wordt gegeven, voort uit het bepaalde in Artikel 2:164/274 BW. Wanneer het bestuur van mening is dat de vennootschap en de daaraan verbonden ondernemingen dienen te worden gereorganiseerd, kan het daartoe reeds een reorganisatievoorstel opstellen dat aan de aandeelhouders ter gelegenheid van het nemen van het crisisbesluit wordt voorgelegd. Indien de aandeelhouders de mening van het bestuur delen, dan kunnen op die manier de twee besluitvormingsrondes in elkaar worden geschoven.

Het is niet eenvoudig om in algemene bewoordingen aan te geven wanneer het crisismoment zich manifesteert en het bestuur verplicht is de aandeelhouders te informeren. Een mogelijkheid is om hiervoor aan te sluiten bij de situatie die centraal staat in Artikel 2:108a BW. Deze regeling is echter meermaals bekritiseerd onder meer omdat de daling van het vermogen eerst bij het opstellen van de jaarstukken kenbaar zal worden en de vergadering die door Artikel 2:108a BW wordt verlangd, zal samenvallen met de jaarvergadering.⁴⁸⁶ Mijns inziens kan een bestuur dat zijn taak naar behoren vervult, reeds eerder op de hoogte zijn van de financiële stand van zaken en mag dat dus ook van het bestuur worden verwacht.⁴⁸⁷ Wellicht dient het in Artikel 2:108a BW geformuleerde moment naar voren te worden gehaald teneinde het gewenste effect te sorteren. In de volgende hoofdstukken wordt onderzocht hoe in het Nederlandse vennootschapsrecht met de problematiek met betrekking tot in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen wordt omgegaan, daarbij zal worden ingegaan op het moment waarop, naar de huidige stand van het recht, maatregelen dienen te worden genomen. Bij dit alles dient te worden opgemerkt dat het bestuur van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap een zekere beleidsvrijheid dient toe te komen. Van belang is echter dat het bestuur bij de procedure inzake de besluitvorming zorgvuldig te werk gaat waarbij jegens de aandeelhouders de nodige transparantie en verantwoording in acht wordt genomen.⁴⁸⁸

⁴⁸⁵ Zie in die zin over een informatieplicht jegens de aandeelhouders de Amsterdamse effectenbeurs, 'Aandeelhouder en sterfhuisconstructies'.

⁴⁸⁶ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 317.2. Van Eeghen 2006, p. 86.

⁴⁸⁷ In die zin Slagter 1988 III, p. 312; Van den Ingh 1998, p. 20.

⁴⁸⁸ Zie in dit verband Brink in zijn noot bij de uitspraak van de Ondernemingskamer van 2 september 2004 (*JOR* 2004/271) waarin de voorgestelde reorganisatie van Getronics centraal stond.

4. Bevindingen

In dit hoofdstuk is uitgegaan van de hypothese dat wanneer de onderneming zich in financiële moeilijkheden bevindt, omtrent de toekomst daarvan op vennootschappelijk niveau een besluit dient te worden genomen. De vragen of de stand van zaken in het Nederlandse vennootschapsrecht noopt tot het aannemen van een dergelijke verplichting en op welk moment een dergelijke plicht wordt geactiveerd, vormen onderwerp van onderzoek in de volgende hoofdstukken. In dit hoofdstuk stond de zogenaamde preliminaire fase centraal. Onderzocht werd tot welk soort besluiten een (financiële) crisissituatie aanleiding kan geven en hoe aan de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van een dergelijke besluitvorming gestalte kan worden gegeven. Nagegaan werd in hoeverre de rol van de aandeelhouders daarbij kan worden versterkt. Voor wat betreft de besluitvorming werd een onderscheid gemaakt tussen de beslissing omtrent de eventueel te nemen reorganisatiemaatregelen en de daaraan voorafgaande besluitvorming waarbij op het crisismoment wordt nagegaan of de vennootschap dient te worden geliquideerd, gereorganiseerd of in de bestaande vorm te worden voortgezet. Ik heb betoogd dat het, gezien het wettelijke systeem, voor de hand ligt om de aandeelhoudersvergadering in ieder geval op het crisismoment in de besluitvorming omtrent het voortzetten, liquideren dan wel reorganiseren te betrekken. De slechte positie waarin de aandeelhouders bij het doorvoeren van bijvoorbeeld een sterfhuisconstructie komen te verkeren, kan voor hen een reden zijn om zich in het voortraject actief op te stellen. Er is mijns inziens niets op tegen om de besluitvorming ten aanzien van het crisisbesluit zelfs geheel in handen van de aandeelhoudersvergadering te leggen. Het initiatief tot het nemen van een crisisbesluit dient echter primair te worden gezien als een op het bestuur rustende verplichting. Voor het bestuursorgaan is in dit kader een belangrijke taak weggelegd. Het bestuur zal de aandeelhoudersvergadering dienen te informeren over de financiële moeilijkheden en de te nemen maatregelen. Het kan terzake voorstellen doen en deze ter goedkeuring voorleggen aan de gezamenlijke aandeelhouders. Wanneer op basis van bovenstaand besluitvormingstraject geconcludeerd wordt om tot reorganisatie over te gaan, is vervolgens de vraag welk orgaan bevoegd is de wijze van reorganiseren te bepalen. Het bestuur dient in ieder geval een voorstel te doen voor een mogelijke reorganisatie. Bepalend voor de uiteindelijke bevoegdheidsverdeling is de wijze waarop aan de reorganisatie gestalte zal worden gegeven. Naar de huidige stand van het Nederlandse vennootschapsrecht dienen de aandeelhouders ten aanzien van transacties die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap (of het concern) en de daaraan verbonden ondernemingen op zijn minst te worden geraadpleegd. Voor de vraag welke bestuursbesluiten diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap en waarover de aandeelhoudersvergadering derhalve dient te worden geconsulteerd, kan worden aangesloten bij het bepaalde in Artikel 2:107a BW.

DEEL III

DE REPRESSIEVE FASE

PLAN VAN BEHANDELING

Het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid biedt de vennootschappelijke zeggenschapshouders de mogelijkheid om de risico's van het ondernemerschap op de crediteuren af te wentelen. Het risico op benadeling van crediteuren wordt met name pregnant wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert en de activiteiten desondanks worden voortgezet. In dit derde deel van het onderzoek wordt nagegaan op welke manier in verschillende rechtsstelsels met de problematiek inzake het voortzetten van vennootschappen in financiële moeilijkheden wordt omgegaan. Onderzocht wordt op welke manier het gedrag van de vennootschappelijke zeggenschapshouders binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap wordt gereguleerd. Die normering kan op verschillende manieren plaatsvinden. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gewezen op het Duitse systeem waarbij de bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap op enig moment verplicht worden het faillissement van de vennootschap aan te vragen. De Nederlandse wetgeving kent geen specifieke regeling ter voorkoming van de benadeling van vennootschapscrediteuren en andere belanghebbenden ten gevolge van het continueren van de activiteiten van een vennootschap op een moment waarop de overlevingskansen (nagenoeg) zijn verkeken. Het vennootschaps- noch het faillissementsrecht voorzien in een bepaling op grond waarvan de vennootschappelijke zeggenschapshouders gehouden zijn om, wanneer de vennootschap zich financieel in een uitzichtloze situatie bevindt, de ondernemingsactiviteiten te staken en het faillissement aan te vragen.⁴⁸⁹ In het vorige onderdeel van het onderzoek werd ingegaan op de besluitvorming waartoe een (financiële) crisissituatie aanleiding geeft. Daarbij werd uitgegaan van de hypothese dat op enig

⁴⁸⁹ De crediteuren hebben uiteraard wel de mogelijkheid om het faillissement van de vennootschap aan te vragen. Bovendien kan de vennootschap daar zelf ook op vrijwillige basis toe overgaan; Art. 1 FW. Zie hoofdstuk 4 voor de bevoegdheidsverdeling binnen de vennootschap in dit verband. Volgens Van den Ingh is het verdedigbaar dat uit het bepaalde in Art. 2:74/185 BW (ontbinding door de rechtbank bij gebrek aan baten of staking doelverwezenlijking) voortvloeit dat de vennootschap zelf tot ontbinding moet besluiten wanneer haar doel wegens een gebrek aan baten niet meer kan worden verwezenlijkt. Zie in dit verband Van den Ingh 1998, p. 29. Hoe dit ook zij, een expliciete plicht tot het staken van de activiteiten of de aanvraag van het faillissement van de vennootschap, is niet in de wet opgenomen.

moment omtrent het al dan niet voortbestaan van de vennootschap een beslissing dient te worden genomen. In dit derde deel wordt nagegaan in hoeverre op de vennootschappelijke zeggenschaphouders, naar heersende opvattingen in het Nederlandse recht en daarbuiten, een dergelijke plicht rust en of het schenden van een dergelijke plicht aanleiding kan geven tot aansprakelijkheid. We zijn daarmee beland bij de derde, zogenaamde repressieve, fase. Een alternatief systeem om de collusie tussen de belangen van de aandeelhouders en bestuurders enerzijds en die van de crediteuren anderzijds te beheersen en in evenwicht te houden, kan immers gevonden worden in een *ex post* bescherming van de crediteuren door het creëren van de mogelijkheid om diegenen die het beleid van de vennootschap hebben bepaald, daarvoor ter verantwoording te roepen en onder omstandigheden zelfs aansprakelijk te stellen. De normering van het gedrag van vennootschappelijke zeggenschaphouders in financiële crisistijd vloeit, voor wat betreft Nederlands, voornamelijk voort uit het aansprakelijkheidsrecht.⁴⁹⁰

In dit derde onderdeel van het onderzoek komen achtereenvolgens de bestuurdersaansprakelijkheid (hoofdstuk 5) en de aansprakelijkheid in concernverhoudingen aan bod (hoofdstuk 6). Het vennootschappelijk beleid wordt immers in de eerste plaats door de bestuurders bepaald. Daarnaast kan ook aan de moeder-vennootschap in concernverhoudingen een beleidsbepalende invloed toekomen. In hoofdstuk 7 wordt vervolgens een kijkje genomen buiten de landsgrenzen. Daarbij wordt ingegaan op de gedragsnormen en aansprakelijkheidsgronden voor de beleidsbepalers binnen een in (nakende) financiële moeilijkheden verkerende vennootschap naar Engels en Zuid-Afrikaans recht. Vragen die daarbij aan de orde komen zijn onder meer in hoeverre vennootschappelijke zeggenschaphouders gehouden zijn om op enig moment (in toenemende mate) met de belangen van de crediteuren rekening te houden en of zij eventueel voor een gebrek in die belangenbehartiging aansprakelijk kunnen worden gesteld. In hoofdstuk 8 wordt nagegaan in hoeverre de aandeelhouders als vennootschappelijke zeggenschaphouders gehouden kunnen worden om, ook buiten concernverhoudingen, met de belangen van de crediteuren rekening te houden. Voorts wordt onderzocht of er andere manieren zijn om de negatieve gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid voor de crediteuren te mitigeren dan wel ervoor te zorgen dat de daaruit voortvloeiende benadeling van crediteuren (gedeeltelijk) ten laste van de vennootschappelijke zeggenschaphouders kan worden gebracht. In dit verband kan worden gedacht aan de in Duitsland geldende regeling inzake de achterstelling van aandeelhoudersleningen.

⁴⁹⁰ Zie over de normerende werking van het aansprakelijkheidsrecht Kroeze 2005. Zie hierover nader hoofdstuk 9 hierna.

BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID

1. Inleiding

Ik heb mij in het vorige hoofdstuk op het standpunt gesteld dat op het bestuur van de vennootschap een belangrijke plicht rust om voortdurend de financiële situatie van de vennootschap te evalueren en indien nodig aan de alarmbel te trekken. In dit hoofdstuk wordt onderzocht in hoeverre het gedrag van bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap naar huidige opvattingen in het Nederlandse recht wordt gereguleerd. Zoals ik reeds aangaf ligt de nadruk daarbij op regels van het aansprakelijkheidsrecht.⁴⁹¹ In dit derde onderdeel van het onderzoek wordt onderzocht in hoeverre vennootschappelijke zeggenschaphouders gehouden zijn om op enig moment met de belangen van de crediteuren van de vennootschap (in toenemende mate) rekening te houden. Vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming dient daarbij in de eerste plaats de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van de bestuurders te worden geëxploreerd. Het zijn immers de bestuurders die het in de eerste plaats in hun macht hebben om de activiteiten van de vennootschap stop te zetten. Wanneer een vennootschap niet langer in staat is haar verplichtingen te voldoen, komt de vraag op wie daarvoor verantwoordelijk dan wel aansprakelijk kan worden gehouden. De eerste spreekwoordelijke deur waarop daarvoor zal worden aangeklopt is die van het bestuur. Het bestuur is immers, behoudens beperkingen krachtens de statuten, belast met het besturen van de vennootschap⁴⁹² en dient uit dien hoofde als eerste op de hoogte te zijn van de financiële situatie. Wanneer niet tijdig op de (naderende) financiële problemen wordt ingespeeld of met de anticipatie daarop niet het gewenste resultaat is geboekt, wordt de aansprakelijkheidsvraag pregnant. Voor eventuele gelaedeerden is van belang wie voor de verkeerde afloop verantwoordelijk is en meer in het bijzonder in hoeverre deze verantwoordelijkheid aanleiding kan geven tot aansprakelijkheid. Dat het bestuur binnen de vennootschap, maar ook daarbuiten, onder omstandigheden verantwoordelijk kan worden gehouden voor het gevoerde beleid, blijkt onder meer uit de mogelijkheden die de wet biedt om bestuurders in die hoedanigheid zowel in-

⁴⁹¹ Zie over de normerende werking van het aansprakelijkheidsrecht Kroeze 2005.

⁴⁹² Art. 2:129/239 lid 1 BW.

tern, binnen de vennootschap, als extern, naar derden toe, aansprakelijk te stellen. In dit hoofdstuk wordt onderzocht in hoeverre de bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap, naar heersende opvattingen in Nederland, gehouden zijn maatregelen te treffen teneinde benadeling van crediteuren onder dergelijke omstandigheden te voorkomen. Daarbij wordt onderzocht of en in hoeverre een dergelijke gehoudenheid bestaat jegens de vennootschap of jegens de crediteuren rechtstreeks. Bij de bespreking van een aantal reorganisatiemethoden in hoofdstuk 3 zagen we dat reddingsoperaties doorgaans worden opgezet op instigatie van het bestuur (doorgaans in samenspraak met de belangrijkste financiers van de vennootschap). Hierna wordt tevens ingegaan op de vraag naar de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van bestuurders wanneer de belangen van de crediteuren van de vennootschap bij een dergelijke reddingsoperatie zijn veronachtzaamd.

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de voornaamste gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid en de wijze waarop daaraan in de jurisprudentie en de literatuur invulling is gegeven. Het doel van deze analyse is te komen tot een definiëring van datgene wat binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap dan wel een vennootschap die met financiële problemen wordt bedreigd, van de bestuurders van de vennootschap kan worden verwacht. In de eerste plaats worden enkele kanttekeningen geplaatst bij de normering van het bestuursgedrag en het verschil tussen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid. Vervolgens worden de verschillende gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid geschetst, gevolgd door een nadere bespreking van die aansprakelijkheidsgronden en de repercussies daarvan voor het bestuur in geval van (naderende) financiële moeilijkheden. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een weergave van de belangrijkste bevindingen. In de hierna volgende hoofdstukken wordt nagegaan in hoeverre andere zeggenschapshouders verantwoordelijk of aansprakelijk kunnen zijn voor de gang van zaken bij de in financiële moeilijkheden verkerende onderneming. Daarbij kan in de eerste plaats worden gedacht aan de moedervennootschap in concernverhoudingen aangezien deze ten gevolge van de participatie in het aandelenkapitaal van de dochtervennootschap onder omstandigheden mede het beleid kan bepalen.

2. Normering van het bestuurshandelen, verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid

Voor het reguleren van de problematiek inzake de voortzetting van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen is in de Nederlandse literatuur in het verleden meermaals aansluiting gezocht bij het Duitse⁴⁹³ en het Engelse recht.⁴⁹⁴ Het Duitse recht kent de zogenaamde regeling van de *Überschuldung*. Deze regeling noopt de bestuurder in geval van *Zahlungsunfähigkeit* of *Überschuldung* van de vennootschap binnen drie weken na het intreden van die toestand tot het aanvragen

⁴⁹³ Zie over de Duitse regeling inzake *Überschuldung* onder meer Boschma & Lennarts 1994, p. 288 e.v.; Timmerman & Lennarts 1997, p. 302-309; Borrius 2003 II, p. 89.

⁴⁹⁴ Zie over de Engelse *wrongful trading-rule* in de Nederlandse literatuur onder meer Boschma & Lennarts 1994, p. 286 e.v.; Timmerman & Lennarts 1997, p. 304 e.v.; Wessels 1997, p. 395-396; Borrius 2003 II, p. 89; Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 81 e.v., alsmede Schutte-Veenstra 2005, p. 21 e.v.

van het faillissement of een gerechtelijke schuldsaneringsprocedure over te gaan.⁴⁹⁵ Blijft de bestuurder hiermee in gebreke, dan riskeert hij persoonlijke aansprakelijkheid jegens de crediteuren voor de daardoor ontstane schade.⁴⁹⁶ Voor kapitaalvennootschappen is met name de *Überschuldung* van belang aangezien deze toestand eerder zal intreden dan de *Zahlungsunfähigkeit*.⁴⁹⁷ Van *Überschuldung* is in beginsel sprake wanneer het vermogen van de schuldenaar de bestaande verplichtingen niet langer dekt.⁴⁹⁸ De passiva van de vennootschap zijn met andere woorden omvangrijker dan de resterende activa. De onderneming mag echter worden voortgezet wanneer de omstandigheden aanleiding geven om aan te nemen 'dat het in overwegende mate waarschijnlijk is' dat de onderneming zal kunnen worden voortgezet.⁴⁹⁹ Het voorgaande impliceert derhalve een toekomstprognose ten aanzien van de levensvatbaarheid van de onderneming.⁵⁰⁰ De Engelse regeling inzake de voortzetting van verliesgevende activiteiten komt uitgebreid aan de orde in hoofdstuk 7. Anders dan in Duitsland en Engeland kent het Nederlandse recht geen specifieke regeling ter voorkoming van de benadeling van vennootschapscrediteuren ten gevolge van het continueren van de bedrijfsactiviteiten op een moment waarop de overlevingskansen zijn verkeken. Desalniettemin bieden de ontwikkelingen in de rechtspraak onder omstandigheden de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van bestuurders voor eventueel door crediteuren geleden schade. De belangrijkste normering van het bestuursgedrag binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap geschiedt naar Nederlands recht dan ook aan de hand van, vennootschappelijke en algemeen civielrechtelijke, aansprakelijkheidsbepalingen.

Onderzocht wordt in hoeverre bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap gehouden zijn om (in toenemende mate) met de belangen van crediteuren rekening te houden en in hoeverre zij gehouden zijn om maatregelen te treffen om op die financiële moeilijkheden te anticiperen en de benadeling van de crediteuren zoveel mogelijk te voorkomen. Die gehoudenheid blijkt uit de mogelijkheden die, naar Nederlands recht, bestaan om bestuurders voor een gebrek in de belangenbehartiging achteraf aansprakelijk te stellen. Aansprakelijkheid dient echter te worden onderscheiden van verantwoordelijkheid. Het bestuur is, binnen de vennootschap maar ook daarbuiten, 'verantwoordelijk' voor het door hem gevoerde beleid.⁵⁰¹ Die interne 'verantwoordelijkheid' blijkt onder meer uit de verantwoordingsplicht van het bestuur jegens de gezamenlijke aandeelhouders, de raad van commissarissen en de ondernemingsraad. De verantwoordingsplicht jegens de aandeelhoudersvergadering blijkt uit de op het bestuur rustende verplichting tot het opmaken van een jaarverslag⁵⁰² en tot het verschaffen van alle door de aandeelhoudersvergadering verlangde inlichtingen.⁵⁰³ Een vergelijkbare bepaling

⁴⁹⁵ § 64 I GmbHG en § 92 II AktG.

⁴⁹⁶ § 823, lid 2 BGB.

⁴⁹⁷ Timmerman & Lennarts 1997, p. 303; Wessels 1997, p. 395; Hirte 2006, 3.62.

⁴⁹⁸ § 19 II 1 InsO.

⁴⁹⁹ § 19 II 2 InsO.

⁵⁰⁰ Raiser & Veil 2006, § 41 28.

⁵⁰¹ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 319; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁰² Art. 2:101/210 BW.

⁵⁰³ Voor zover een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen niet verzet; Art. 2:107/217 lid 2 BW.

treffen we aan in Artikel 2:141/251 BW voor wat betreft de informatievoorziening van het bestuur aan de raad van commissarissen. De verantwoordingsplicht van het bestuur jegens de ondernemingsraad kan worden afgeleid uit het bepaalde in onder meer de Artikelen 24 en 31 van de Wet op de ondernemingsraden. De verantwoordelijkheid brengt met zich dat het bestuur door diverse vennootschapsorganen, maar onder omstandigheden ook door andere belanghebbenden, op het gevoerde beleid kan worden aangesproken. Het enquêterecht biedt diverse belanghebbenden bijvoorbeeld een mogelijkheid om het bestuur over het gevoerde beleid ter verantwoording te roepen.⁵⁰⁴ Verantwoordelijkheid hoeft echter niet steeds tot aansprakelijkheid te leiden.⁵⁰⁵ Aansprakelijkheid impliceert een gehoudenheid tot het betalen van een schadevergoeding.⁵⁰⁶ In het hiernavolgende wordt onderzocht in hoeverre het bestuur aansprakelijk kan worden gesteld voor het binnen de vennootschap gevoerde beleid waarbij met name wordt ingegaan op de situatie waarin de vennootschap zich in financiële moeilijkheden bevindt of daarmee wordt bedreigd.

3. Gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid⁵⁰⁷

Ondanks het feit dat de naamloze en de besloten vennootschap volledige rechtspersoonlijkheid bezitten en dientengevolge losstaan van diegenen die daarin het beleid bepalen, is het niet uitgesloten dat bestuurders van deze kapitaalvennootschappen onder omstandigheden voor hun bestuurlijk optreden persoonlijk aansprakelijk worden gesteld. Boek 2 BW kent twee belangrijke gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid te weten, de interne aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap, zoals neergelegd in Artikel 2:9 BW, en de externe aansprakelijkheid in geval van faillissement die haar neerslag heeft gevonden in Artikel 2:138/248 BW. Daarnaast is in Boek 2 BW een aantal bepalingen opgenomen die onder specifieke omstandigheden acties jegens het bestuur dan wel de individuele bestuurders mogelijk maakt. Te denken valt in dit verband onder meer aan de aansprakelijkheid

⁵⁰⁴ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 319; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁰⁵ Zie hierover onder meer Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 320 en de daar aangehaalde literatuur. Zie in verband met verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid eveneens Timmerman 2006 II, p. 337 en Kroeze, Timmerman & Wezeman 2005, p. 127 e.v. Timmerman maakt een onderscheid tussen voor de bestuurders geldende aansprakelijkheids- en gedragsnormen waarbij hij aangeeft dat gedragsnormen strenger zijn. Ik ben het daarmee eens, echter wanneer in het hiernavolgende gesproken wordt over gedragsnormen, wordt daarmee bedoeld op de gedragsnormen die voor de bestuurders uit het aansprakelijkheidsrecht voortvloeien. Uit de aansprakelijkheidsprocedures blijkt immers op welke manier bestuurders zich behoren te gedragen. Naar mijn mening kan iedere aansprakelijkheidsnorm in dit verband worden geformuleerd als een gedragsnorm. Het omgekeerde is echter niet het geval. Niet alle gedragsnormen moeten tot aansprakelijkheid leiden. Zie in verband met de voor bestuurders geldende gedragsnormen hoofdstuk 9 hierna. Zie over het samenvallen van gedrags- en aansprakelijkheidsnormen Timmerman 2006 III, p. 541.

⁵⁰⁶ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 320.

⁵⁰⁷ Hier wordt enkel ingegaan op de civielrechtelijke gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid waarbij de nadruk ligt op de aansprakelijkheidstelling in gevolge Art. 2:9, 2:138/248 en 6:162 BW. De strafrechtelijke aansprakelijkheid blijft hier buiten beschouwing. Hetzelfde geldt voor de aansprakelijkheid wegens het niet afdragen van belastingpremies.

wegens het ontbreken van het vereiste minimumkapitaal,⁵⁰⁸ wegens het creëren van een misleidende voorstelling van zaken door de jaarrekening, tussentijdse cijfers of het jaarverslag⁵⁰⁹ en de aansprakelijkheidstelling in het kader van de verkrijging van eigen aandelen door de vennootschap.⁵¹⁰ Als grondslag voor externe aansprakelijkheid van bestuurders kan eveneens een beroep worden gedaan op de onrechtmatige daadsactie van Artikel 6:162 BW. Een mogelijkheid waarvan vooral door crediteuren van de vennootschap in het verleden veelvuldig gebruik is gemaakt. Daarnaast kan de bestuurder van een rechtspersoon onder omstandigheden aansprakelijk worden gesteld op basis van de tweede misbruikwet (de WBA) wanneer de rechtspersoon in gebreke blijft met de afdracht van bepaalde premie- en belastingschulden.⁵¹¹ Een andere procedure waarin het ondernemingsbeleid door een rechterlijke instantie onder de loep wordt genomen is de enquêteprocedure. Op deze procedure wordt in zowel het onderhavige als het volgende hoofdstuk niet ingegaan. De reden daarvoor is gelegen in de aard van de enquêteprocedure. De enquêteprocedure heeft veeleer ten doel de vennootschap ter verantwoording te roepen over de gang van zaken binnen de onderneming zonder dat een en ander hoeft te resulteren in een persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder(s).⁵¹² Het is, in tegenstelling tot de procedures gebaseerd op Artikel 2:9, 6:162 of 2:138/248 BW, als zodanig geen aansprakelijkheidsprocedure.⁵¹³

In het hiernavolgende wordt nader ingegaan op de drie belangrijkste gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de interne aansprakelijkheid van Artikel 2:9 BW en de externe aansprakelijkheid waarvoor een beroep kan worden gedaan op het bepaalde in Artikel 2:138/248 BW en de onrechtmatige daadsactie van Artikel 6:162 BW. De plicht tot het treffen van maatregelen teneinde de negatieve gevolgen van de financiële moeilijkheden af te wenden, kan niet alleen bestaan jegens de crediteuren van de vennootschap maar ook jegens de vennootschap zelf. In het vorige hoofdstuk werd bijvoorbeeld uitgegaan van een op het bestuur rustende verplichting om de financiële stand van zaken binnen de vennootschap op de voet te volgen en indien nodig de aandeelhouders daarover te informeren. In dit verband dient zowel te worden ingegaan op de interne als op de externe gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid. Bij de bespreking van elk van de drie genoemde aansprakelijkheidsgrondslagen wordt in de eerste plaats ingegaan op de invulling die daaraan gegeven wordt in het algemeen. Vervolgens worden die algemene bevindingen toegespitst op de situatie waarin de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert en wordt geëvalueerd welke

⁵⁰⁸ Art. 2:69/180 BW.

⁵⁰⁹ Art. 2:139/249 BW.

⁵¹⁰ Art. 2:95 lid 2, 98a lid 2 lid 5, 98d lid 2 en 207a lid 2-3 en 207d lid 2 BW.

⁵¹¹ Art. 36 Invorderingswet 1990 (IW 1990). Deze basis voor bestuurdersaansprakelijkheid blijft verder nagenoeg buiten beschouwing.

⁵¹² Timmerman 2003 I, p. 556; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 283-284. Zie in dit verband ook Timmerman 2006 III, p. 531-543. Zie in dit verband HR 4 juni 1997, NJ 1997/671 (*Text Lite*) en HR 4 april 2003, NJ 2003/538 (*Skipper Club*).

⁵¹³ Zie over de aard van de enquêteprocedure onder meer Van Solinge 1998, p. 37-63; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 283-284. Zie voor een vergelijking tussen de hiernavolgende aansprakelijkheidsnormen voor het bestuur en de gedragsnormen voor bestuurders die uit het enquête-recht voortvloeien onder meer Assink 2006 III, p. 307-316.

normering van de desbetreffende aansprakelijkheidsregels uitgaat op het bestuurs-handelen in dergelijke omstandigheden. De bevindingen uit die onderdelen worden vervolgens samengebracht, waarbij wordt ingegaan op datgene wat naar heersende opvattingen, zowel door de vennootschap zelf als door derden, van het bestuur van een vennootschap in (naderende) financiële moeilijkheden mag worden verwacht.

4. Aansprakelijkheid jegens de vennootschap (interne aansprakelijkheid)

4.1. *Onderlinge verhouding tussen de vennootschap en de bestuurder*

Alvorens in te gaan op de gronden voor aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap, worden hier enige woorden gewijd aan de onderlinge verhouding tussen de vennootschap enerzijds en de individuele bestuurder anderzijds. Deze rechtsverhouding zou immers in beginsel repercussies kunnen hebben voor de invulling van de toepasselijke aansprakelijkheidsnorm. Over de aard van deze rechtsbetrekking is reeds veel geschreven.⁵¹⁴ Volgens de heersende leer staat de bestuurder in een tweeledige verhouding tot de rechtspersoon. In de eerste plaats maakt hij onderdeel uit van de vennootschap als deelrechtsorde. Daarnaast is zijn verhouding tot de vennootschap van contractuele aard.⁵¹⁵ Aan die contractuele verhouding wordt doorgaans gestalte gegeven in de vorm van een rechtsbetrekking die overeenkomt met een arbeidsovereenkomst. Dit laatste zal doorgaans het geval zijn wanneer de bestuurder in ruil voor de door hem te verrichten werkzaamheden loon ontvangt.⁵¹⁶ Een werknemer is jegens zijn werkgever, blijkens het bepaalde in Artikel 7:661 BW slechts aansprakelijk voor de door hem veroorzaakte schade indien sprake is van opzet of bewuste roekeloosheid. Bij gebreke van een arbeidsovereenkomst, wordt algemeen aangenomen dat de contractuele relatie tussen de vennootschap en haar bestuurder bestaat uit een overeenkomst van opdracht in de zin van Artikel 7:400 BW. De contractuele relatie brengt met zich dat de bestuurder, wanneer sprake is van een toerekenbare tekortkoming in de nakoming van de op hem rustende verbintenis, door de vennootschap aansprakelijk kan worden gesteld uit hoofde van wanprestatie in de zin van Artikel 6:74 BW. Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek kent daarnaast voor de aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap een *lex specialis* die is neergelegd in Artikel 2:9 BW.⁵¹⁷

⁵¹⁴ Zie voor beschouwingen hierover onder meer Huizink 1989 die een onderscheid maakt tussen de functionele en de contractuele verhouding tussen de bestuurder en de vennootschap; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 244-245; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 307 e.v.; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 45. Zie over de relatie tussen bestuurder en vennootschap meer in het bijzonder in verband met de aansprakelijkheid van Art. 2:9 BW: Wezeman 1998, p. 65 e.v.; Blanco Fernández 2000, p. 474 e.v. en de door hen aangehaalde literatuur; De Groot 2003, p. 5-6.

⁵¹⁵ Zie onder meer Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 45.

⁵¹⁶ Een ander kenmerk van de reguliere arbeidsovereenkomst, namelijk de ondergeschiktheid ontbreekt echter doorgaans ten aanzien van de bestuurder; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 420.

⁵¹⁷ Zie over samenloop van de aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap op basis van Art. 2:9, 7:661 en 6:162 BW de uitspraak van de Hoge Raad van 2 maart 2007, *NJ* →

4.2. Behoorlijke taakvervulling in de zin van Artikel 2:9 BW

4.2.1. Ernstig verwijt

Iedere bestuurder is, krachtens het bepaalde in Artikel 2:9 BW, tegenover de rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak. In geval van een tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling kan het bestuur als collectief dan wel de individuele bestuurder daarvoor onder omstandigheden aansprakelijk worden gesteld. Aan de in Artikel 2:9 BW vervatte norm werd door de Hoge Raad nader invulling gegeven in het arrest *Staleman/Van de Ven*.⁵¹⁸ De Hoge Raad was in dit arrest van oordeel dat voor aansprakelijkheid op grond van Artikel 2:9 BW vereist is dat de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Of van een dergelijk ernstig verwijt sprake is, zal afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval. Relevante omstandigheden waaraan in dit kader betekenis dient te worden toegekend zijn, aldus de Hoge Raad, onder meer:

‘(...) de aard van de door de rechtspersoon uitgeoefende activiteiten, de in het algemeen daaruit voortvloeiende risico’s, de taakverdeling binnen het bestuur, de eventueel voor het bestuur geldende richtlijnen, de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen, alsmede het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult’.⁵¹⁹

De vraag wat dient te worden verstaan onder de term ‘ernstig verwijt’, heeft menig jurist in de pen doen klimmen.

4.2.1.1. Ernstig verwijt en opzet of bewuste roekeloosheid

De door de Hoge Raad in het *Staleman/Van de Ven*-arrest ontwikkelde maatstaf ‘ernstig verwijt’ die dient te gelden voor bestuurdersaansprakelijkheid, is in latere jurisprudentie door ons hoogste rechtscollège meermaals bevestigd.⁵²⁰ Voor de concretisering van deze maatstaf wordt in de literatuur onder meer een parallel getrokken met de aansprakelijkheid van een werknemer jegens zijn werkgever.⁵²¹ De reden

2007/240. De Hoge Raad was daarin van mening dat de beperking van de aansprakelijkheid van de bestuurder en de werknemer die is neergelegd in Art. 2:9 BW c.q. Art. 7:661 BW eveneens van toepassing is indien sprake is van een onrechtmatige daad door de bestuurder c.q. de werknemer in de vervulling van zijn arbeidsovereenkomst. Hetzelfde geldt volgens de Hoge Raad in het geval waarin de aan de bestuurder verweten onrechtmatige daad zo nauw verbonden is met die taakvervulling dat de strekking van de genoemde artikelen zich tegen een ruimere aansprakelijkheid verzetten.

⁵¹⁸ HR 10 januari 1997, NJ 1997/360.

⁵¹⁹ HR 10 januari 1997, NJ 1997/360; r.o. 3.3.1.

⁵²⁰ Zie in dit verband HR 11 juni 1999, NJ 1999/586 (*Van Dooren q.q./Hendriks*); HR 10 december 1999, NJ 2000/6 (*Moonen/Prickartz q.q.*); HR 29 november 2002, NJ 2003/455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*); HR 4 april 2003, NJ 2003/538 (*Skipper Club Charter/Jaarsma*).

⁵²¹ Zie onder meer A. van Hees 1994, p. 1; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321; zie hierover onder meer Blanco Fernández 2000, p. 477 e.v.; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

hiervoor is gelegen in de herkomst van de term ernstig verwijt,⁵²² die door de Hoge Raad oorspronkelijk werd gehanteerd als norm voor aansprakelijkheid van werknemers.⁵²³ Bij de invoering van Artikel 7:661 BW is echter, voor wat betreft de aansprakelijkheid van de werknemer, gekozen voor een andere terminologie. Thans kan de werknemer slechts door zijn werkgever aansprakelijk worden gehouden wanneer sprake is van 'opzet of bewuste roekeloosheid'. In de literatuur is de vraag gesteld in hoeverre de maatstaf ernstig verwijt overeenkomt met de norm die geldt voor de aansprakelijkheid van werknemers.⁵²⁴

Aan de term ernstige verwijtbaarheid dient een zelfstandige betekenis te worden toegekend naast de opzet of bewuste roekeloosheid die geldt voor de aansprakelijkheid van werknemers.⁵²⁵ Deze aanname wordt bevestigd door de uitspraak van de Hoge Raad⁵²⁶ van 10 december 1999.⁵²⁷ In dit arrest werden, in een poging tot aansprakelijkstelling van de bestuurder die tevens werknemer van de vennootschap was, beide maatstaven naast elkaar geplaatst. Helaas liet de Hoge Raad zich in deze zaak niet uit over de onderlinge verhouding tussen beide begrippen. Wanneer we ervan uitgaan dat voor een bestuurder die tevens werknemer is, de maatstaf voor werknemersaansprakelijkheid prevaleert, in die zin dat hij slechts aansprakelijk kan worden gesteld in geval van opzet of bewuste roekeloosheid, ontstaat er mijns inziens een niet te rechtvaardigen verschil in aansprakelijkheid tussen bestuurders die wel en bestuurders die niet als werknemer van de vennootschap kwalificeren.⁵²⁸ Dit probleem wordt door sommige auteurs opgelost door de maatstaf

⁵²² Zie onder meer Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵²³ HR 4 februari 1983, NJ 1983/543 (*Debrot*-arrest).

⁵²⁴ Zie onder meer Glasz 1995, p. 48 e.v.; Kortmann & Faber 1996, p. 899 e.v.; Huizink 1997, p. 333 e.v.; Wezeman 1998, p. 65 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321; Blanco Fernández 2000, p. 477 e.v. en de reactie op dit artikel van Roos 2001, p. 143-144; Wezeman 2000, p. 151-152; Schröder 2001, p. 849 e.v.; Borrius 2003 II, p. 81 e.v.; De Groot 2003, p. 9 e.v.; Potjewijd 2003, p. 607 e.v.; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; Wezeman 2003, p. 161 e.v.; Van Maanen 2004, p. 119 e.v.; Wezeman 2004, p. 89 e.v.; zie voor een overzicht van de discussie en andere relevante literatuur dienaangaande Assink & Olden 2005, p. 9 e.v.

⁵²⁵ Van Maanen wijst erop dat indien de Hoge Raad voor de aansprakelijkheid van de bestuurder in *Staleman/Van de Ven* had willen aansluiten bij de aansprakelijkheid van werknemers, deze eenvoudigweg voor de daarvoor geldende maatstaf van opzet of bewuste roekeloosheid had kunnen opteren. In 1992 had de Hoge Raad voor de aansprakelijkheid van werknemers immers reeds van dat criterium gebruik gemaakt. HR 27 maart 1992, NJ 1992/496 (*Mor-sink/Neben*); Zie Van Maanen 2004, p. 119. A-G Huydecoper bij het *Skipper Club*-arrest, HR 4 april 2003, NJ 2003/538. Anders Van Hees 1994, p. 1 e.v. daterende van voor het *Staleman/Van de Ven*-arrest en de uitspraak in *Moonen/Prickartz q.q.*; eveneens anders De Groot 2003, p. 10 e.v. Hij pleit er echter voor dat ten aanzien van de bestuurder een strengere aansprakelijkheidsnorm zou moeten gelden dan ten aanzien van de werknemer. Ik ben het met die opvatting eens. Die strengere aansprakelijkheidsnorm kan worden bereikt door voor de aansprakelijkheid van de bestuurder een andere maatstaf dan ernstige verwijtbaarheid te hanteren, zie Blanco Fernández 2000, p. 474 e.v. die van mening is dat een bestuurder reeds aansprakelijk is in geval van gewone schuld, of anderzijds door aan de maatstaf van de ernstige verwijtbaarheid een andere invulling te geven.

⁵²⁶ *Moonen/Prickartz q.q.*, HR 10 december 1999, NJ 2000/6.

⁵²⁷ Zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; zie A-G Huydecoper in zijn conclusie bij het arrest van de Hoge Raad van 4 april 2003, NJ 2003/538; zie hierover Van Maanen 2004, p. 119.

⁵²⁸ Beckman 1994, p. 113 e.v.; Wezeman 1998, p. 67; Borrius 2003 II, p. 80; Potjewijd 2003, p. 608; Van Maanen 2004, p. 119. Ik heb erop gewezen dat niet iedere bestuurder een arbeidsover-

voor aansprakelijkheid van Artikel 7:661 BW waar het bestuurders betreft in te vul-
len aan de hand van de maatstaf van ernstig verwijt die in het kader van Artikel 2:9
BW wordt gehanteerd.⁵²⁹ Ter onderbouwing van dit betoog wordt een beroep ge-
daan op de uitzonderingsmogelijkheid die in Artikel 7:661 BW wordt geboden. De
laatste zin van het eerste lid bepaalt immers dat uit de omstandigheden van het ge-
val, mede gelet op de aard van de overeenkomst, anders kan voortvloeien. De aard
van de rechtsbetrekking van de bestuurder jegens de vennootschap zou in deze ge-
dachtegang een dergelijke uitzondering rechtvaardigen.⁵³⁰ De rechtsbetrekking tus-
sen de vennootschap en de bestuurder is tweeledig van aard, zowel contractueel als
vennootschappelijk. Zie ik het goed dan zijn de desbetreffende auteurs van mening
dat de rechtspersonenrechtelijke maatstaf dient te overheersen.⁵³¹ In zijn arrest van
10 december 1999 was de Hoge Raad van oordeel dat een bestuurder aansprakelijk
is in geval van ernstige verwijtbaarheid terwijl een bestuurder die in zijn hoedanig-
heid van werknemer iets wordt verweten, daarvoor jegens zijn werkgever slechts
aansprakelijk is in geval van opzet of bewuste roekeloosheid.⁵³² Begrijp ik het arrest
van de Hoge Raad goed, dan is de grondslag waarop de bestuurder aansprakelijk
wordt gesteld beslissend voor de voor aansprakelijkheid aan te leggen maatstaf.
Voor het aansprakelijk stellen van een bestuurder geldt dat hem een ernstig verwijt

eenkomst heeft met de vennootschap waar hij bestuurder is. Niet iedere bestuurder kan der-
halve worden gezien als een werknemer van de desbetreffende vennootschap.

⁵²⁹ Zie hierover Wezeman 1998, p. 67-68: 'aangenomen mag daarom worden dat de uit de con-
tractuele rechtsbetrekking voortvloeiende aansprakelijkheid van bestuurders voor tekortko-
mingen in de uitoefening van hun werkzaamheden volledig door de regeling van Art. 9 Boek
2 BW wordt beheerst'. Zie ook Schröder 2001, p. 851 die van mening is dat de rechtsperso-
nenrechtelijke maatstaf dient te prevaleren; zo ook Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; zie
eveneens Borrius 2003 II, p. 80 die van mening is dat de uit de contractuele relatie voortvloei-
ende aansprakelijkheid wordt beheerst door Art. 2:9 BW; Potjewijd 2003, p. 608 e.v. die het
heeft over het laten samenvallen van beide maatstaven. Dit is een ietwat misleidende be-
woording, juister is mijns inziens de formulering van Van Maanen: '(...) dat het "ernstig
verwijt"-criterium zowel bij artikel 2:9 BW, als bij artikel 7:661 lid 1 BW als maatstaf zou
worden aanvaard voor interne aansprakelijkheid (...)'; zie hierover Van Maanen 2004, p. 119.
Anders De Groot 2003, p. 10 e.v. wiens redenering echter tot een vergelijkbaar resultaat leidt
namelijk een strengere norm voor de aansprakelijkheid van bestuurders. Volgens hem zijn de
termen ernstige verwijtbaarheid en opzet of bewuste roekeloosheid equivalenten. Hij is ech-
ter van mening dat voor de bestuurder een strengere norm voor aansprakelijkheid dient te
gelden in die zin dat ook grove schuld tot aansprakelijkheid leidt.

⁵³⁰ Beckman 1994, p. 113 e.v.; Glasz 1995, p. 46-49; Schröder 2001, p. 849 e.v. Zie over deze rede-
nering Wezeman 1998, p. 67-68 die kritiek heeft op de visie van Glasz en Van Maanen 2004,
p. 119. Potjewijd 2003, p. 608 is van mening dat beide maatstaven voor aansprakelijkheid
voor wat betreft de bestuurder-werknemer dienen samen te vallen. Vervolgens geeft deze
auteur echter aan dat Art. 7:661 BW de mogelijkheid biedt om van de maatstaf opzet of be-
wuste roekeloosheid af te wijken. Als ik het goed zie, wordt daarmee bedoeld dat de ven-
nootschapsrechtelijke norm dient te prevaleren.

⁵³¹ Uit het voorgaande blijkt dat daarvoor verschillende constructies worden aangewend. Zo
wordt bijvoorbeeld betoogd dat de aansprakelijkheid van Art. 7:661 BW dient te worden in-
gevuld door de norm van Art. 2:9 BW. Anderzijds wordt betoogd dat slechts de regel van
Art. 2:9 BW relevant is. Een en ander komt echter op hetzelfde neer namelijk het betoog dat
de vennootschapsrechtelijke maatstaf voor de aansprakelijkheid van de bestuurder-werkne-
mer maatgevend is.

⁵³² *Hoge Raad in het Moonen/Prickartz q.q.-arrest* r.o. 3.2.

moet kunnen worden gemaakt terwijl diezelfde bestuurder, wanneer hij als werknemer wordt aangesproken, slechts aansprakelijk zal zijn jegens de vennootschap in geval van opzet of bewuste roekeloosheid. Van Maanen⁵³³ merkt mijns inziens terecht op dat de Hoge Raad kennelijk onvoldoende aanleiding vond om ten aanzien van de bestuurder die tevens werknemer is, zonder meer de maatstaf voor aansprakelijkheid van bestuurders te laten prevaleren. Het laten prevaleren van de maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid boven die voor de aansprakelijkheid van werknemers kan onder omstandigheden onwenselijk zijn. Dit zou er immers toe leiden dat de desbetreffende bestuurder nimmer de bescherming geniet die hem in beginsel als werknemer toekomt, hetgeen onder omstandigheden tot onbillijke resultaten kan leiden. Daarvan zal met name sprake zijn wanneer het gaat om het toebrengen van schade die voortvloeit uit gedragingen of handelingen die om het even welke werknemer, die geen bestuurder is, in zijn hoedanigheid van werknemer zou hebben kunnen verrichten. Ik zou daarom het geschetste probleem willen oplossen door de gulden middenweg te bewandelen. In navolging van Assink en Olden⁵³⁴ ben ik van mening dat voor de bestuurder-werknemer beide maatstaven kunnen gelden. Wanneer de bestuurder aansprakelijk wordt gesteld voor daden die samenhangen met of voortvloeien uit zijn bestuursfunctie, dan dient mijns inziens de norm van ernstige verwijtbaarheid te prevaleren. Wanneer het echter gaat om een aansprakelijkheid van de bestuurder voor een tekortkoming in diens hoedanigheid van werknemer, dan dient hij slechts aansprakelijk te worden gehouden voor de daardoor veroorzaakte schade indien sprake is van opzet of bewuste roekeloosheid.⁵³⁵ Uiteraard zal deze laatste categorie van gedragingen zeer beperkt zijn. Het zal dan moeten gaan om gedragingen die iedere werknemer in zijn functie zou kunnen tentoonspreiden. Het feit dat de desbetreffende werknemer tevens bestuurder is, brengt met zich dat deze zich slechts zelden van de bestuursmantel zal kunnen ontdoen. Betreft het gedragingen die in het geheel niet samenhangen met de bestuursfunctie maar veeleer voortvloeien uit zijn hoedanigheid als werknemer van de vennootschap, dan kan de rechter zich mijns inziens op het standpunt stellen dat geen sprake is van een tekortkoming in de bestuurstaak waarvan hem een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Het gaat in Artikel 2:9 BW immers om een tekortkoming van de bestuurder in de bestuurstaak. Artikel 7:661 BW is uiteraard niet van toepassing op bestuurders die geen werknemer van de vennootschap zijn. In een dergelijk geval zou de vennootschap voor de gedragingen van de desbetreffende bestuurders die buiten de bestuurstaak vallen, aansprakelijk kunnen zijn op grond van het bepaalde in Artikel 6:170 BW. De draagplicht wordt in dat geval op dezelfde wijze verdeeld.⁵³⁶ Voor het beantwoorden van de vraag of de bestuurder in de

⁵³³ Van Maanen 2004, p. 119.

⁵³⁴ Assink & Olden 2005, p. 13.

⁵³⁵ Dit ligt mijns inziens in lijn met de uitspraak van de Hoge Raad in het arrest *Moonen/Prickartz q.q.* Volgens De Groot levert het scheiden van de institutionele en de contractuele aansprakelijkheid waarbij de contractuele aansprakelijkheid wordt voorbehouden voor gevallen van contractbreuk door de bestuurder en de functionele voor een falen in de uitoefening van de bestuurstaken, praktische problemen op, zie De Groot 2003, p. 7 e.v.; zie Wezeman 2004, p. 91.

⁵³⁶ Assink & Olden 2005, p. 13. In de literatuur wordt aangenomen dat de bestuurder in dat geval op basis van opdracht werkzaam is voor de vennootschap. De Hoge Raad heeft reeds in

onderlinge verhouding tot de vennootschap in de schadevergoeding moet bijdragen, geldt immers eveneens, blijkens het derde lid, de maatstaf van opzet of bewuste roekeloosheid.

4.2.1.2. *Ernstig verwijt; een nadere invulling*

Wanneer we ervan uitgaan dat aan de maatstaf van ernstige verwijtbaarheid inderdaad een zelfstandige betekenis toekomt en deze niet kan worden gelijkgesteld met opzet of bewuste roekeloosheid, is de vraag wanneer van een zodanig ernstig verwijt sprake is dat de bestuurder voor de tekortkoming in de bestuurstaak aansprakelijk kan worden gehouden. In de literatuur is uitgebreid aandacht besteed aan de mate van verwijtbaarheid die de bestuurder moet treffen terzake de tekortkoming en de voor het vestigen van aansprakelijkheid vereiste ernst van de tekortkoming. Volgens Maeijer is eerst sprake van een ernstig verwijt dat tot aansprakelijkheid kan leiden wanneer het gaat om: '(...) een onmiskenbare, duidelijke tekortkoming waarover geen redelijk oordelend en verstandig ondernemer twijfelt'.⁵³⁷ Dit zou betekenen dat slechts in een beperkt aantal gevallen plaats is voor bestuurdersaansprakelijkheid in de zin van Artikel 2:9 BW. Maeijer zoekt, zoals ik reeds aangaf, voor de interpretatie van de term ernstig verwijt immers aansluiting bij de aansprakelijkheid van werknemers, hetgeen zou betekenen dat de bestuurder slechts aansprakelijk kan worden gesteld wanneer deze zich de tekortkoming daadwerkelijk heeft gerealiseerd en desalniettemin de nadelige gevolgen daarvan voor de vennootschap op de koop toe heeft genomen.⁵³⁸ Een van de redenen waarom in het verleden de toepassing van de maatstaf van opzet of bewuste roekeloosheid voor de aansprakelijkheid van de bestuurder werd verdedigd, was dat deze in beginsel vergelijkbare werkzaamheden vervult als de werknemer en dat de bestuurder daarbij vrij moet zijn bepaalde risico's te nemen. De risico's die inherent zijn aan het ondernemerschap zouden met zich brengen dat niet iedere fout of ieder falen tot een toerekenbare tekortkoming kan leiden.⁵³⁹ Een andere opvatting zou het vrije ondernemerschap in de kiem smoren. Niet iedere 'misstap of fout' van de bestuurder hoeft derhalve tot aansprakelijkheid te leiden.⁵⁴⁰ Echter, ook binnen de maatstaf van het

1989 besloten dat een bestuurder van een besloten vennootschap voor de toepassing van het toenmalige Art. 1403 lid 3 BW als ondergeschikte van die vennootschap kon worden aangemerkt; HR 4 november 1989, *NJ* 1989/244. Op de aansprakelijkheid van de bestuurder als ondergeschikte van de vennootschap ga ik niet verder in aangezien in het kader van dit onderzoek met name de aansprakelijkheid van bestuurders uit hoofde van hun bestuursfunctie interessant is.

⁵³⁷ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321. Zie ook Maeijer 1991, p. 4.

⁵³⁸ Zie over deze opvatting van Maeijer ook Assink & Olden 2005, p. 10.

⁵³⁹ Zie over deze redenering onder meer Schröder 2003, p. 850-851 en de door haar aangehaalde bronnen in voetnoot 44 en Blanco Fernández 2000, p. 478 en de door hem aangehaalde bronnen in voetnoot 31. Zie ook de reactie van Roos op het artikel van Blanco Fernández, Roos 2001, p. 143-144.

⁵⁴⁰ Wezeman 1998, p. 68; Schröder 2001, p. 852; Borrius 2003 II, p. 83 e.v. Enige voorzichtigheid dient mijns inziens te worden betracht bij het gebruik van de term 'misstap of fout'. Hiermee wordt bedoeld een beslissing van het bestuur die nadelig uitpakt voor de vennootschap. Wanneer men daarentegen aanneemt dat van een fout of misstap eerst sprake is wanneer de bestuurder de op hem rustende zorgplicht schendt, waarover hierna meer, dan is er mijns in-

ernstig verwijt is er mijns inziens plaats voor het toekennen van enige vrijheid aan het bestuur. Ik kom hierop terug.

De norm ernstige verwijtbaarheid wordt in de literatuur door een aantal auteurs gezien als een strengere maatstaf voor aansprakelijkheid dan de opzet of bewuste roekeloosheid die voor de werknemer geldt.⁵⁴¹ Ik sluit mij bij deze opvatting aan.⁵⁴² De strengere maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid kan worden gerechtvaardigd door het feit dat de bestuurder, anders dan de werknemer, in een vertrouwensrelatie tot de vennootschap staat.⁵⁴³ Hij dient zich bij het voeren van het bestuur te laten leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. Van de bestuurder kan in versterkte mate worden verwacht dat hij op de hoogte is van het reilen en zeilen binnen de onderneming alsmede dat hij in zijn doen en laten nauwlettender rekening houdt met de belangen van de vennootschap en de daarbij betrokkenen.

ziens niets op tegen om aan te nemen dat de bestuurder voor iedere fout of misstap aansprakelijk is. Zie hierover Blanco Fernández 2000, p. 478 e.v. die van mening is dat een bestuurder die de fout met gewone diligentie had kunnen voorkomen, aansprakelijk is. De maatstaf van de ernstige verwijtbaarheid dient volgens deze auteur te worden heroverwogen en bestuurders moeten volgens hem reeds in geval van gewone schuld aansprakelijk kunnen worden gesteld.

⁵⁴¹ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; Van Maanen 2004, p. 119; Schröder 2001, p. 850 e.v. die het heeft over het milde aansprakelijkheidsregime van het arbeidsrecht. Assink & Olden 2005, p. 10. Anders Kortmann & Faber 1996, p. 900 die van mening zijn dat beide termen synoniemen zijn. Anders eveneens De Groot 2003, p. 10 e.v. die evenwel van mening is dat de maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid strenger behoort te zijn en Potjewijd 2003, p. 608 die van mening is dat beide maatstaven voor wat betreft de aansprakelijkheid van de bestuurder-werknemer behoren samen te vallen; anders eveneens Van Hees 1994, p. 1 e.v., die van mening is dat voor de bestuurder eenzelfde maatstaf heeft te gelden als voor de werknemer; Maeijer in Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321 die aangeeft dat het criterium ernstig verwijt aansluit bij het criterium opzet of bewuste roekeloosheid. In zijn noot bij het *Staleman/Van de Ven*-arrest onder nummer 1 merkt Maeijer echter op: 'Het valt intussen op dat de HR niet de in mijn ogen iets scherpere maatstaf aanlegt van "opzet of bewuste roekeloosheid", (...)'. Een vergelijkbare formulering treffen we aan bij Borrius 2003 II, p. 81. Wezeman 2004, p. 91 e.v. die aanleiding ziet om ernstige verwijtbaarheid als een lichtere norm aan te merken maar die, teneinde té snel aansprakelijkstelling van bestuurders te voorkomen, ervoor pleit om de invulling van de norm 'ernstig verwijt' zo dicht mogelijk te laten aansluiten bij de norm voor aansprakelijkheid voor werknemers. Zie voor een verdere weergave van de discussie Assink & Olden 2005, p. 10.

⁵⁴² Met de term strengere maatstaf doel ik hier op een maatstaf die eerder tot aansprakelijkheid leidt. Die strengere maatstaf kan, zoals ik reeds aangaf, enerzijds worden bereikt door aan de term 'ernstige verwijtbaarheid' een andere invulling te geven dan aan de term 'opzet of bewuste roekeloosheid' die geldt voor de aansprakelijkheid van werknemers of anderzijds door voor de aansprakelijkheid van bestuurders een geheel andere maatstaf te hanteren. Nu de Hoge Raad in het arrest *Moonen/Prickartz q.q.* de maatstaf voor bestuurders- en die voor werknemersaansprakelijkheid van elkaar heeft onderscheiden, geef ik de voorkeur aan eerstgenoemde oplossing. De Hoge Raad heeft immers de mogelijkheid gecreëerd om aan de maatstaf voor aansprakelijkheid van bestuurders een andere invulling te geven dan die geldt voor de aansprakelijkheid van werknemers.

⁵⁴³ De Groot 2003, p. 11; Assink & Olden 2005, p. 10 voetnoot 21.

Uit Artikel 2:9 BW vloeit een gedragsnorm voor de bestuurder jegens de vennootschap voort.⁵⁴⁴ De bestuurder is gehouden zijn taak naar behoren te vervullen. Wanneer hij hierin tekort schiet, kan hij daarvoor door de vennootschap aansprakelijk worden gesteld. De bestuurder hoeft niet te garanderen dat de vennootschap, waarover hij de leiding voert, een florissant leven beschoren zal zijn, bij gebreke waarvan onvoorwaardelijk sprake is van bestuurdersaansprakelijkheid. Op de bestuurder rust daarentegen een inspanningsverbintenis.⁵⁴⁵ Zoals gezegd dient niet iedere fout van de bestuurder zonder meer in aansprakelijkheid te resulteren. Uit de bewoordingen van Artikel 2:9 BW blijkt echter wel dat hij gehouden is de hem opgedragen taak behoorlijk te vervullen. De vraag is echter wanneer een bestuurder onvoldoende inspanning heeft geleverd. Blijkens de leer van de Hoge Raad is voor aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap op basis van het schenden van de uit Artikel 2:9 BW voortvloeiende gedragsnorm vereist dat er sprake is van een tekortkoming in de behoorlijke taakvervulling door de bestuurder waarvan hem een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Of van een dergelijke tekortkoming in de inspanningsverbintenis door de bestuurder sprake is, zal afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval. De omstandigheden die daarvoor indicatief kunnen zijn betreffen, volgens de Hoge Raad in het *Staleman/Van de Ven*-arrest, de aard van de uitgeoefende activiteiten, de daaruit voortvloeiende risico's, de taakverdeling binnen het bestuur, de eventueel voor het bestuur geldende richtlijnen, de gegevens waarover de bestuurder beschikte of behoorde te beschikken ten tijde van de aan hem verweten beslissingen of gedragingen en het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult. Met name aan deze laatste omstandigheid wordt in de literatuur bijzondere betekenis toegekend.⁵⁴⁶ De door de Hoge Raad geformuleerde maatstaf voor aansprakelijkheid wordt daarmee tot op zekere hoogte geobjectiveerd.⁵⁴⁷ Het gaat om datgene wat mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult.⁵⁴⁸ De bestuurder dient er derhalve in de eerste plaats voor in te staan dat hij over de nodige capaciteiten beschikt teneinde zijn taak naar behoren te vervullen.⁵⁴⁹ Datgene wat onder omstandigheden mag worden verwacht van een 'bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult' kan vervolgens nader worden geconcretiseerd

⁵⁴⁴ Zie over de gedragsnorm die op basis van de jurisprudentie uit Art. 2:9 BW voortvloeit onder meer Borrius 2003 II, p. 82-83; Assink & Olden 2005, p. 9.

⁵⁴⁵ In die zin Wezeman 1998, p. 68 die van mening is dat niet iedere bestuursfout tot aansprakelijkheid moet leiden; zie verder onder meer Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁴⁶ Zie onder meer Wezeman 1998, p. 68 e.v.; Schröder 2001, p. 846 e.v.; Borrius 2003 II, p. 82 e.v.; Parijs 2003, p. 234 e.v.; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; Assink & Olden 2005, p. 11; zie over dit criterium eveneens De Kluiver 1997, p. 373 e.v.

⁵⁴⁷ Borrius 2003 II, p. 82; Huizink (Rechtspersonen), art. 9 aant. 4; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; Assink & Olden 2005, p. 11.

⁵⁴⁸ Wezeman 1998, p. 68-69: 'Van onbehoorlijke taakvervulling is pas sprake bij handelingen die door geen redelijk handelend bestuurder in dezelfde omstandigheden zouden zijn verricht'. In gelijke zin Wezeman 2003, p. 161 e.v.

⁵⁴⁹ Wezeman 1998, p. 68; Borrius 2003 II, p. 82; De Groot 2003, p. 7; Huizink (Rechtspersonen), art. 9 aant. 4.

aan de hand van de overige, door de Hoge Raad geformuleerde, relevante omstandigheden.⁵⁵⁰ Uit de bewoordingen van de Hoge Raad blijkt dat aan het bestuur een zekere beleidsvrijheid toekomt. Zo dient bijvoorbeeld rekening te worden gehouden met de uit de activiteiten voortvloeiende risico's. Aan de hand van deze parameters zal onder concrete omstandigheden dienen te worden uitgemaakt of het bestuur in gebreke is gebleven met de uitoefening van zijn inspanningsverbintenis. Het bestuur dient in staat te worden gesteld bepaalde risico's te nemen,⁵⁵¹ echter niet zonder daarbij de nodige inspanningen te leveren. Het staat het bestuur derhalve vrij beslissingen te nemen waarvan niet bij voorbaat duidelijk is of deze voor de vennootschap voordelig zullen uitpakken. Vereist is een gedegen beleidsvoorbereiding waarbij de mogelijke risico's in kaart worden gebracht en worden afgezet tegen de mogelijke voordelen van de desbetreffende beslissing. De voorzienbaarheid van de mogelijke schade voor de vennootschap is niet bepalend voor de aansprakelijkheid.⁵⁵² Niet relevant is mijns inziens of de bestuurder zich de tekortkoming heeft gerealiseerd.⁵⁵³ Onvoldoende en onzorgvuldige voorbereiding waardoor niet wordt voldaan aan de inspanningsverbintenis die op een bestuurder, die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult, rust kan daarentegen wel tot aansprakelijkheid leiden.⁵⁵⁴ Wanneer niet is voldaan aan datgene wat verwacht mag worden van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult, dan is er in beginsel sprake van een tekortkoming waarbij de ernstige verwijtbaarheid gegeven is, tenzij de desbetreffende bestuurder succesvol een beroep kan doen op een van de nog te bespreken disculpatiegronden van Artikel 2:9 BW.⁵⁵⁵ Zoals Wezeman aangeeft is de mate van verwijtbaarheid reeds in de norm van Artikel 2:9 BW verdisconteerd en vormt deze geen afzonderlijk bestanddeel voor aansprakelijkheid op basis van Artikel 2:9 BW.⁵⁵⁶ De bestuurder moet overigens niet slechts in uitzonderingssituaties aansprakelijk kunnen worden gesteld. Het onzorgvuldig handelen dient weliswaar duidelijk te zijn maar de bestuurder kan niet enkel aansprakelijk worden gesteld in geval van een evidente 'onmiskerbare' tekortkoming terzake

⁵⁵⁰ Wezeman 2003, p. 161 e.v.

⁵⁵¹ Zo onder meer Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321.

⁵⁵² Assink & Olden 2005, p. 11.

⁵⁵³ Zie Assink & Olden 2005, p. 11 die het niet wenselijk achten de bestuurder te goeder trouw van aansprakelijkheid te vrijwaren enkel omdat hij meende in het belang van de vennootschap te handelen.

⁵⁵⁴ Zie in dit verband Schröder 2001, p. 851, die 'het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en nauwgezet vervult', aanmerkt als de zorgvuldigheidsmaatstaf waaraan de bestuurder moet voldoen. Wanneer hier niet aan is voldaan, zou de bestuurder in beginsel aansprakelijk moeten kunnen worden gehouden.

⁵⁵⁵ Zie in die zin Borrius 2003 II, p. 83. Zie eveneens in vergelijkbare zin Schröder 2001, p. 848 e.v. die van mening is dat de mate van verwijtbaarheid van de tekortkoming slechts een ondergeschikte rol zou moeten spelen. Wel moet volgens deze auteur rekening worden gehouden met de beleidsvrijheid voor de bestuurder en de omstandigheden van het geval. Te snel tot aansprakelijkheid concluderen, zou niet overeenkomen met de rechtspersoonlijkheid die de NV en de BV kenmerkt.

⁵⁵⁶ Wezeman 2004, p. 86 e.v.

waarvan de bestuurder een ernstige mate van schuld treft.⁵⁵⁷ De uitspraak van de Hoge Raad in het *Skipper Club Charter/Jaarsma*-arrest⁵⁵⁸ lijkt in het verlengde te liggen van deze opvatting. Het hof was in deze zaak van oordeel dat:

‘Een op art. 2:9 BW gegronde aansprakelijkheid (...) slechts [kan; M.O.] worden aangenomen in het geval de betrokken bestuurder als zodanig (...) zo onmiskenbaar en duidelijk in de vervulling van zijn taken is tekortgekomen dat daarover geen redelijk oordelend ondernemer zou kunnen twijfelen’.⁵⁵⁹

Volgens de Hoge Raad lijken de bewoordingen van het hof erop te wijzen dat een te strenge maatstaf is aangelegd. De Hoge Raad geeft echter niet aan of dat in casu inderdaad het geval was.⁵⁶⁰

4.2.2. Artikel 2:9 BW en de collectiviteit van het bestuur

Boek 2 BW gaat uit van de collectiviteit van het bestuur.⁵⁶¹ Aan het bestuur wordt als college een bepaalde taak opgedragen en op de bestuurders rust in verband daarmee een collectieve verantwoordelijkheid. De collectieve verantwoordelijkheid kan tot een collectieve aansprakelijkheid van het bestuur als college leiden. De vennootschap hoeft in het kader van een Artikel 2:9-procedure niet aan te tonen welke bestuurder zich wel en welke zich niet schuldig heeft gemaakt aan de onbehoorlijke taakvervulling.⁵⁶² Voor de individuele bestuurder staat echter een disculpatiemogelijkheid open. Teneinde daarop succesvol een beroep te kunnen doen, dient deze in de eerste plaats aan te tonen dat de tekortkoming niet aan hem te wijten is en in de tweede plaats dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen teneinde de gevolgen daarvan af te wenden.

Onlangs het uitgangspunt van collectieve verantwoordelijkheid wordt in het vervolg van Artikel 2:9 BW melding gemaakt van een mogelijke taakverdeling tussen de bestuurders. Voornoemd artikel vestigt, voor zover het een aangelegenheid betreft die tot de werkring van twee of meerdere bestuurders behoort, op die bestuurders een hoofdelijke aansprakelijkheid terzake de tekortkoming. Over de rol

⁵⁵⁷ Vergelijk Assink & Olden 2005, p. 10-11. Ik ben het eens met Assink & Olden die stellen dat het verwijt de bestuurder ofwel wel ofwel niet te maken valt, een tussenweg is volgens hun niet mogelijk. Zij stellen dat niet zozeer het verwijt, maar wel de tekortkoming door de bestuurders ernstig moet zijn; zie Assink & Olden 2005, p. 11.

⁵⁵⁸ HR 4 april 2003, *NJ* 2003/538. Zie hierover onder meer Assink & Olden 2005, p. 11.

⁵⁵⁹ R.o. 9 van het hof.

⁵⁶⁰ Of het daadwerkelijk een te strenge maatstaf heeft gehanteerd is niet duidelijk. De Hoge Raad geeft hiervoor de volgende reden: ‘(...) nu het hof (...) onvoldoende inzicht heeft gegeven in de gedachtegang die heeft geleid tot de verwerping van de stelling (...) dat (...) [de bestuurder; M.O.] zich heeft schuldig gemaakt aan onbehoorlijk bestuur’. Zie r.o. 3.5 van de Hoge Raad. A-G Huydecoper is in zijn conclusie bij het arrest eveneens van oordeel dat het hof een té strenge maatstaf heeft aangelegd; zie overweging nr. 26 van de conclusie van de A-G.

⁵⁶¹ Maeijer in zijn noot bij het arrest van de Hoge Raad van 10 januari 1997 (*Staleman/Van de Ven*) *NJ* 1997/360 onder nummer 1; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 302.

⁵⁶² Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321.

van de taakverdeling en de eventuele implicaties daarvan voor de bestuurdersaansprakelijkheid is in de literatuur uitvoerig gediscussieerd.⁵⁶³ De vraag is in hoeverre een taakverdeling de bestuurders van aansprakelijkheid kan disculperen. De taakverdeling binnen het bestuur werd in het *Staleman/Van de Ven*-arrest eveneens genoemd als een van de relevante omstandigheden die in acht moeten worden genomen bij het beoordelen van de vraag of de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Mijns inziens moet aan de taakverdeling als disculpatiegrond geen zelfstandige betekenis worden toegekend. Gezien de uitspraak van de Hoge Raad in het *Staleman/Van de Ven*-arrest is het weliswaar een omstandigheid waarmee in concrete gevallen rekening dient te worden gehouden, desalniettemin kan het enkele feit dat een bepaalde aangelegenheid, gezien de onderlinge taakverdeling, niet tot de taak van de individuele bestuurder behoorde, hem niet zonder meer van aansprakelijkheid vrijwaren.⁵⁶⁴ In navolging van Maeijer⁵⁶⁵ ben ik van mening dat het bestaan van een interne taakverdeling een individuele bestuurder slechts tot voordeel zal strekken in zijn beroep op de individuele disculpatiegrond in dier voege dat wanneer hij een beroep kan doen op een taakverdeling, hij sterker staat in zijn verweer dat een bepaalde tekortkoming niet aan hem te wijten is aangezien de desbetreffende aangelegenheid buiten zijn takenpakket viel. Daarnaast zal hij aannemelijk moeten maken dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen teneinde de gevolgen van de tekortkoming af te wenden. Hier komt wederom de collectiviteit van het bestuur om de hoek kijken. Ondanks een eventuele taakverdeling, is het besturen van de vennootschap een taak van het bestuur als geheel.⁵⁶⁶ Op iedere individuele bestuurder rust derhalve de plicht om maatregelen te treffen teneinde de negatieve gevolgen van een eventuele tekortkoming voor de vennootschap af te wenden. Dat geldt eveneens voor aangelegenheden die strikt genomen, volgens de interne taakverdeling, niet tot zijn werkkring behoorden. De taakverdeling mag nooit zover gaan dat een bepaalde aangelegenheid aan het bestuur als geheel wordt ontnomen. Ondanks het toedelen van een bepaalde aangelegenheid aan een van de bestuurders, staat het het bestuur als college vrij te eisen dat de desbetreffende be-

⁵⁶³ Ik ga niet in detail op deze discussie in. Zie hierover onder meer Van Schilfgaarde 1986, p. 13 e.v.; Dortmond 1990, p. 13 e.v.; Wezeman 1998, p. 71 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321 en de daar aangehaalde werken; zie voor een overzicht van de discussie eveneens Dortmond 2000 I, p. 67; De Groot 2003, p. 12; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47. Zie verder eveneens Strik 2006, p. 507-517. Zie voor de discussie over de vraag wanneer gesproken kan worden van een werkkring en op welke wijze aan de taakverdeling gestalte dient te worden gegeven onder meer Glasz 1995, p. 42 en Wezeman 1998, p. 71. Zie ook Van den Ingh 2002 II, p. 99 e.v.

⁵⁶⁴ Anders Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁶⁵ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321. Zie ook hierover Huizink 1997, p. 334-335; vergelijk Wezeman 1998, p. 71 e.v.

⁵⁶⁶ In navolging van onder meer Maeijer ben ik van mening dat de collectiviteit met zich meebrengt dat een ernstig verwijt van onbehoorlijke taakvervulling jegens het bestuur als collectief voldoende is voor aansprakelijkstelling. Niet is vereist dat jegens elke bestuurder afzonderlijk een ernstig verwijt kan worden gemaakt. Het staat de individuele bestuurder vervolgens uiteraard vrij een beroep te doen op een disculpatiegrond. Ik ga hier niet verder in op de discussie of het verwijt aan het bestuur als geheel dan wel aan iedere bestuurder afzonderlijk dient te worden gemaakt zie daarover onder meer Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321 en de daar aangehaalde literatuur; Beckman 1994, p. 114; Wezeman 1998, p. 71; Wezeman 2003, p. 162. Anders Van Maanen 2004, p. 118.

sluitvorming collectief plaatsvindt.⁵⁶⁷ Besluiten die de hoofdlijnen van het te voeren beleid betreffen, behoren tot de collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur.⁵⁶⁸ Dat geldt met name voor wat betreft het financiële beleid van de vennootschap.⁵⁶⁹ In geval van een tekortkoming terzake het algemene of het financiële beleid van de vennootschap, zal de individuele bestuurder zich moeilijk kunnen disculperen. Hij dienen aan te tonen dat de tekortkoming niet aan hem te wijten is. Ter ondersteuning van dat betoog zal hij in ieder geval geen beroep kunnen doen op het feit dat de desbetreffende aangelegenheid niet tot zijn werkkring behoorde. Daarnaast zal de bestuurder, wil hij zich kunnen disculperen, in vergaande mate moeten kunnen aantonen dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de vennootschap van negatieve consequenties van de tekortkoming te vrijwaren.⁵⁷⁰

4.2.3. Rechterlijke toetsing van het bestuursbeleid

De jarenlange discussie over de invulling van de term behoorlijke taakvervulling van Artikel 2:9 BW en de door de Hoge Raad in verband daarmee aangelegde maatstaf ernstig verwijt geeft aan dat onder concrete omstandigheden niet eenvoudig te beoordelen is of er al dan niet sprake is van gedragingen die onder het regime van Artikel 2:9 BW tot aansprakelijkheid kunnen leiden. Gesteld werd dat bestuurders bepaalde risico's moeten kunnen nemen zonder daarbij een aansprakelijkheidsprocedure als een zwaard van Damocles boven het hoofd te voelen. Een belangrijke factor bij het waarborgen van de bestuurlijke vrijheid wordt gevormd door de rechterlijke toetsing. De wijze waarop en de mate waarin de rechter het beleid van het bestuur onder de loep neemt, zal van invloed zijn op de bestuurlijke vrijheid. Uit het voorgaande blijkt dat deze vrijheid gevonden kan worden binnen de maatstaf van de ernstige verwijtbaarheid. De Hoge Raad heeft immers aangegeven dat met een aantal belangrijke omstandigheden rekening dient te worden gehouden. Wezeman wijst er terecht op dat het feit dat het aspect van de verwijtbaarheid van de gedragingen reeds is verdisconteerd in de vraag naar de onbehoorlijke taakvervulling, voor de rechter de mogelijkheid creëert om de vraag naar de bestuurdersaansprakelijkheid genuanceerd te benaderen.⁵⁷¹ In het arrest *Schwandt/Berghuizer Papierfabriek* was de Hoge Raad van oordeel dat het handelen door een bestuurder in strijd met statutaire bepalingen die de rechtspersoon beogen te beschermen, dient te

⁵⁶⁷ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 42.

⁵⁶⁸ Glasz 1995, p. 46; Wezeman 1998, p. 71; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁶⁹ Glasz 1995, p. 46; Slagter 2005, p. 59 e.v.; Wezeman 1998, p. 71; Maeijer in zijn noot bij het arrest *Staleman/Van de Ven* onder nr. 1; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 324; Van den Ingh 2000 I, p. 142; Kroeze 2005, p. 20 onder verwijzing naar Strik 2005, p. 152. Zie eveneens de Minister in de Memorie van Antwoord bij de derde Misbruikwet *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, p. 36.

⁵⁷⁰ Zie Glasz 1995, p. 46 die van mening is dat het financiële beleid weliswaar tot de collectieve verantwoordelijkheid van het bestuur behoort maar dat niet van alle bestuurders een gelijke betrokkenheid bij het financieel beheer mag worden verwacht.

⁵⁷¹ Wezeman 2004, p. 87; zie over de rechterlijke toetsing in het kader van een procedure op basis van Art. 2:9 BW, naast de reeds aangehaalde literatuur in dit verband, eveneens Timmerman 2003 I, p. 555-562 en Timmerman 2003 II, p. 1633-1639; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 281 e.v.

worden aangemerkt als een zwaarwegende omstandigheid die in beginsel tot aansprakelijkheid leidt. De Hoge Raad liet in deze uitspraak evenwel voor de aangesproken bestuurder een ontsnappingsmogelijkheid open in die zin dat het bestaan van een ernstig verwijt voor tegenbewijs vatbaar is. Wanneer de aangesproken bestuurder feiten en omstandigheden heeft aangevoerd die ertoe zouden kunnen leiden dat de handeling in strijd met de statutaire bepaling geen ernstig verwijt oplevert, dan moet de rechter daaraan bij zijn beoordeling uitdrukkelijk aandacht besteden, aldus de Hoge Raad.⁵⁷² Het handelen door de bestuurder in strijd met een wettelijke plicht, wordt in de literatuur eveneens gezien als een omstandigheid die in beginsel een ernstig verwijt oplevert.⁵⁷³ Bij de toetsing van de gedragingen aan de maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid, dient de rechter mijns inziens eveneens aandacht te besteden aan mogelijk aan te voeren omstandigheden die het ernstig verwijtbaar karakter aan de handelingen ontnemen.⁵⁷⁴ Wanneer de bestuurder niet in strijd met een statutaire bepaling of wettelijke plicht heeft gehandeld, maar het verwijt dat hem wordt gemaakt het algemene beleid van de onderneming betreft, zal moeilijker kunnen worden vastgesteld of al dan niet kan worden gesproken van een onbehoorlijke taakvervulling. Bepalend zal zijn datgene wat mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult. Teneinde de beleidsvrijheid te garanderen, dient de rechter bij de toetsing van het vennootschapsbeleid de nodige terughoudendheid in acht te nemen. We hebben gezien dat de maatstaf van de ernstige verwijtbaarheid die geldt voor de interne aansprakelijkheid, en de wijze waarop daaraan in de jurisprudentie invulling is gegeven, daartoe voldoende ruimte biedt.⁵⁷⁵

⁵⁷² HR 29 november 2002, *NJ* 2003/455, r.o. 3.4.5. Zie over deze uitspraak onder meer Van Daal 2003, p. 168-169; De Groot 2003, p. 7-8; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47; Wezeman 2003, p. 161-162; Assink & Olden 2005, p. 10-11. Zie in verband met de rechterlijke toetsing bij interne bestuurdersaansprakelijkheid eveneens onder meer Assink 2005 II, p. 405-409. Volgens Assink is de maatstaf van een 'redelijk handelende persoon' te weinig verfijnd en biedt deze de rechter te weinig houvast. Van aansprakelijkheid wegens het schenden van een statutaire verplichting was eveneens sprake in Hof Leeuwarden 22 maart 2006, *JOR* 2006/148. In het verlengde van de uitspraak inzake *Schwandt/Berghuizer Papierfabriek* ligt eveneens de uitspraak van het Hof Den Bosch van 11 april 2006, rolno. C0400177/BR, *LJN* AW9666 waarin het hof van oordeel was dat een bestuurder, die verweten werd in strijd te hebben gehandeld met geldende richtlijnen en afspraken, geen ernstig verwijt kan worden gemaakt. Een mogelijk door de bestuurder gemaakte beoordelingsfout leidt in deze zaak niet tot een ernstig verwijt. Zie naar aanleiding van deze uitspraak Assink 2006 IV, p. 441-444.

⁵⁷³ Wezeman 1998, p. 69; De Groot 2003, p. 7.

⁵⁷⁴ Vergelijk De Groot 2003, p. 9 e.v.

⁵⁷⁵ In de literatuur wordt in dit verband aansluiting gezocht bij het Engelse en Duitse systeem. In beide rechtstelsels wordt een onderscheid gemaakt tussen loyaliteitsverplichtingen van het bestuur enerzijds en zorgvuldigheidsverplichtingen anderzijds. Zie hierover onder meer De Kluiver 1997, p. 374; Schröder 2001, p. 846-855; Borrius 2003 II, p. 84; zie over deze verschillende vormen van toetsing van bestuurlijk gedrag Assink & Olden 2005, p. 12 e.v. Daarnaast wordt voor de rechterlijke toetsing van het ondernemingsbeleid vaak verwezen naar het systeem van de Amerikaanse staat Delaware waar die toetsing geschiedt aan de hand van een speciaal daartoe ontworpen regeling de zogenaamde *business judgment rule*. Aangezien het niet mijn bedoeling is om onderzoek te doen naar de wijze waarop de rechtelijke toetsing van ondernemingsbeleid in het algemeen dient te geschieden, ga ik hier niet dieper op in. In

4.2.4. De aansprakelijkheid jegens aandeelhouders en décharge

Een procedure uit hoofde van Artikel 2:9 BW dient aanhangig te worden gemaakt door de vennootschap. Dit kan problemen opleveren aangezien het bestuur het vertegenwoordigend orgaan van de vennootschap is en niet snel geneigd zal zijn zichzelf of zijn leden aan de schandpaal te nagelen. De regeling inzake vertegenwoordiging bij tegenstrijdig belang van Artikel 2:146/256 BW kan uitkomst bieden.⁵⁷⁶ Na het intreden van faillissement kan de curator eventueel een vordering op grond van Artikel 2:9 BW instellen. Bovendien kan de vennootschap de bestuurder van een eventuele aansprakelijkstelling vrijwaren door deze décharge te verlenen. Een déchargebesluit staat aan een interne aansprakelijkheidsprocedure krachtens Artikel 2:9 BW in de weg.⁵⁷⁷ De verleende décharge laat echter onverlet een eventuele aansprakelijkstelling van de bestuurder van de vennootschap door derden dan wel door de curator in geval van faillissement. De mogelijkheid tot het intern aansprakelijk stellen van de bestuurders staat niet open voor de aandeelhouders van de vennootschap.⁵⁷⁸ Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Verenigde Staten, Frankrijk en Duitsland die wel een dergelijk actierecht voor aandeelhouders kennen. De schade die de aandeelhouder ten gevolge van een tekortkoming door de bestuurder in de uitoefening van zijn taak lijdt, is een afgeleide van de schade aan de vennootschap.⁵⁷⁹

4.2.5. De bestuurdersaansprakelijkheid op basis van Artikel 2:9 BW in geval van (naderende) financiële moeilijkheden

Elke bestuurder is jegens de vennootschap gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hem opgedragen taak. Onder omstandigheden kunnen 'fouten' in de vervulling van die bestuurstaak tot aansprakelijkheid jegens de vennootschap leiden. Bin-

hoofdstuk 9 wordt nogmaals slechts kort aan deze problematiek gerefereerd. Zie over de *business judgment rule* en de verhouding daarvan tot het Nederlandse recht, meer in het bijzonder Art. 2:9 BW onder meer Parijs 2003, p. 229-239; Timmerman 2004 I; Assink 2005 I, p. 372-378; Assink 2005 II, p. 405-409 in verband met de door de rechter aan te leggen toetsingsnorm met betrekking tot de interne aansprakelijkheid; Miller & Rutledge 2005, p. 343-388; Wagemakers 2005, p. 138-148; Assink 2006 I, p. 75-77; Assink 2006 II, p. 163-169; Assink 2006 III, p. 307-316; Assink 2006 IV, p. 441-444 naar aanleiding van de marginale toetsing van het bestuurshandelen door het Hof Den Bosch in de uitspraak van 11 april 2006, rolnr. C0400177/BR, LJN AW9666; Timmerman 2006 I, p. 75-78; Timmerman 2006 II, p. 334-337.

⁵⁷⁶ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁷⁷ Zie over de décharge onder meer De Kluiver 1997, p. 373 e.v.; Wezeman 1998, p. 78 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 325; De Groot 2003, p. 13 e.v.; Potjewijd 2003, p. 608; Wezeman 2003, p. 162; Huizink (Rechtspersonen), art. 2:9 aant. 12.

⁵⁷⁸ Zie in dit verband onder meer Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 257; Wezeman 1998, p. 75 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 322; Wezeman 2003, p. 162; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 47.

⁵⁷⁹ Zie in dit verband HR 2 december 1994, NJ 1995/288 (*Poot/ABP*) en HR 13 oktober 2000, NJ 2000/699 (*Heino Krause*). Dat zou alleen anders kunnen zijn indien jegens de aandeelhouder een specifieke zorgvuldigheidsnorm is geschonden. In dat geval is niet jegens de vennootschap maar jegens de aandeelhouder persoonlijk onrechtmatig gehandeld op grond waarvan hij een actie uit onrechtmatige daad kan in stellen; zie in dit verband HR 2 mei 1997, NJ 1997/662 (*Kip-Sloetjes/Rabobank*).

nen het bestuur is een zekere taakverdeling mogelijk. Voor wat betreft een aantal belangrijke onderwerpen, zoals het algemene en het financiële beleid van de onderneming, blijft echter een collectieve verantwoordelijkheid bestaan die onder omstandigheden aanleiding kan geven tot een collectieve aansprakelijkheid, uiteraard met uitzondering van een geslaagde disculpatie door de individuele bestuurder. Opkomende financiële moeilijkheden kunnen diens gevolg tot de collectieve bestuurstaak worden gerekend waarop alle bestuurders alert dienen te zijn. Wezeman noemt als een van de gevallen waarin sprake kan zijn van onbehoorlijke taakvervulling door de bestuurders: 'het niet voorkomen of tegengaan van onderkapitalisatie of van een slechte "debt-equity ratio" en het verwaarlozen van de kredietbewaking'.⁵⁸⁰ Voor wat betreft de vraag of bestuurders ook daadwerkelijk verplicht zijn om in te grijpen, kan worden gewezen op een vonnis van de Rechtbank Rotterdam,⁵⁸¹ waarin een van de redenen voor aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap gelegen was in het niet treffen van maatregelen terzake transacties die het voortbestaan van de vennootschap reëel in gevaar brachten. De rechtbank oordeelde als volgt:

'Transacties die het voortbestaan van de vennootschap reëel in gevaar brengen, raken het hart van de vennootschap en kunnen mitsdien tot de werkring van in elk geval die bestuurders worden gerekend die kennis dragen van de plannen om zulke transacties aan te gaan: op deze laatste rust in elk geval de verplichting om elke stap van de uitvoerders van dergelijke plannen kritisch te volgen en zo nodig maatregelen te nemen om te voorkomen dat de vennootschap ten onder gaat'.⁵⁸²

En verder:

'Het ernstige verwijt aan het adres van [de statutair bestuurder; M.O.] ligt hierin dat hij als medeverantwoordelijk bestuurder de hele kwestie op zijn beloop heeft gelaten, terwijl het om een – gelet op de toenmalige liquiditeit en solvabiliteit van UGD – zo omvangrijke transactie ging dat het voortbestaan van UGD bij het niet slagen van deze transactie op het spel kon komen te staan (...). Als statutair directeur had hij tenminste aan de bel moeten trekken, zo hij al niet gehouden was om op de rem te gaan staan, (...)'.⁵⁸³

In het onderhavige geval ging het om het verrichten van een, de financiële positie van de vennootschap indachtig, riskante transactie waardoor het voortbestaan van de vennootschap in gevaar kon worden gebracht en waarbij de bestuurder verweten werd niet te hebben ingegrepen.⁵⁸⁴ Volgens de rechtbank behoren transacties die het bestaan van de vennootschap in gevaar brengen in ieder geval tot de werk-

⁵⁸⁰ Wezeman 1998, p. 70.

⁵⁸¹ Rechtbank Rotterdam 17 juni 1999, *JOR* 1999/244.

⁵⁸² R.o. 3.4 van de rechtbank.

⁵⁸³ R.o. 3.9.b.XI. Mede van belang voor het aan de bestuurders te maken ernstig verwijt was dat de transactie in casu gepaard ging met een belangenverstrengeling van een van de eigen aandeelhouders van de vennootschap een belang als verkoper had. Hij was namelijk tevens indirect aandeelhouder was in de verkopende vennootschap.

⁵⁸⁴ Het nodeloos nemen van grote financiële risico's leidde eveneens in het *Staleman/Van de Ven*-arrest tot een onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur; zie Wezeman 1998, p. 69-70.

kring van diegenen die van de desbetreffende plannen op de hoogte waren. Wanneer de financiële moeilijkheden binnen de vennootschap hoog zijn opgelopen, brengt de bestuurstaak mijns inziens met zich dat alle bestuurders daarvan op de hoogte behoren te zijn. Op de bestuurders rust een inspanningsverbintenis. Die verbintenis brengt met zich dat de bestuurders zich in beginsel niet mogen verschuilen achter hun onwetendheid ten aanzien van de financiële staat waarin de vennootschap verkeert. Wanneer de vennootschap in ernstige financiële moeilijkheden verkeert, behoren zij daarvan ten minste op de hoogte te zijn. Verdedigbaar is mijns inziens zelfs dat zij onder dergelijke omstandigheden gehouden zouden moeten zijn om maatregelen te nemen. Zij kunnen bijvoorbeeld de aandeelhoudersvergadering van de financiële moeilijkheden in kennis stellen.

Ik heb in het vorige hoofdstuk betoogd dat de aandeelhouders tijdig door het bestuur over de financiële moeilijkheden dienen te worden geïnformeerd. Het onvoldoende informeren van de aandeelhoudersvergadering zou mijns inziens onder omstandigheden tot een tekortkoming in de taakvervulling kunnen leiden waarvan het bestuur een ernstig verwijt kan worden gemaakt. De vraag is wanneer de financiële problemen van dien aard zijn dat door het bestuur actie moeten worden ondernomen. Bij de NV rust op de bestuurders een wettelijke verplichting om de aandeelhoudersvergadering tijdig in kennis te stellen van de financiële problemen binnen de vennootschap. Volgens het bepaalde in Artikel 2:108a BW dient door het bestuur, binnen drie maanden nadat aannemelijk is geworden dat het eigen vermogen van de NV gedaald is tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en het opgevraagde deel van het kapitaal, een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te worden geroepen teneinde de eventueel te nemen maatregelen te bespreken. Niet naleving van deze verplichting door het bestuur kan een grond zijn voor het maken van een ernstig verwijt aan het adres van de bestuurders.⁵⁸⁵ Een vergelijkbare verplichting voor het bestuur van een BV ontbreekt omdat de wetgever ervan uitgaat dat in een dergelijk besloten verband de aandeelhouders eerder op de hoogte zullen zijn van de financiële situatie binnen de vennootschap. Desalniettemin is er veel voor te zeggen om ook voor het bestuur van de BV een vergelijkbare verplichting aan te nemen. Voor de beantwoording van de vraag wanneer de financiële problemen van dien aard zijn dat het bestuur dient in te grijpen, kan worden aangehaakt bij het bepaalde in Artikel 2:108a BW. Echter, in een interne aansprakelijkheidsprocedure zal wederom bepalend zijn datgene wat mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult, waarbij rekening wordt gehouden met de overige door de Hoge Raad in het *Staleman/Van de Ven*-arrest genoemde relevante omstandigheden.

Uit de bespreking van de verschillende reorganisatiemethoden in hoofdstuk 3 bleek dat een dergelijke reddingsoperatie doorgaans door het bestuur op touw wordt gezet. Het nemen van reorganisatiemaatregelen raakt mijns inziens eveneens de kern van het algemeen beleid van de vennootschap en behoort derhalve even-

⁵⁸⁵ De Groot 2003, p. 7. Ik wees erop dat niet naleving van een wettelijke plicht volgens de literatuur aanleiding kan zijn voor het maken van een ernstig verwijt aan het bestuur.

eens tot de werkkring van iedere bestuurder.⁵⁸⁶ De bestuurdersaansprakelijkheid gaat niet zover dat het bestuur moet garanderen dat de vennootschap, na het uitvoeren van de voorgestelde reorganisatiemaatregelen, wederom op rendabele wijze aan het economisch verkeer zal kunnen deelnemen en een faillissement definitief is afgewend. Zoals gezegd zijn risico's inherent aan het ondernemen, dat geldt uiteraard ook voor de reorganisatie. Doorslaggevend dient echter te zijn dat het bestuur heeft voldaan aan de op hem rustende inspanningsverbintenis en derhalve de vereiste zorgvuldigheid in acht heeft genomen. Het bestuur kan slechts door de vennootschap aansprakelijk worden gesteld wanneer geen bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult, had kunnen denken dat de voorgestelde maatregelen een uitkomst zouden kunnen bieden voor de financiële problemen waarvoor de onderneming zich gesteld ziet. Uiteraard dienen bij dit oordeel wederom de door de Hoge Raad als relevant geachte omstandigheden te worden betrokken. Bij de beantwoording van de vraag of het bestuur voldaan heeft aan de op hem rustende inspanningsverbintenis zal van groot belang zijn of van een zorgvuldige voorbereiding en onderbouwing van de voorgestelde reorganisatiemaatregelen is gebleken. In het arrest van het Hof Den Haag van 7 oktober 1997⁵⁸⁷ werd tot interne bestuurdersaansprakelijkheid geconcludeerd op grond van een onvoldoende voorbereiding en cijfermatige onderbouwing van het saneringsplan. Het hof oordeelde onder meer:

'Van enig cijfermatig onderbouwd saneringsplan heeft hij echter niet gerept (...). Deugdelijk onderzoek naar de vragen of voortzetting van de onderneming van ATB uitzicht bood op voortbestaan van de onderneming en hoe en wanneer voldoende extra opbrengsten zouden kunnen worden gegenereerd om de bestaande schulden te voldoen, lijkt dan ook niet te zijn verricht, noch door Vogel noch in zijn opdracht. Zulks mocht wel van Vogel als bestuurder der vennootschap verwacht worden'.⁵⁸⁸

Het tegenovergestelde, het zonder redelijke grond stilleggen van de onderneming door het bestuur is in het verleden eveneens door de lagere rechter gesanctioneerd.⁵⁸⁹

⁵⁸⁶ Ik heb betoogd dat voor zover dit gepaard gaat met besluiten die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap, in die zin dat ze onder de reikwijdte van Art. 2:107a BW kunnen worden gebracht, de aandeelhoudersvergadering daarover dient te worden geconsulteerd.

⁵⁸⁷ Hof Den Haag 7 oktober 1997, *JOR* 1997/141.

⁵⁸⁸ Overweging 6.3 van het hof.

⁵⁸⁹ Hof Arnhem 29 april 1936, *NJ* 1936/793. Het ging in deze zaak weliswaar niet om een procedure op grond van Art. 2:9 BW maar om een arbeidsrechtelijke vraag namelijk of onder de gegeven omstandigheden van de werkgever redelijkerwijs kon worden gevergd de dienstbetrekking met de werknemer (i.c. de bestuurder) te laten voortduren. Zie in dit verband eveneens HR 28 mei 2004, *JOR* 2004/216. Zie over de verantwoordingsplicht van de bestuurder jegens de curator terzake een misgelopen fusie en/of overname en het leveren door de bestuurder van de nodige inspanning bij een dergelijke transactie Meijer 2006, p. 393-406.

5. Aansprakelijkheid jegens derden (externe aansprakelijkheid)

5.1. Aansprakelijkheid in geval van faillissement

Een tweede grond voor bestuurdersaansprakelijkheid uit hoofde van de wijze waarop door het bestuur aan de bestuurstaak invulling is gegeven, is in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek te vinden in Artikel 138/248 BW. Deze artikelen bieden de curator de mogelijkheid het bestuur aansprakelijk te stellen voor het tekort in het faillissement wanneer deze zijn taak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld en aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement. De artikelen zijn ingevoerd als onderdeel van de derde misbruikwet. Aangezien het hier een aansprakelijkheidsprocedure betreft die door de curator kan worden ingesteld na het intreden van het faillissement van de vennootschap, en in het onderhavige onderzoek juist de herstructurering vóór het intreden van een eventueel faillissement centraal staat, is deze hier van ondergeschikt belang. Hetgeen overigens niet wil zeggen dat deze grond voor bestuurdersaansprakelijkheid voor wat betreft de hier centraal staande problematiek geheel zonder betekenis is, het gaat immers om het gedrag van de bestuurder gedurende de laatste drie jaren voorafgaand aan het faillissement.

5.1.1. Aansprakelijkheid in faillissement versus interne aansprakelijkheid⁵⁹⁰

Krachtens het eerste lid van Artikel 2:138/248 BW is in geval van faillissement iedere bestuurder jegens de boedel hoofdelijk aansprakelijk voor het tekort indien het bestuur zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld en aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement. De curator is met uitsluiting bevoegd een dergelijke vordering in te stellen en doet dit in het belang van de gezamenlijke crediteuren. Het verschil met een vordering op grond van Artikel 2:9 BW is onder meer daarin gelegen dat de hoofdelijke aansprakelijkheid van de bestuurders niet verder reikt dan het bedrag van het tekort in het faillissement terwijl een vordering op basis van Artikel 2:9 BW strekt tot het recupereren van het geheel van de door de bestuurder jegens de vennootschap veroorzaakte schade. Een andere beperking ten opzichte van de aansprakelijkstelling op basis van Artikel 2:9 BW is dat de vordering uit hoofde van kennelijk onbehoorlijk bestuur door de curator slechts kan worden ingesteld voor een onbehoorlijke taakvervulling die heeft plaatsgevonden in de periode van drie jaar voorafgaande aan het faillissement.⁵⁹¹ Blijkens het bepaalde in

⁵⁹⁰ In de literatuur bestaat discussie omtrent het karakter van deze aansprakelijkheidsgrondslag. Met het merendeel van de auteurs ben ik van mening dat het gaat om een vorm van externe aansprakelijkheid. Zie onder meer Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. nr. 335 en de daar aangehaalde literatuur; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 48; Wessels 2003 I, p. 92. Anders zie van der Grinten/Van der Grinten 1992, nr. 399.1 en Kortmann & Faber 1996, p. 901 e.v. die de voor de bestuurder geldende verplichting tot behoorlijke taakvervulling zien als een interne verplichting van de bestuurders jegens de vennootschap. De vordering uit Art. 2:138/248 BW komt de curator in hun visie toe uit hoofde van diens functie als beheerder en vereffenaar van de boedel. Zie over de discussie Wezeman 1998, p. 332 e.v.; Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 6 en de daar aangehaalde literatuur. Volgens Raaijmakers is het geen zuiver externe maar ook geen zuiver interne vorm van aansprakelijkheid; zie Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 291.

⁵⁹¹ Art. 2:138/248 lid 6 BW.

het zesde lid kan, anders dan in een Artikel 2:9 BW-procedure, een aan de bestuurders verleende kwijting niet tegen de curator worden ingeroepen. Het instellen van een vordering uit hoofde van kennelijk onbehoorlijk bestuur doet overigens niet af aan de bevoegdheid van de curator om, zo wordt in het achtste lid uitdrukkelijk bepaald, jegens het bestuur een vordering wegens onbehoorlijke taakvervulling op basis van Artikel 2:9 BW te starten of de individuele bestuurder bijvoorbeeld uit hoofde van wanprestatie aan te spreken. Voor het instellen van een dergelijke vordering zal bijvoorbeeld reden zijn wanneer de curator van mening is dat de schade aan de vennootschap meer bedraagt dan enkel het tekort in de boedel. Daarnaast zal een vordering op basis van Artikel 2:9 BW voor de hand liggen wanneer de oorzaak van het faillissement gelegen is in een periode van meer dan drie jaar voorafgaand aan de faillissementsdatum of de kennelijk onbehoorlijke taakvervulling geen belangrijke oorzaak is van het faillissement.⁵⁹² Evenals Artikel 2:9 BW, biedt het derde lid van Artikel 2:138/248 BW de individuele bestuurder een disculpatiemogelijkheid. Vrij van aansprakelijkheid is de bestuurder die bewijst dat de onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur niet aan hem te wijten is en dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden. De curator kan de bestuurder(s) overigens eveneens aanspreken uit hoofde van een onrechtmatige daad.⁵⁹³ De vordering wordt in dat geval door de curator niet namens de vennootschap ingesteld op grond van een onbehoorlijke taakvervulling maar namens de gezamenlijke crediteuren wegens een jegens hen door de bestuurder gepleegde onrechtmatige daad. Het instellen van een dergelijke vordering kan door de curator worden overwogen in het geval waarin schuldeisers benadeeld zijn door het handelen van bestuurders dat echter niet kwalificeert als kennelijk onbehoorlijk bestuur in de drie jaren voorafgaand aan het faillissement van de vennootschap.

5.1.2. Kennelijk onbehoorlijke taakvervulling als een belangrijke oorzaak van het faillissement

Wil de vordering uit hoofde van Artikel 2:138/248 BW in aansprakelijkheid resulteren, dan zal de curator moeten aantonen dat het bestuur zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld en dat aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement. Teneinde de curator in deze zware bewijslast tegemoet te komen, heeft de wetgever in het tweede lid van het onderhavige artikel een tweetal bewijsvermoedens opgenomen. Het eerste vermoeden treedt in werking wanneer het bestuur niet heeft voldaan aan de uit Artikel 2:10 of 394 BW voortvloeiende boekhoud-, admini-

⁵⁹² Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 335.

⁵⁹³ In de literatuur bestond lange tijd discussie over de vraag of naast de vordering van de curator uit onrechtmatige daad, de individuele crediteuren eveneens de bevoegdheid toekomt om de bestuurder(s) op grond van onrechtmatige daad aan te spreken. In de arresten HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38 (*Hurks II*) en HR 21 december 2001, *JOR* 2002/37 (*Lünderstadt*) was de Hoge Raad van oordeel dat beide vorderingen inderdaad naast elkaar kunnen bestaan. Ik ga hier niet verder op in. Zie hierover onder meer Van Eeghen 2002, p. 197; Hamers & Olaerts 2002 I, p. 7-14 en Hamers & Olaerts 2002 II, p. 334-341; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 48; Van Eeghen 2006. Zie ook HR 26 oktober 2001, *NJ* 2002/94.

stratie- en publicatieverplichtingen. Artikel 2:10 BW verplicht het bestuur van de rechtspersoon, kort gezegd, tot het bijhouden van een duidelijke boekhouding terwijl Artikel 2:394 BW ziet op de verplichting tot het openbaarmaken van de jaarrekening. Wanneer het bestuur met de naleving van ten minste een van beide verplichtingen in gebreke is gebleven, is per definitie sprake van onbehoorlijke taakvervulling. Daarnaast wordt vermoed dat die onbehoorlijke taakvervulling een belangrijke oorzaak is van het faillissement. Dit tweede vermoeden is, anders dan het eerste, een weerlegbaar vermoeden en derhalve voor tegenbewijs door het bestuur vatbaar.⁵⁹⁴ Tot dusver is de toepassing van de hier centraal staande regeling eenvoudig. Van onbehoorlijke taakvervulling is in ieder geval sprake wanneer niet is voldaan aan de uit Artikel 2:10 of 394 BW voortvloeiende verplichtingen. Maar hoe te oordelen over het geval waarin wel aan deze verplichtingen is voldaan maar desalniettemin een beroep wordt gedaan op een kennelijk onbehoorlijke taakvervulling in de zin van Artikel 2:138/248 BW? Hoe dient aan de termen ‘kennelijke onbehoorlijke taakvervulling die een belangrijke oorzaak is van het faillissement’ in dat geval invulling te worden gegeven? In de eerste plaats dient voorop te worden gesteld dat ook hier het beginsel van de collectiviteit die de bestuurstaak karakteriseert, zich doet gevoelen. Wanneer een bestuurder zich schuldig maakt aan kennelijk onbehoorlijk bestuur kan, volgens de heersende leer, het gehele bestuur als collectief daarop worden aangesproken.⁵⁹⁵ Dit brengt met zich dat ook wanneer slechts één bestuurder, zonder medeweten van zijn collega-bestuurders, handelingen verricht die de kwalificatie kennelijk onbehoorlijk bestuur rechtvaardigen, de overige bestuurders daarvoor hoofdelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld. Hierbij dient echter te worden bedacht dat de individuele bestuurders steeds de, in beginsel collectieve, aansprakelijkheid kunnen trachten te ontlopen door middel van een beroep op de disculpatiegronden van lid 3 van Artikel 2:138/248 BW. Een beroep op de disculpatiegrond zal slechts slagen indien de bestuurder kan aantonen dat de onbehoorlijke taakvervulling niet aan hem te wijten is en dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de gevolgen daarvan af te wenden.⁵⁹⁶ Uit de wetsgeschiedenis kan worden afgeleid dat de bestuurder zich slechts zal kunnen disculperen wanneer blijkt dat hij zich met man en macht tegen het gewraakte be-

⁵⁹⁴ Op Art. 2:394 en 2:10 BW en de relatie daarvan ten opzichte van Art. 2:138/248 BW ga ik, gezien de geringe relevantie daarvan voor het hier centraal staande onderwerp, niet nader in.

⁵⁹⁵ Daarbij wordt steun gezocht in de wetsgeschiedenis. Zie in die zin de Minister in *Handelingen II* wetsontwerpen 16 530 en 16 631, p. 250 Bundel NV en BV, p. IXs-198 en 199; Van Schilfgaarde 1986, p. 53-54 die van mening is dat iedere bestuurder aansprakelijk is als een van hen of het bestuur als geheel de bestuurstaak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld. ‘Het bestuur’ in het eerste lid van Art. 2:138/248 BW moet volgens hem worden gelezen als ‘het bestuur of een bestuurder’; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328 volgens wie de gedragingen van die bestuurder aan het geheel dienen te worden toegerekend; zie hierover Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 48; zie in die zin ook Wezeman 1998, p. 283; anders Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 399.1; zie hierover De Groot 2003, p. 58-59.

⁵⁹⁶ In de literatuur is discussie over de vraag of de bestuurder bij deze disculpatie een beroep kan doen op een onderlinge taakverdeling. Zie in bevestigende zin Van Schilfgaarde 1986, p. 59-61; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 329; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 48. Zie anders Wezeman 1998, p. 295-296; zie over de discussie Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 12 en de daarin aangehaalde literatuur. Zie over de disculpatiemogelijkheden eveneens Wessels 2003 II, p. 172.

sluit heeft verzet maar dat zijn wijze raad desondanks door de rest van het bestuur in de wind is geslagen en hij vervolgens al datgene heeft gedaan wat binnen zijn macht lag om de gevolgen van de onbehoorlijke taakvervulling af te wenden.⁵⁹⁷

De term kennelijk onbehoorlijk bestuur is een vage norm die moeilijk in algemene bewoordingen kan worden geconcretiseerd. De omstandigheden van het geval zullen ook hier een belangrijke rol vervullen. Het wordt in beginsel aan de rechter overgelaten om deze maatstaf verder in te kleuren. In de wetsgeschiedenis wordt uitvoerig ingegaan op datgene wat onder kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van de derde misbruikwet dient te worden verstaan. Bij misbruik zal het, in de ogen van de wetgever, steeds gaan om een benadeling van schuldeiser.⁵⁹⁸ Niet is echter vereist dat die benadeling het gevolg is van door de bestuurder gevoerd beleid dat gericht is op persoonlijk voordeel. Evenmin is vereist dat het gaat om het regelmatig verrichten van handelingen die voor schuldeisers van de vennootschap nadelig uitpakken.⁵⁹⁹ De term kennelijk onbehoorlijk bestuur omvat meer dan enkel aansprakelijkheid in geval van 'grove schuld' of 'grove nalatigheid'.⁶⁰⁰ De crediteuren moeten steeds op de een of ander manier van het gevoerde beleid nadeel ondervinden en de bestuurder moet hebben beseft of had behoren te beseffen dat zijn handelen benadeling van crediteuren tot gevolg zou hebben. Het moet steeds gaan om 'onbehoorlijk, onbezonnen of roekeloos' handelen.⁶⁰¹ De wetsgeschiedenis geeft voorts blijk van een uitgebreid arsenaal aan voorbeelden van kennelijk onbehoorlijk bestuur in bovenvermelde zin. Daarvan kan onder meer sprake zijn in geval van het verwaarlozen van kredietbewaking, het zich niet tijdig indekken tegen voorzienbare risico's, het nemen van grote financiële risico's zonder deugdelijke voorbereiding en het niet verschaffen van de voor het uitoefenen van hun functie benodigde inlichtingen aan commissarissen.⁶⁰² In de literatuur wordt deze lijst nog aangevuld met voorbeelden uit de jurisprudentie waarin sprake is van onbehoorlijk bestuur.⁶⁰³ De in verband met de in dit onderzoek centraal staande problematiek meest in het oog springende voorbeelden uit de jurisprudentie betreffen onder meer het uitvoeren van een geldig genomen dividendbesluit waardoor de continuïteit van de vennootschap op het spel wordt gezet⁶⁰⁴ en het niet naleven van de uit Artikel 2:108a BW voortvloeiende verplichting tot het bijeenroepen van een aandeelhoudersvergade-

⁵⁹⁷ Nota naar aanleiding van het eindverslag II, Bundel NV en BV, p. IXs-art. 138-53; zie verder Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 329 en Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 12 en de daarin opgenomen verwijzingen.

⁵⁹⁸ Memorie van Antwoord, Bundel NV en BV, p. IXs-33 en 34.

⁵⁹⁹ Memorie van Antwoord, Bundel NV en BV, IXs-art. 138-36.

⁶⁰⁰ Memorie van Antwoord, Bundel NV en BV, p. IXs-23; zie onder meer De Groot 2003, p. 63-64.

⁶⁰¹ Dit komt veelvuldig in de wetsgeschiedenis naar voren. Zie onder meer Nota naar aanleiding van het eindverslag en Handelingen II, Bundel NV en BV, p. IXs-62, 162 en 163. Zie voor een weergave van datgene wat uit de wetsgeschiedenis blijkt met betrekking tot de invulling van de term kennelijk onbehoorlijk bestuur onder meer Van Schilfgaarde 1986, p. 19-23; Winter 1992, p. 257 e.v.; Wezeman 1998, p. 285-286; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328; Wezeman 2003, p. 160; Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 7.

⁶⁰² Dit is een aantal van de voorbeelden die genoemd worden in Handelingen II, Bundel NV en BV, p. IXs-162.

⁶⁰³ Zie in dit verband de opsommingen in Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328; De Groot 2003, p. 61-62; Wezeman 2003, p. 160; Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 7.

⁶⁰⁴ Hof Arnhem 19 februari 2002, *JOR* 2002/56; zie Wezeman 2003, p. 160; Borrius 2003 I, p. 73.

ring.⁶⁰⁵ In het *Panmo*-arrest⁶⁰⁶ oordeelde de Hoge Raad dat van kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van Artikel 2:138/248 BW slechts sprake kan zijn wanneer: ‘(...) geen redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus gehandeld zou hebben’. Dit sluit aan bij de overwegingen van de Minister zoals die blijken uit de Nota naar aanleiding van het eindverslag.⁶⁰⁷ Daarin werd aangegeven dat de rechter bij de invulling van datgene wat onder kennelijk onbehoorlijk bestuur dient te worden verstaan niet enkel oog moet hebben voor de opvattingen daaromtrent in het maatschappelijk verkeer maar ook voor: ‘(...) wat verstandige ondernemers in dezelfde of aanverwante branche van bedrijvigheid als onbehoorlijk zouden beschouwen’. De Hoge Raad gaf in het onderhavige arrest, in navolging van de overwegingen van het hof, nog aan dat het voor de kwalificatie kennelijk onbehoorlijk bestuur niet noodzakelijk is dat blijkt van opzet om crediteuren te benadelen of de bedoeling om de vennootschap ten koste van de crediteuren te bevoordelen. Dit zijn louter omstandigheden die ertoe kunnen bijdragen dat in een specifiek geval sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur.⁶⁰⁸ De rechter zal derhalve aan de hand van de concrete omstandigheden dienen na te gaan wat van een redelijk denkend bestuurder die in een vergelijkbare branche actief is, mag worden verwacht. Hij dient zich bij zijn oordeel te richten naar datgene wat bekend was ten tijde van het gewraakte beleid. Wijsheid achteraf, zoals de Minister het formuleert, dient buiten beschouwing te blijven.⁶⁰⁹ De toevoeging van het woord kennelijk aan de eis van onbehoorlijk bestuur duidt erop dat de onbehoorlijkheid van het bestuur buiten twijfel moet staan. Wanneer dit niet het geval is, wordt de bestuurder het voordeel van de twijfel gegund.⁶¹⁰ Bij de invulling van de term onbehoorlijk bestuur wordt erkend dat de ondernemer vrij moet zijn om bepaalde risico’s te nemen en

⁶⁰⁵ Rechtbank Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2; De Groot 2003, p. 62; Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 14c. Wezeman is in zijn noot bij de uitspraak van de Rechtbank Maastricht van mening dat schending van Art. 2:108a BW alleen het kennelijk onbehoorlijk bestuur niet kan rechtvaardigen. Hij wijst daarvoor op de kritiek in de literatuur op deze bepaling en op het feit dat Art. 2:108a BW niet primair de belangen van schuldeisers maar die van de aandeelhouders beoogt te beschermen. Zie over dit artikel eveneens hoofdstuk 4. In casu was naast het niet naleven van Art. 2:108a BW evenmin aan de boekhoudverplichtingen voldaan. Het enkel niet naleven van de in Art. 2:108a BW opgenomen driemaanden termijn, blijkt eveneens onvoldoende te zijn teneinde het oordeel wanbeleid in een enquêteprocedure te rechtvaardigen. Zie in dit verband de *Laurus*-enquête waarin de termijn met 11 dagen was overschreden. Van belang was wel dat kort daarna een AvA werd gehouden waarin aan de aandeelhouders een reddingsplan werd voorgelegd. De termijn was overschreden omdat tijd nodig was teneinde een reddingsplan te kunnen concipiëren. Hof Amsterdam (OK) 18 januari 2006, *JOR* 2006/46.

⁶⁰⁶ HR 8 juni 2001, *NJ* 2001/454.

⁶⁰⁷ Nota naar aanleiding van het eindverslag, Bundel NV en BV, p. IXs-50. Eenzelfde maatstaf werd door de Hoge Raad reeds aangenomen in geval van kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van de tweede misbruikwet ten aanzien van Art. 36 lid 3 IW 1990 in het arrest van 7 juni 1996, *NJ* 1996/695.

⁶⁰⁸ R.o 3.8 van de Hoge Raad in het *Panmo*-arrest.

⁶⁰⁹ Nota naar aanleiding van het eindverslag, Bundel NV en BV, p. IXs-50; In die zin ook Winter 1992, p. 259; Wezeman 1998, p. 281; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328.

⁶¹⁰ Nota naar aanleiding van het eindverslag, Bundel NV en BV, p. IXs-50; Winter 1992, p. 259; Wezeman 1998, p. 280; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328; Borrius 2003 II, p. 91; De Groot 2003, p. 63.

niet iedere tegenslag mitsdien tot aansprakelijkheid moet leiden.⁶¹¹ Met het oog hierop dient, naar het oordeel van de wetgever, een bestuurder niet te snel aan aansprakelijkheid te worden blootgesteld.

Wanneer de curator van mening is en kan aantonen dat er sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur, dient hij vervolgens aannemelijk te maken dat dit kennelijk onbehoorlijk bestuur een belangrijke oorzaak is van het faillissement. De taak van de curator wordt in zoverre verlicht dat hij het causale verband tussen de onbehoorlijke taakvervulling en het intreden van het faillissement niet als zodanig dient te bewijzen maar kan volstaan met het aannemelijk maken daarvan.⁶¹² Het is overigens niet vereist dat de onbehoorlijke taakvervulling de enige oorzaak is van het faillissement. Wel dient de onbehoorlijke taakvervulling binnen de groep van omstandigheden die tot het intreden van het faillissement hebben geleid, een belangrijke plaats in te nemen.⁶¹³

5.1.3. Kennelijk onbehoorlijk bestuur en onbehoorlijke taakvervulling

Ik gaf reeds aan dat de curator naast het instellen van een vordering op basis van Artikel 2:138/248 BW de bestuurder eveneens aansprakelijk kan stellen uit hoofde van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van Artikel 2:9 BW. De curator treedt in dat geval, in plaats van als vertegenwoordiger van de boedel en in het belang van de gezamenlijke crediteuren, op als vertegenwoordiger van de gefailleerde vennootschap. Uit de voorgaande beschouwingen blijkt dat de termen onbehoorlijke taakvervulling enerzijds en kennelijk onbehoorlijk bestuur anderzijds, door de wijze waarop daaraan in de jurisprudentie nader invulling is gegeven, dicht tegen elkaar liggen.⁶¹⁴ Beide maatstaven voor aansprakelijkheid worden wel zorgvuldig onder-

⁶¹¹ Nota naar aanleiding van het eindverslag Bundel NV en BV, p. IXs-50; Wezeman 1998, p. 286; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328; De Groot 2003, p. 63.

⁶¹² Zie onder meer Wezeman 1998, p. 293 en de door hem in voetnoot 86 aangehaalde passages van de wetsgeschiedenis.

⁶¹³ Van Schilfgaarde 1986, p. 52; Winter 1992, p. 262; Wezeman 1998, p. 293; De Groot 2003, p. 64-65.

⁶¹⁴ Borrius 2003 II, p. 100-101. Schrijver is van mening dat uit de verschillende gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid een tendens naar dezelfde gedragsnorm kan worden afgeleid. In die zin ook Borrius 2004, p. 7-34. Zie over de verhouding tussen kennelijk onbehoorlijk bestuur en de maatstaf voor aansprakelijkheid op basis van Art. 2:9 BW Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 328. Volgens Maeijer wijzen de termen 'onverantwoordelijk, onbezonnen, roekeloos' uit de wetsgeschiedenis erop dat minstens sprake moet zijn van ernstige verwijtbaarheid. Anders Van Maanen 2004, p. 120 die van mening is dat aangezien de Hoge Raad in het *Panmo*-arrest de in het middel aangevoerde maatstaf dat van kennelijk onbehoorlijk bestuur sprake is ingeval van ernstig verwijtbaar handelen door de bestuurder niet heeft overgenomen voor Art. 2:138/248BW, aangenomen moet worden dat voor aansprakelijkheid van bestuurders ingeval van faillissement een zwaardere maatstaf geldt dan voor de aansprakelijkheid van bestuurders jegens de rechtspersoon. Een van de door de curator in het *Panmo*-arrest naar voren gebrachte middelen keert zich tegen de door het hof voor kennelijk onbehoorlijk bestuur gehanteerde maatstaf dat sprake moet zijn van roekeloos en onbezonnen handelen door de bestuurder. Volgens het middel is het ook mogelijk dat wanneer geen sprake is van roekeloosheid of onbezonnenheid, de bestuurder een ernstig verwijt kan worden gemaakt. De Hoge Raad is van mening dat het hof, door aan te sluiten bij de woorden uit de wetsgeschiedenis, de te hanteren maatstaf niet heeft miskend. Die maatstaf hield in dat

scheiden en zijn niet onderling uitwisselbaar. Steeds zullen deze in specifieke gevallen aan de hand van de concrete omstandigheden door de rechter nader moeten worden ingekleurd. Echter, de wijze van inkleuring sluit nauw op elkaar aan. In geval van onbehoorlijk bestuur in de zin van Artikel 2:9 BW is bepalend: 'datgene wat mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult', terwijl het bij de aansprakelijkheid op basis van kennelijk onbehoorlijke taakvervulling gaat om de vraag of: 'een redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus zou hebben gehandeld'. Daarbij dient wel te worden opgemerkt dat het bij Artikel 2:9 BW gaat om de schending van de zorgvuldigheidsnorm door het bestuur jegens de vennootschap terwijl het bij Artikel 2:138/248 BW gaat om een schending van die norm jegens de gezamenlijke crediteuren. Datgene wat de vennootschap mag verwachten van een bestuurder, kan onder omstandigheden verschillen van datgene waartoe een redelijk handelende bestuurder jegens de crediteuren van de vennootschap gehouden is.

Niet alleen de bestuurders van een naamloze en besloten vennootschap zijn overigens gehouden tot een behoorlijke vervulling van de hen opgedragen taak. Artikel 2:149/259 BW breidt deze verplichting uit naar de commissarissen door het bepaalde in de Artikelen 2:9 en 2:138/248 BW van overeenkomstige toepassing te verklaren op de taakvervulling door de raad van commissarissen.

5.1.4. Kennelijk onbehoorlijk bestuur door de medebeleidsbepaler

Voor de toepassing van Artikel 2:138/248 BW wordt, blijkens het bepaalde in het zevende lid van dat Artikel, met de bestuurder gelijk gesteld diegene die het beleid van de vennootschap heeft bepaald of mede heeft bepaald als ware hij bestuurder, met uitzondering van een eventuele door de rechter aangestelde bewindvoerder. Het doel van dit artikellid is te voorkomen dat diegenen die het beleid van de vennootschap in werkelijkheid bepalen, door het inschakelen van stromannen als formeel bestuurder, aansprakelijkheid wegens kennelijk onbehoorlijke taakvervulling ontlopen. Diegene die achter de schermen het bestuur over de vennootschap voert, wordt aangeduid als de feitelijk bestuurder of de (mede)beleidsbepaler. De medebeleidsbepaler is hoofdelijk aansprakelijk in geval van kennelijk onbehoorlijk bestuur dat als belangrijke oorzaak voor het faillissement heeft te gelden.

Van een medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW is slechts sprake wanneer de desbetreffende persoon het beleid van de vennootschap heeft bepaald 'als ware hij bestuurder'. In de wetsgeschiedenis treffen we in verband daarmee de volgende passage aan:

'Medebeleidsbepalers zijn zij die een zodanige invloed op het bestuur hebben gekregen dat zij eigenlijk als de ware bestuurders moeten worden gezien en hun beslissingen en

slechts van kennelijk onbehoorlijk bestuur kan worden gesproken indien geen redelijk denkend bestuurder onder dezelfde omstandigheden aldus zou hebben gehandeld. De Hoge Raad doet geen uitspraak over de vraag of in geval van kennelijk onbehoorlijk bestuur al dan niet sprake moet zijn van ernstige verwijtbaarheid.

handelingen moeten worden beschouwd als handelingen van het bestuur. Alles hangt af van de omstandigheden van het geval'.⁶¹⁵

Volgens de Memorie van Antwoord moet sprake zijn van een directe bemoeienis met het bestuur onder een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur.⁶¹⁶ De medebeleidsbepaler moet, gezien de zich toegeëigende feitelijke macht, binnen de vennootschap op een zodanige manier de lakens kunnen uitdelen dat daardoor het formele bestuur slechts verwordt tot een uitvoerende instantie. Uit de in hoofdstuk 3 besproken reorganisatiemethoden bleek dat de machtsverhoudingen tijdens een financiële crisis, met zich brengen dat het met name het bestuur en de banken zijn die de regie over een eventuele reddingsoperatie voeren. Vooral voor de banken is het van belang om te weten of zij ten gevolge van hun betrokkenheid bij het opzetten van een dergelijke reddingsoperatie als medebeleidsbepaler kwalificeren. De kredietverschaffer die krachtens zijn overeenkomst met de vennootschap vergaande invloed kan uitoefenen op de bedrijfsvoering hoeft in beginsel geen aansprakelijkheid op grond van medebeleidsbepaling te vrezen. Het bestuur is immers vrij om naar de voorwaarden van de kredietverschaffer te handelen dan wel deze te verwerpen. Het maakt onderdeel uit van het door het bestuur en niet door de externe kredietverschaffer gevoerde beleid.⁶¹⁷ Dat is volgens de Memorie van Antwoord eerst anders wanneer hij de bestuursmacht naar zich toetrekt en aldus de bestuurstaat overneemt.⁶¹⁸ De woorden 'als ware hij bestuurder' beogen dit laatste tot uitdrukking te brengen. De bank die meewerkt aan een sterfhuis-, omgekeerde sterfhuis- of ziekenhuisconstructie hoeft derhalve in beginsel geen aansprakelijkheid op grond van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW te vrezen. Van beleidsbepaling is overigens niet alleen sprake wanneer het gaat om het structureel verrichten van bestuurshandelingen, ook een incidenteel (quasi)bestuursbesluit kan tot aansprakelijkheid leiden.⁶¹⁹ De overige vennootschapsorganen zoals de aandeelhoudersvergadering zullen niet zonder meer als medebeleidsbepaler kwalificeren zolang zij binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen van hun bevoegdheden blijven. Zij zullen eerst aansprakelijk kunnen worden gesteld wanneer zij feitelijk op de stoel van het bestuur gaan zitten.⁶²⁰

De invulling van het begrip medebeleidsbepaler is met name relevant in concernverhoudingen. De centrale leiding die de concernstructuur kenmerkt, wordt uitgeoefend door de moeder vennootschap. Het voeren van een centrale leiding impliceert echter niet zonder meer dat de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid kan worden aangemerkt. Daar is meer voor nodig. Voor de beantwoording van de vraag of de moeder vennootschap als (mede)beleids-

⁶¹⁵ Handelingen II, Bundel NV en BV, p. IXs-170.

⁶¹⁶ Memorie van Antwoord II, Bundel NV en BV, IXs-Art. 138-25. Zie ook Hof Den Haag 26 september 2000, *JOR* 2001/24 waar eveneens wordt uitgegaan van het vereiste van feitelijke terzijdestelling.

⁶¹⁷ Zie over de mogelijke aansprakelijkheid van de bank jegens de overige crediteuren van de vennootschap of het concern Winter 1992, p. 276 e.v.; Van Eeghen 2006.

⁶¹⁸ Memorie van Antwoord II, Bundel NV en BV, p. IXs-Art. 138-25.

⁶¹⁹ Memorie van Antwoord II, Bundel NV en BV, p. IXs-Art. 138-26. Zie voor het aanmerken van een gevolmachtigde als medebeleidsbepaler HR 17 november 2006, *JOR* 2007/7.

⁶²⁰ Memorie van Antwoord I, Bundel NV en BV, p. IXs-55.

bepaler in bedoelde zin kwalificeert, moeten de hiervoor aangehaalde uitgangspunten in acht worden genomen.⁶²¹ De moeder vennootschap moet met andere woorden de (quasi)bestuurshandelingen hebben verricht als ware zij bestuurder. In de Nota naar aanleiding van het eindverslag wordt hieromtrent het volgende opgemerkt:

‘Een orgaan dat zijn bevoegdheid heeft overschreden door het bestuur opdrachten te geven, kan onder omstandigheden wel als feitelijk bestuurder worden aangemerkt. Zo zal op grond van artikel 138, zevende lid, een moeder vennootschap aansprakelijk kunnen zijn voor de schulden van de dochter vennootschap als zij zich als grootaandeelhoudster feitelijk als bestuurder van de dochter vennootschap heeft gedragen’.⁶²²

En verder:

‘Een moedermaatschappij kan, zonder formeel bestuurder te zijn van haar dochter, toch als beleidsbepaler optreden wanneer zij in feite uit hoofde van haar machtspositie de leiding van de dochter in handen neemt en rechtstreeks haar wil oplegt aan de formele bestuurders’.⁶²³

Volgens de aangehaalde wetsgeschiedenis moet, voor het aanmerken van de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid, sprake zijn van een directe bemoeienis met en een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur. Van een dergelijke terzijdestelling van de zittende bestuursleden bij de dochter vennootschap zal mijns inziens sprake zijn⁶²⁴ indien die bestuursleden ten aanzien van bepaalde besluiten nagenoeg geen invloed hebben kunnen uitoefenen en, zoals Schreurs stelt, geen zelfstandige belangenafweging door het bestuur van de dochter vennootschap heeft kunnen plaatsvinden.⁶²⁵ Ondanks de genoemde uitgangspunten, gaat het hier om de invulling van een aantal vage termen waardoor de concrete omstandigheden van het geval doorslaggevend zullen zijn voor de beantwoording van de vraag of de moeder vennootschap in casu dient te worden aangemerkt als (mede)beleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/

⁶²¹ Zie over de betekenis van het zevende lid van Art. 2:138/248 BW voor concernverhoudingen onder meer Uniken Venema 1981, p. 591 e.v.; P. van Schilfgaarde 1986, p. 90 e.v.; Raaijmakers 1990, p. 102 e.v. nr. 9 en 10; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 399.2; Winter 1992, p. 267 e.v.; Schreurs 1993, p. 858 e.v. en de daar aangehaalde literatuur; Wezeman 1998, p. 198 e.v.; Lennarts 1999, nr. 131; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 331; De Groot 2003, p. 71 e.v. en de daar aangehaalde literatuur; Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 22.

⁶²² Nota naar aanleiding van het eindverslag, Bundel NV en BV, IXs-55.

⁶²³ Memorie van Antwoord II, Bundel NV en BV, p. IXs-Art. 138-25.

⁶²⁴ Zie over de vraag of volledige terzijdestelling van het formele bestuur noodzakelijk is onder meer Uniken Venema 1981, p. 591 e.v.; Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 20. Zie voor een nadere invulling van het begrip medebeleidsbepaler aan de hand van de wetsgeschiedenis eveneens de conclusie van A-G Timmerman bij de uitspraak van de Hoge Raad van 17 november 2006, *JOR* 2007/7.

⁶²⁵ Schreurs 1993, p. 870-971. Hierbij kan worden gedacht aan het geven van opdrachten die door het formele bestuur worden opgevolgd, zie Hof Den Bosch 23 september 2003, *JOR* 2004/5.

248 BW.⁶²⁶ De (mede)beleidsbepaler kan de aansprakelijkstelling op basis van kennelijk onbehoorlijk bestuur trachten te ontcrachten door een beroep te doen op de in het derde lid genoemde disculpatiegronden. Hij zal moeten aantonen dat het onbehoorlijk bestuur niet aan hem te wijten is en dat hij niet nalatig is geweest in het treffen van maatregelen om de nadelige gevolgen af te wenden.⁶²⁷ Wanneer sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur door de medebeleidsbepaler, zal het formele bestuur eveneens, behoudens een geslaagde disculpatie, aansprakelijk zijn.⁶²⁸

Ingevolge het bepaalde in Artikel 2:11 BW rust de aansprakelijkheid van een rechtspersoon die bestuurder is van een andere rechtspersoon tevens hoofdelijk op de bestuurders van die laatste rechtspersoon. Hoewel de parlementaire geschiedenis hieromtrent anders doet vermoeden, wordt in de literatuur, mede op basis van de jurisprudentie van de Hoge Raad, aangenomen dat het bepaalde in Artikel 2:11 BW niet geldt ten aanzien van de bestuurders van de moedervereniging die als medebeleidsbepaler kan worden aangemerkt.⁶²⁹ De gelijkstelling van de medebeleidsbepaler met de formele bestuurder in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW geldt immers slechts voor wat betreft de toepassing van laatstgenoemd artikel. Enigszins verrassend in dit verband is de uitspraak van het Hof Arnhem van 10 januari 2006⁶³⁰ waarin de bestuurder van de feitelijke beleidsbepaler aansprakelijk werd geacht op grond van Artikel 2:248 lid 7 BW jo. Artikel 2:11 BW. Het hof zag kennelijk in de aangehaalde argumenten geen bezwaar om via Artikel 2:11 BW door te grijpen naar de medebeleidsbepaler. De bestuurders van de moe-

⁶²⁶ Op de aansprakelijkheid van de moedervereniging als aandeelhouder dan wel als feitelijke beleidsbepaler van de dochtervereniging wordt hierna uitvoeriger ingegaan in hoofdstuk 6.

⁶²⁷ Volgens Van Schilfgaarde verkeert de (mede)beleidsbepaler daarbij in een voordeligere positie dan de formeel bestuurder. Enerzijds omdat het vermoeden dat iets tot de werkkring van het gehele bestuur behoort, niet geldt ten aanzien van de (mede)beleidsbepaler. Anderzijds omdat op hem slechts in uitzonderingsgevallen de rechtsplicht rust om de gevolgen van kennelijk onbehoorlijk bestuur zoveel mogelijk af te wenden, namelijk wanneer hij zelf bij het onbehoorlijk bestuur betrokken is geweest; Van Schilfgaarde 1986, p. 66. Mijns inziens rust de plicht tot het afwenden van de nadelige gevolgen van het onbehoorlijk bestuur in gelijke mate op de (mede)beleidsbepaler als op de formele bestuurders. De kwalificatie als medebeleidsbepaler impliceert reeds dat deze zich indringend met het bestuur van de vereniging heeft bemoeid en het derhalve in zijn macht moet hebben gehad om de negatieve gevolgen af te wenden. Ik zie niet in waarom de genoemde rechtsplicht wel op de formele bestuurder rust en in mindere mate op diegene die feitelijk het bestuur van de formele bestuurder heeft overgenomen.

⁶²⁸ Zie hierover De Groot 2003, p. 73. De Groot wijst erop dat door Honée werd verdedigd dat eerst dient te worden vastgesteld dat er sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur door het formele bestuur alvorens kan worden onderzocht of er sprake is van een medebeleidsbepaler; Honée 1986, p. 115. Anders Van Schilfgaarde 1986, p. 92-93 en De Groot 2003, p. 73. Zie in dit verband het hoofdstuk 6, paragraaf 3.2.

⁶²⁹ HR 28 april 2000, NJ 2000/411 (*Montedison*); Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 331; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 49. Vóór het door de Hoge Raad gewezen *Montedison*-arrest bestond over de materie onduidelijkheid. Zie in dit verband onder meer Honée 1986, p. 119; Van Schilfgaarde 1986, p. 93; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 399.2; Winter 1992, p. 270; Bartman-Dorresteyn 2006, p. 255; zie over de discussie hierover met literatuurverwijzing en verwijzing naar de parlementaire geschiedenis Winter 1992, p. 270 en Huizink (Rechtspersonen), art. 138 aant. 21.

⁶³⁰ Hof Arnhem 10 januari 2006, JOR 2006/173 m.nt. Dings.

dervennootschap kunnen overigens tevens op andere wijze aansprakelijk worden gesteld. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een vordering ingesteld door de crediteuren van de dochtervennootschap jegens de bestuurders van de moedervennootschap op basis van een onrechtmatige daad.⁶³¹

5.1.5. Bestuurdersaansprakelijkheid in de zin van Artikel 2:138/248 BW en de gevolgen daarvan voor slechtweersituaties

Bij de derde misbruikwet staat de oorzaak van het faillissement centraal. Bestuurdersaansprakelijkheid treedt in wanneer die oorzaak gelegen is in kennelijk onbehoorlijk bestuur in een periode van drie jaren voorafgaand aan het faillissement. Tijdens de totstandkoming van deze misbruikwet is de toepasbaarheid van de regelgeving op slechtweersituaties kort aan de orde gesteld. Daarmee wordt bedoeld op de omstandigheid waarbij de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert. In de Memorie van Antwoord⁶³² wordt in dit verband opgemerkt dat het voor discussie vatbaar is of onderkapitalisatie dan wel het aangaan van te hoge verplichtingen in verhouding tot het ter beschikking staande vennootschapsvermogen steeds misbruik oplevert. Deze praktijken balanceren op de dunne scheidslijn tussen het nemen van risico's die inherent zijn aan het ondernemen en malafide praktijken in de zin van misbruik. Aangegeven wordt dat het echter niet ondenkbaar is dat door de rechter tot aansprakelijkheid wordt geconcludeerd op basis van de derde misbruikwet in gevallen waarin bijvoorbeeld door het bestuur schulden op naam van de vennootschap zijn aangegaan in de wetenschap, of zonder er voldoende rekening mee te houden, dat de vennootschap die verplichtingen niet zou kunnen nakomen.⁶³³ Een beroep op Artikel 2:138/248 BW ligt in dergelijke situaties echter niet voor de hand. In de literatuur⁶³⁴ wordt terecht opgemerkt dat de derde misbruikwet weinig soelaas biedt voor aansprakelijkstelling in gevallen waarin bedrijfsactiviteiten worden voortgezet bij gebrek aan financiële middelen. Het louter voortzetten van de activiteiten vormt doorgaans niet de oorzaak van het faillissement ten gevolge waarvan het door Artikel 2:138/248 BW vereiste causale verband ontbreekt. De werkelijke oorzaak van het faillissement is doorgaans gelegen in een periode van voor de feitelijke insolventie.⁶³⁵ Voorgesteld wordt om dit probleem op te lossen door het vereiste dat het kennelijk onbehoorlijk bestuur een belangrijke oorzaak

⁶³¹ Zie in die zin HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38 (*Hurks II*); zie Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 49. Zie hierover in dit hoofdstuk, paragraaf 5.2.

⁶³² Bundel NV en BV, p. IXs-33 en 34.

⁶³³ In de Memorie van Antwoord wordt onder verwijzing naar Roelvink 1977, en 'Doorbraak door de rechter' in *WPNR* 1981, p. 546 e.v. aangegeven dat dit in het verleden reeds is gebeurd, zie Bundel NV en BV, p. IXs-34. Timmerman en Lennarts zijn van mening dat het uitsluiten van de faillissementsaanvraag niet onder de aansprakelijkheid van Art. 2:138/248 BW valt. Zie Timmerman & Lennarts 1997, p. 302-309 en Lennarts 1999, p. 180 nr. 130.

⁶³⁴ Zie in die zin Timmerman & Lennarts 1997, p. 302-309; Lennarts 1999, p. 179-180 nr. 130; Borrius 2003 II, p. 93.

⁶³⁵ Borrius 2003 II, p. 93. Lennarts merkt terecht op dat Art. 2:138/248 BW wel uitkomst kan bieden indien naast het voortzetten van de verliesgevende activiteiten sprake is van ander onbehoorlijk bestuur, in de drie jaren voorafgaand aan het faillissement, dat als belangrijke oorzaak van het faillissement kan worden aangemerkt, zie Lennarts 1999, p. 180 nr. 130.

moet zijn van het faillissement, te vervangen door de eis dat dit in belangrijke mate moet hebben bijgedragen aan het tekort.⁶³⁶ Daarnaast wordt voorgesteld om in de derde misbruikwet een meldingsplicht voor het bestuur te introduceren in geval van feitelijke insolventie met als tussenstap een melding aan de aandeelhouders.⁶³⁷ Wel kan het niet tijdig informeren van de aandeelhoudersvergadering omtrent de slechte financiële vooruitzichten bij een NV tot aansprakelijkheid leiden. Het niet naleven van het bepaalde in Artikel 2:108a BW kan kennelijk onbehoorlijk bestuur opleveren. In de literatuur zijn wel vraagtekens geplaatst bij de vraag of het enkele feit dat niet voldaan is aan Artikel 2:108a BW voldoende is om het oordeel kennelijk onbehoorlijk bestuur te rechtvaardigen. Ik gaf reeds aan dat het niet naleven van een wettelijke plicht zoals de plicht die voor het bestuur uit Artikel 2:108a BW voortvloeit, een reden kan zijn voor interne aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap op grond van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van Artikel 2:9 BW. Een en ander overigens behoudens een geslaagd beroep door de bestuurder op omstandigheden die het ernstig verwijtbaar karakter aan de hem verweten handeling ontnemen.⁶³⁸

5.2. *Bestuurdersaansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad*

5.2.1. De onrechtmatige daad en de positie van de individuele crediteuren

Bestuurders van een naamloze of besloten vennootschap kunnen in beginsel niet persoonlijk aansprakelijk worden gesteld voor daden van die rechtspersoon. De NV en BV zijn volwaardige rechtspersonen en uit dien hoofde zelfstandig drager van rechten en plichten. Desalniettemin is het onder omstandigheden mogelijk om de bestuurder op basis van een onrechtmatige daadsactie aansprakelijk te stellen wanneer de vennootschap met de nakoming van haar verplichtingen in gebreke blijft. Van de drie genoemde gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid vormt Artikel 6:162 BW, voor wat betreft de hier centraal staande thematiek, de belangrijkste. Wanneer het vennootschappen in financiële problemen betreft en de vraag naar de plicht dan wel het recht tot het stopzetten dan wel continueren van de vennootschap zich aandient, vormen de vennootschapscrediteuren veruit de belangrijkste groep van mogelijke gedupeerden.⁶³⁹ De benadeling van crediteuren wordt in dat geval doorgaans veroorzaakt door een zijdens de vennootschap jegens hen gepleegde wanprestatie. Crediteuren kunnen geen beroep doen op Artikel 2:9 BW nu die regeling enkel ziet op de interne bestuurdersaansprakelijkheid. Een procedure

⁶³⁶ Timmerman & Lennarts 1997, p. 308; Borrius 2003 II, p. 93-94. Zie in dit verband ook Lennarts 1999, p. 179 nr. 130.

⁶³⁷ Borrius 2003 II, p. 93-94 die daarbij verwijst naar Deterink 'WBF via meldingsplicht en omkering bewijslast ook effectief in geval van "Überschuldung"', *TvI* 1998, p. 44. Het door mij in hoofdstuk 4 ten aanzien van het crisisbesluit verdedigde systeem ligt in lijn met dit voorstel.

⁶³⁸ HR 29 november 2002, *NJ* 2003/455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*).

⁶³⁹ De werknemers kunnen tot op zekere hoogte tot de groep van de vennootschapscrediteuren worden gerekend. De werknemers worden echter niet louter gedupeerd doordat hun vorderingen niet geheel worden voldaan. De gevolgen van de financiële moeilijkheden resulteren niet zelden in het verlies van arbeidsplaatsen.

uit hoofde van Artikel 2:138/248 BW biedt de curator weliswaar de mogelijkheid om, met het oog op het belang van de boedel en daarmee de gezamenlijke crediteuren, een vordering jegens het bestuur in te stellen maar staat niet open voor individuele crediteuren. Evenmin biedt deze bepaling uitkomst wanneer nog geen sprake is van het faillissement van de vennootschap. De onrechtmatige daadsactie uit Artikel 6:162 BW kan als basis voor bestuurdersaansprakelijkheid uitkomst bieden wanneer de door de wanprestatie zijdens de vennootschap veroorzaakte schade niet op deze kan worden verhaald.⁶⁴⁰ In het hiernavolgende wordt nagegaan in hoeverre de algemeen civielrechtelijke aansprakelijkheidsgrond van de onrechtmatige daad leidt tot een normering van het bestuurshandelen in (financiële) crisistijd en in hoeverre de bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap, volgens de in Nederland heersende opvattingen, gehouden zijn om op enig moment met de belangen van crediteuren rekening te houden.

5.2.2. Persoonlijke verwijtbaarheid

Artikel 6:162 BW stelt diegene die een onrechtmatige daad pleegt aansprakelijk voor zover deze hem kan worden toegerekend. Van toerekening is sprake in geval van schuld van de dader dan wel indien de onrechtmatige daad te wijten is aan een oorzaak die krachtens de wet of de in het verkeer geldende opvattingen voor diens rekening komt. Voor aansprakelijkheid van de bestuurder uit hoofde van een onrechtmatige daadsactie is vereist dat hem terzake een persoonlijk verwijt kan worden gemaakt.⁶⁴¹ Daarnaast dient uiteraard aan de door Artikel 6:162 en 163 BW gestelde eisen te zijn voldaan. Het leerstuk inzake de aansprakelijkheid van de bestuurder op basis van een door hem gepleegde onrechtmatige daad heeft zich in de jurisprudentie ontwikkeld. Daarbij kwam de aansprakelijkheid wegens benadeling van crediteuren uitgebreid aan de orde.

De aangesproken bestuurder dient terzake de onrechtmatige daad een persoonlijk verwijt te kunnen worden gemaakt. Van persoonlijke verwijtbaarheid die tot bestuurdersaansprakelijkheid leidt is in ieder geval sprake wanneer de bestuurder in naam van de vennootschap verplichtingen is aangegaan terwijl hij wist of althans behoorde te weten dat de vennootschap deze niet of niet binnen redelijke termijn zou kunnen voldoen en geen verhaal zou bieden voor de ten gevolge van die niet-nakoming door de wederpartij te lijden schade.⁶⁴² Deze zogenaamde *Beklamel*-norm, genoemd naar het arrest waarin de norm door de Hoge Raad voor het eerst werd geëxpliciteerd, wordt door de latere jurisprudentie van ons hoogste rechtscollege bevestigd.⁶⁴³ Het gaat hier om de aansprakelijkheid van de bestuurder voor de

⁶⁴⁰ Zie bijvoorbeeld Hof Arnhem 2 mei 2000, *JOR* 2000/171; Handboek NV/BV 1992, nr. 240; Huizink (Rechtspersonen), art. 9 aant. 14.

⁶⁴¹ Zie onder meer Wezeman 1998, p. 104; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 323; Borrius 2003 II, p. 85; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 48.

⁶⁴² HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990/286 (*Beklamel*). De Hoge Raad gaat daarmee verder op de door verschillende lagere rechters reeds ingeslagen weg. Zie voor een overzicht van jurisprudentie van lagere rechters Wezeman 1998, p. 111 voetnoot 180.

⁶⁴³ Zie onder meer HR 10 juni 1994, *NJ* 1994/766 (*Romme/Bakker*); HR 18 februari 2000, *NJ* 2000/295 (*Oosterhof*); HR 18 oktober 2002, *JOR* 2003/22.

uit wanprestatie door de vennootschap resulterende benadeling van crediteuren waarbij de desbetreffende bestuurder de vereiste wetenschap dient te hebben gehad op het moment waarop hij de verplichtingen aanging.⁶⁴⁴ Wanneer van de bedoelde wetenschap sprake is, moet worden aangenomen dat de bestuurder een persoonlijk verwijt treft tenzij hij een beroep kan doen op 'verontschuldigende of zijn handelwijze rechtvaardigende' omstandigheden.⁶⁴⁵ Van onzorgvuldig handelen zal geen sprake zijn wanneer de bestuurder de wederpartij op de hoogte heeft gesteld van de financiële moeilijkheden en deze de daaruit voortvloeiende risico's op de koop toe heeft genomen.⁶⁴⁶ De in het cassatiemiddel betoogde verruiming van de regel, in die zin dat de bestuurder reeds dan onzorgvuldig jegens de crediteuren handelt indien hij ernstig rekening diende te houden met de kans dat de vennootschap niet zou kunnen nakomen, werd door de Hoge Raad niet gevolgd. Het hof had volgens de Hoge Raad geen onjuiste maatstaf aangelegd door beslissend te achten of de bestuurder op het moment van het aangaan van de overeenkomst wist dan wel behoorde te weten dat de vennootschap niet zou kunnen nakomen noch verhaal zou bieden. Een verruiming van deze maatstaf in de voorgestelde zin zou ertoe leiden dat bestuurders van ondernemingen die zich tijdelijk in financiële moeilijkheden bevinden, te weinig mogelijkheden hebben om deze moeilijke fase te overleven.⁶⁴⁷ Het feit dat de bestuurder tevens enig aandeelhouder was, vormde evenmin een reden voor het verruimen van de maatstaf.⁶⁴⁸ Uit het arrest van de Hoge Raad van 21 december 2002⁶⁴⁹ blijkt dat de *Beklamel*-norm eveneens kan worden toegepast op lo-

⁶⁴⁴ Volgens het Handboek zal de wanprestatie van de vennootschap slechts tot aansprakelijkheid leiden indien deze te wijten is aan opzet, grove schuld of roekeloosheid van bestuurders terwijl de schade niet op de vennootschap kan worden verhaald; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 240; zie ook H. de Groot 2003, p. 139 die het heeft over opzet, voorwaardelijke opzet en grove schuld; zie ook Hamers 2002, p. 67 e.v. en Hamers & Olaerts 2002 II, p. 336 e.v.; anders Blanco Fernández 2000, p. 478 die van mening is dat de bestuurder, overeenkomstig de regels van het aansprakelijkheidsrecht, reeds aansprakelijk is in geval van gewone schuld.

⁶⁴⁵ Dit blijkt uit ro 3.4.1 van de Hoge Raad in het *Oosterhof*-arrest. In dit arrest werd de *Beklamel*-regel nogmaals herhaald en nader uitgewerkt door de Hoge Raad. Zie over de invulling van die verontschuldigende of rechtvaardigende omstandigheden onder meer Van den Ingh 2002 II, p. 107-108; Boschma 2003, p. 6.

⁶⁴⁶ Boschma 2003, p. 6. In het vonnis van de Rechtbank Zwolle van 21 maart 2001 (*JOR* 2001/173) overwoog de rechtbank ten overvloede dat het maar de vraag is in hoeverre sprake kan zijn van een onrechtmatige daad die aan de bestuurder kan worden toegerekend wanneer deze de crediteur niet in het ongewisse heeft gelaten over de slechte financiële situatie waarin de vennootschap verkeerde. Helaas wordt deze vraag in het onderhavige vonnis niet verder beantwoord. Zie in verband met het inlichten van crediteuren over de betalingsmoeilijkheden en de eventuele aansprakelijkheid in concernverhoudingen, Van der Grinten in zijn noot bij het *Albeda-Jelgersma II*-arrest. HR 19 februari 1988, *NJ* 1988/487. Deze uitspraak komt uitgebreid aan de orde in het volgende hoofdstuk.

⁶⁴⁷ In die zin ook Hof Arnhem 23 februari 1988, *NJ* 1989/92; Wezeman 1998, p. 111; Boschma 2003, p. 1 e.v.

⁶⁴⁸ Zie de conclusie van A-G Franx en de noot van Maeijer bij het *Beklamel*-arrest. De verruiming van de maatstaf zou volgens het cassatiemiddel gerechtvaardigd zijn omdat de bestuurder tevens enig aandeelhouder was waardoor op hem een verdergaande persoonlijke aansprakelijkheid zou rusten aangezien zijn belang overeenstemt met het belang van de vennootschap.

⁶⁴⁹ *JOR* 2002/38 (*Hurks II*). Deze uitspraak komt eveneens uitgebreid aan de orde in hoofdstuk 6.

pende verplichtingen.⁶⁵⁰ De Hoge Raad was in dit arrest van oordeel dat het hof geen onjuiste maatstaf had aangelegd door de bestuurder van de moedervennootschap jegens de crediteuren van de dochtervennootschap aansprakelijk te achten uit onrechtmatige daad. De bestuurder was volgens het hof roekeloos te werk gegaan nu deze had nagelaten de bestaande crediteuren van de dochtervennootschap te waarschuwen terwijl hij wist of behoorde te weten dat deze vennootschap haar verplichtingen jegens die crediteuren niet zou kunnen nakomen. Daarbij achtte het hof eveneens relevant dat de bestuurder zich intensief bezighield met de in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap.

Van de *Beklamel*-situaties dient volgens de Hoge Raad te worden onderscheiden het geval waarin de bestuurder wordt verweten te hebben bewerkstelligd of toegelaten dat de vennootschap een eerder aangegane overeenkomst niet nakomt en daardoor de wederpartij schaadt. In deze tweede categorie gevallen kan eveneens sprake zijn van persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder op grond van onrechtmatige daad. Echter, een en ander zal afhangen van de vraag of, gezien de concrete omstandigheden van het geval, de bestuurder een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt teneinde deze persoonlijk aansprakelijk te stellen.⁶⁵¹ De Hoge Raad geeft vervolgens niet in algemene bewoordingen aan wanneer sprake is van een voldoende ernstig verwijt in de door hem bedoelde zin. Het enkele feit dat de bestuurder er niet op heeft toegezien dat de rechtspersoon haar verplichtingen nakomt, is overigens onvoldoende voor een toerekenbare onrechtmatige daad.⁶⁵² De voor de bestuurder bestaande voorzienbaarheid van de niet-nakoming van de verplichting door de vennootschap is van belang voor de beantwoording van de vraag of de bestuurder terzake een voldoende persoonlijk verwijt kan worden gemaakt.⁶⁵³ Daarnaast zijn doorgaans bijkomende omstandigheden nodig.⁶⁵⁴ Van een onrechtmatige daad zijdens de bestuurder kan sprake zijn wanneer de betalingsonmacht van de vennootschap te wijten is aan betalingsonwil van de bestuurder.⁶⁵⁵ Het is in beginsel de crediteur die dient aan te tonen dat de bestuurder een persoonlijk verwijt kan worden gemaakt doordat bijvoorbeeld de vereiste wetenschap van niet-nakoming bestond ten tijde van het aangaan van de verplichtingen in naam van de

⁶⁵⁰ In die zin onder meer Borrius 2004, p. 18-19; Boschma 2003, p. 9-10; Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 80; Van Maanen 2004, p. 121.

⁶⁵¹ R.o. 3.4.1 van de Hoge Raad in het *Oosterhof*-arrest; zie noot Maeijer bij dit arrest. HR 8 december 2006, *NJ* 2006/659. Wezeman wijst erop dat in een aantal latere arresten van de Hoge Raad deze eis van een 'ernstig' verwijt niet is terug te vinden. Hij wijst daarbij op HR 18 januari 2002, *NJ* 2002/96 (*Textile*) en HR 13 december 2002, *JOR* 2003/55 waarin de Hoge Raad slechts spreekt over een persoonlijk verwijt. Zie Wezeman 2003, p. 163 voetnoot 41 en Wezeman 2004, p. 93 voetnoot 29 waarin eveneens jurisprudentie wordt aangehaald strekkende tot bevestiging van de genoemde maatstaf. Van Maanen gaat er, onder verwijzing naar HR 16 juni 2003, *NJ* 2003/563, vanuit dat 'deze leer (...) inmiddels strikt [wordt, M.O.] gehandhaafd'; Van Maanen 2004, p. 121. Zie verder Borrius 2003 II, p. 87 e.v.

⁶⁵² Onder meer HR 13 juni 1986, *NJ* 1986/825; Hoge Raad in het arrest *Pelco/Sturkenboom* (*NJ* 1999/318); Rechtbank Zwolle 21 maart 2001, *JOR* 2001/173.

⁶⁵³ HR 8 december 2006, *NJ* 2006/659. Zie in deze zin A-G Timmerman in zijn conclusie bij het arrest onder nr. 5.6 e.v.

⁶⁵⁴ Kroeze, Timmerman & Wezeman 2005, p. 143.

⁶⁵⁵ Zie onder meer Wezeman 1998, p. 118-119; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 323; Huizink 2002 I, p. 170; Borrius 2004, p. 24 e.v.

vennootschap. Teneinde de bewijslast voor de crediteur te verlichten was de Hoge Raad in het arrest *Van Waning/Van der Vliet* van oordeel dat: 'Diegene die volledige zeggenschap over de nalatige vennootschap heeft (...) aannemelijk [dient; M.O.] te maken dat de vennootschap niet in staat is te betalen'.⁶⁵⁶ Deze regel werd door de Hoge Raad genuanceerd in het arrest *Romme/Bakker*.⁶⁵⁷ De Hoge Raad was in die zaak van oordeel dat voor de omkering van de bewijslast slechts in uitzonderingsgevallen plaats is. Van zo'n geval is sprake wanneer betalingsonmacht ten tijde van het totstandkomen van de overeenkomst aannemelijk is. In dat geval is het de bestuurder die moet aantonen dat hij ten tijde van het sluiten van de overeenkomst niet wist of behoorde te weten dat de vennootschap niet, binnen redelijke termijn, zou kunnen nakomen noch verhaal zou bieden.⁶⁵⁸ De schuldeiser kon in het arrest *Romme/Bakker* volstaan met het bewijs dat de vennootschap ten tijde van het sluiten van de overeenkomst niet over voldoende middelen beschikte.⁶⁵⁹ Zowel in *Van Waning/Van der Vliet* als in het arrest *Romme/Bakker* ging het om een bestuurder die tevens enig aandeelhouder was.

In de jurisprudentie zijn nog tal van andere voorbeelden te vinden van gevallen waarin de bestuurder aansprakelijk wordt gesteld voor de benadeling van crediteuren door de vennootschap. Te denken valt in dit verband onder meer aan de selectieve betaling van vennootschapscrediteuren. Bij selectieve betaling maakt de vennootschap inbreuk op het beginsel van de *paritas creditorum* door bepaalde crediteuren wel en anderen niet of slechts gedeeltelijk te voldoen. In beginsel is een ongelijke behandeling van crediteuren niet bezwaarlijk.⁶⁶⁰ Een vennootschap die tijdelijk in financiële moeilijkheden verkeert kan, teneinde de onderneming geheel of gedeeltelijk te redden, er de voorkeur aan geven bepaalde crediteuren meteen te voldoen terwijl de vorderingen van anderen tijdelijk in de wacht worden gezet. Daar is in principe niets op tegen. Het beginsel van de *paritas creditorum* zal zich eerst doen gelden wanneer de vennootschap over onvoldoende middelen beschikt teneinde de vorderingen van alle crediteuren volledig te voldoen. Het faillissementsrecht kent een rangregeling voor de voldoening van crediteuren waarbij de *paritas creditorum* als hoofdregel geldt terwijl aan bepaalde crediteuren als uitzondering daarop door de wet voorrangrechten worden toegekend. De bestuurder van een vennootschap die in de toestand van feitelijke insolventie verkeert en bewerkstelligt of toelaat dat bepaalde crediteuren ten koste van anderen worden voldaan, kan onder omstandigheden aansprakelijk worden gesteld op grond van een jegens laatstgenoemde crediteuren gepleegde onrechtmatige daad. In de jurisprudentie is deze situatie vooral aan de orde gekomen in concernverhoudingen, hetgeen echter niet afdoet aan het

⁶⁵⁶ HR 3 april 1992, NJ 1992/411 (*Van Waning/Van der Vliet*).

⁶⁵⁷ HR 10 juni 1994, NJ 1994/766 (*Romme/Bakker*). Zie noot Maeijer bij het arrest *Romme/Bakker*.

⁶⁵⁸ Zie hierover onder meer Wezeman 1998, p. 118-119 en De Groot 2003, p. 137-138. Zie over de bewijslastverdeling eveneens Huizink (Rechtspersonen), art. 9 aant. 14a. In de literatuur wordt betoogd dat deze regel eveneens zou moeten gelden indien de bestuurder niet de volledige zeggenschap in de vennootschap heeft; zie in dit verband Timmerman 1993, p. 232-236; Wezeman 1998, p. 119 en de daar aangehaalde literatuur en Maeijer in zijn noot bij het arrest; zie eveneens Boschma 2003, p. 7 e.v.; Van den Ingh 2006, p. 27 e.v. Ik ga op deze bewijslastverdeling niet verder in.

⁶⁵⁹ Boschma 2003, p. 7.

⁶⁶⁰ Huizink 2002 I, p. 167.

belang van die rechtspraak voor de bestuurdersaansprakelijkheid.⁶⁶¹ In het, in de literatuur uitvoerig besproken arrest *Coral/Stalt* werd, naast de dochtervennootschap, de moedermaatschappij aansprakelijk gesteld op grond van onrechtmatige daad omdat de dochtervennootschap vorderingen van tot de groep behorende schuldeisers met voorrang had voldaan boven die van niet tot de groep behorende crediteuren.⁶⁶² De dochtervennootschap handelde volgens de Hoge Raad onrechtmatig door bewust de vordering van een van de crediteuren achter te stellen indien de directie wist of behoorde te weten dat ter voldoening van de vordering van deze crediteur niets zou overblijven. De Hoge Raad achtte de moedervennootschap in casu aansprakelijk indien kon worden bewezen dat deze zich intensief had bemoeid met de gang van zaken bij de dochtervennootschap en de hand had in de beëindiging van de bedrijfsactiviteiten⁶⁶³ waardoor deze geacht moet worden over dezelfde gegevens te hebben beschikt als de dochtermaatschappij en derhalve eveneens in staat was te beoordelen of ernstig rekening diende te worden gehouden met de mogelijkheid dat de desbetreffende crediteur onvoldaan zou blijven. Een vergelijkbare casus lag ten grondslag aan het *Keulen/BLG*-arrest⁶⁶⁴ waarin een van twee nauw met elkaar verweven rechtspersonen eveneens een onrechtmatige daad jegens de onbetaald gebleven crediteuren van de andere rechtspersoon werd verweten omdat diens eigen vordering ten koste van die van de overige crediteuren werd voldaan. In beide gevallen was sprake van de beëindiging van de activiteiten van de debiteur (in de eerste zaak was die debiteur een dochtervennootschap, in het *Keulen/BLG*-arrest betrof het niet een dochtervennootschap maar een stichting) zonder dat het faillissement van die rechtspersoon reeds was ingetreden.⁶⁶⁵ Hoewel deze arresten met name betrekking hebben op de aansprakelijkheid van de moedervennootschap zie ik, in navolging van Huizink, niet in waarom het oordeel omtrent de aansprakelijkheid anders zou luiden indien niet de moedervennootschap maar de bestuurder van de dochtervennootschap onder gelijke omstandigheden op grond van een onrechtmatige daad wordt aangesproken. De bestuurder treft mijns inziens eenzelfde verwijt. Dat ook een bestuurder aansprakelijk kan zijn op grond van een onrechtmatige daad wegens het verrichten van betalingen door de vennootschap aan tot de

⁶⁶¹ Huizink 2002 I, p. 168-169.

⁶⁶² HR 12 juni 1998, *NJ* 1998/727. Zie over selectieve betaling onder meer Lennarts 1999, p. 200, nr. 143 e.v.; Verstijlen 1999, p. 301-308; Huizink 2002 I, p. 167-173; Borrius 2004, p. 23 e.v.; Kroeze 2005, p. 21. Kroeze stelt in dit verband dat selectieve betaling door een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap toelaatbaar moet worden geacht teneinde reddingsoperaties niet te frustreren. De grens van de toelaatbaarheid wordt daarbij in zijn visie getrokken door de *Beklamel*-regel.

⁶⁶³ Of dat in casu daadwerkelijk het geval was, diende nog te worden vastgesteld. De Hoge Raad noemt in ro. 3.4.2 een aantal stellingen waaraan het hof is voorbijgegaan maar waarvan de juistheid destijds nog diende te worden vastgesteld. Zie over het vereiste van intensieve bemoeienis met het beleid en de gang van zaken bij de dochtervennootschap hierna hoofdstuk 6.

⁶⁶⁴ HR 9 mei 1986, *NJ* 1986/792. De vordering werd in deze zaak overigens afgewezen omdat in casu onvoldoende aanwijzingen bestonden op grond waarvan rekening diende te worden gehouden met de mogelijkheid dat de overige schuldeisers van de Stichting uiteindelijk niet (volledig) zouden worden voldaan. Op dit arrest wordt eveneens verder ingegaan in hoofdstuk 6.

⁶⁶⁵ Verstijlen 1999, p. 304.

groep behorende vennootschappen ten gevolge waarvan de overige crediteuren worden benadeeld, blijkt uit de uitspraak van de Hoge Raad in *Van Essen q.q./Aalbrecht en Looman*.⁶⁶⁶ Aansprakelijkheid is evenmin uitgesloten wanneer de bestuurder nalaat ervoor zorg te dragen dat de vennootschap haar schulden voldoet uit een bestaande of nog te verkrijgen kredietfaciliteit.⁶⁶⁷

Bij de aansprakelijkheid van de bestuurder uit hoofde van Artikel 6:162 BW gaat het er steeds om of de bestuurder terzake een persoonlijk verwijt kan worden gemaakt. Zoals gezegd zal dat in beginsel het geval zijn wanneer de bestuurder in naam van de vennootschap lichtvaardig overeenkomsten aangaat of lopende verplichtingen laat doorgaan in die zin dat de vennootschap de daaruit voortvloeiende verplichtingen niet nakomt en de bestuurder dit alsmede het feit dat de vennootschap geen verhaal zou bieden ten tijde van het aangaan van die verplichtingen wist dan wel had behoren te weten. In alle andere gevallen dient het verwijt dat de bestuurder wordt gemaakt, gezien de uitspraak van de Hoge Raad in het besproken *Oosterhof*-arrest,⁶⁶⁸ voldoende ernstig te zijn. Te denken valt in dit verband aan het geval waarin de bestuurder wordt verweten te hebben bewerkstelligd of toegelaten dat de vennootschap een eerder aangegane overeenkomst niet nakomt zoals bijvoorbeeld in geval van selectieve betaling, betalingsonwil, het wekken van de schijn van kredietwaardigheid⁶⁶⁹ of onder omstandigheden wanneer de bestuurder nalaat ervoor te zorgen dat de vennootschap haar schulden voldoet uit een bestaande of nog te verkrijgen kredietfaciliteit.

5.2.3. Aansprakelijkheid van de medebestuurder(s)

Voor de aansprakelijkheid van de bestuurder op grond van onrechtmatige daad is vereist dat hem terzake een persoonlijk verwijt kan worden gemaakt. Anders dan de twee eerder besproken gronden voor bestuurdersaansprakelijkheid, leidt een onrechtmatige daad door een van de bestuurders derhalve niet zonder meer tot de

⁶⁶⁶ HR 30 mei 1997, *NJ* 1997/663. De curator deed hier ter ondersteuning van zijn vordering zowel een beroep op Art. 6:162 BW als op kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van Art. 2:248 BW. In de literatuur wordt betoogd dat de bestuurder niet alleen aansprakelijk is indien de betaling is gebeurd aan een groepsmaatschappij maar dat aan de uitspraak in het genoemde arrest een ruimer toepassingsbereik dient te worden toegekend. Zie Verstijlen 1999, p. 304 e.v.; Huizink 2002 I, p. 168; Borrius 2004, p. 24 voetnoot 64 en de overige daarin aangehaalde literatuur. Voor de aansprakelijkheid van de bestuurder tevens aandeelhouder kan eveneens verwezen worden naar het vonnis van de Rechtbank Arnhem van 17 mei 2006, nr. 125823, *LJN* AY3862, *JIN* 206/339. Daarin werd door de rechtbank tot aansprakelijkheid van de vennootschap en diens bestuurder geconcludeerd op grond van een door hen gepleegde onrechtmatige daad wegens selectieve betaling van een verbonden vennootschap (aandeelhouder) ten kosten van een concurrente crediteur op een moment waarop de vennootschap geen activiteiten meer ontplooiëde.

⁶⁶⁷ Zie onder meer Hoge Raad in *Van Waning/Van der Vliet*; Hof Den Bosch 29 februari 2000, *JOR* 2003/55. Zie ook onder meer noot Maeijer onder nr. 3.1.3.6 bij het *Oosterhof*-arrest. Zie hierover onder meer Borrius 2004, p. 25 e.v. Ik ga niet verder in op de reikwijdte van de aansprakelijkheid wegens het niet benutten van kredietruimte. Zie in dit verband nader Borrius 2003 I, p. 75; Van den Ingh 2006, p. 23-30.

⁶⁶⁸ HR 18 februari 2000, *NJ* 2000/295.

⁶⁶⁹ Waarover hierna meer. Zie ook Wezeman 1998, p. 111.

aansprakelijkheid van de overige zittende bestuursleden.⁶⁷⁰ De *Beklamel*-norm leidt in beginsel tot aansprakelijkheid van die bestuurder die in naam van de vennootschap verplichtingen is aangegaan terwijl hij wist of had behoren te weten dat de vennootschap deze niet zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden voor de ten gevolge daarvan door de wederpartij geleden schade.⁶⁷¹ Naast de *Beklamel*-situatie is voor aansprakelijkheid van de bestuurder vereist dat hem een voldoende ernstig verwijt kan worden gemaakt teneinde diens persoonlijke aansprakelijkheid te rechtvaardigen. Daarvan kan bijvoorbeeld sprake zijn wanneer hij zichzelf of een bevriende partij ten koste van (een groep van) crediteuren heeft bevoordeeld. Tegen de achtergrond van de vennootschap in financiële moeilijkheden, dringt zich de vraag op in hoeverre de bestuurders gehouden zijn de financiële moeilijkheden te onderkennen en naar aanleiding daarvan maatregelen te treffen dan wel (in toenemende mate) gehouden zijn met de belangen van de crediteuren rekening te houden. Relevant is derhalve in hoeverre de bestuurder die de gewraakte transactie niet is aangegaan, desalniettemin aansprakelijk kan worden gesteld uit hoofde van een onrechtmatige daad wanneer hij nalaat maatregelen te treffen teneinde de schade voor crediteuren zoveel mogelijk te voorkomen. De vraag naar de aansprakelijkheid van medebestuurders werd door de Hoge Raad in het arrest *Pelco/Sturkenboom* ontkennend beantwoord.⁶⁷² Het enkele feit dat een bestuurder niet toeziet op de nakoming door de vennootschap van haar verplichtingen, is onvoldoende grond om een persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder te rechtvaardigen. Dit brengt met zich dat slechts onder bijzondere omstandigheden een persoonlijk verwijt kan worden gemaakt aan het adres van de bestuurder. In de onderhavige zaak werd uitgemakkt dat voor een dergelijk persoonlijk verwijt vereist is dat de bestuurder anderszins nauw bij de desbetreffende overeenkomst betrokken is geweest. Die ‘nauwe betrokkenheid’ wordt door de A-G Hartkamp in zijn conclusie⁶⁷³ bij *Pelco/Sturkenboom* als volgt omschreven:

‘(...) de situatie dat de medebestuurder in staat was het sluiten van de overeenkomst te voorkomen of de schadelijke gevolgen daarvan voor de wederpartij tijdig af te wenden, maar zulks heeft nagelaten hoewel dat van hem, gelet op de omstandigheden van het geval (met name de financiële toestand van de vennootschap en de wetenschap of voorzienbaarheid van wanprestatie), kon worden gevergd’.

Borrius wijst erop dat aangezien iedere bestuurder geacht wordt op de hoogte te zijn van de financiële situatie binnen de vennootschap en derhalve ook wist of behoorde te weten dat de vennootschap niet zou kunnen nakomen dan wel geen ver-

⁶⁷⁰ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 323 onder verwijzing naar HR 8 januari 1999, NJ 1999/318 (*Pelco/Sturkenboom*).

⁶⁷¹ Zie Boschma & Lennarts 1994, p. 286.

⁶⁷² HR 8 januari 1999, NJ 1999/318 (*Pelco/Sturkenboom*) waar de Hoge Raad van oordeel was dat een bestuurder die bij het sluiten van de overeenkomst niet betrokken was geweest niet zonder meer aansprakelijk is uit onrechtmatige daad. Zie over de aansprakelijkheid van de medebestuurder tegen de achtergrond van dit arrest meer in het bijzonder De Valk 2003, p. 267-275.

⁶⁷³ Conclusie van Hartkamp bij het arrest *Pelco/Sturkenboom* onder nr. 8.

haal zou bieden, al snel van nauwe betrokkenheid sprake zal zijn.⁶⁷⁴ Een en ander zal mijns inziens afhankelijk zijn van de financiële toestand binnen de vennootschap. Naarmate de financiële positie zwakker is, kan een versterkte nauwlettendheid van iedere bestuurder worden verwacht. Voor het maken van een persoonlijk verwijt is mijns inziens met name relevant of van de bestuurder, die geacht wordt op de hoogte te zijn van de financiële situatie binnen de vennootschap, gezien die situatie verwacht mag worden in te grijpen. Naarmate de financiële situatie zorgwekkender is, kan van iedere bestuurder een nauwere betrokkenheid worden verwacht. Bij de beantwoording van de vraag of bij de bestuurder de vereiste wetenschap aanwezig was, is de uitspraak in de zaak *Veenbrink/Baarsma*⁶⁷⁵ van belang waaruit volgt dat de bestuurder geacht wordt over de relevante cijfers ten aanzien van de financiële positie van de vennootschap te beschikken.

Niet slechts de formele bestuurder maar ook de feitelijke bestuurder kan aansprakelijk zijn uit hoofde van een door hem jegens de schuldeisers gepleegde onrechtmatige daad. Het hebben van een wezenlijk aandeel in het beleid en beheer van de vennootschap en het handelen als feitelijk leidinggevende is onvoldoende voor persoonlijke aansprakelijkheid.⁶⁷⁶ In het arrest van 14 november 1997⁶⁷⁷ was de Hoge Raad het eens met het hof dat overwoog dat een (feitelijk) bestuurder niet slechts aansprakelijk is indien de vereiste wetenschap aanwezig is maar dat onder omstandigheden eveneens tot aansprakelijkheid van de bestuurder kan worden geconcludeerd indien hij zich intensief met de bedrijfsvoering bezighoudt en in feite de volledige zeggenschap heeft over de rechtspersoon. Dit zal met name relevant zijn in concernverhoudingen waar de bestuurder van de moedervennootschap onder omstandigheden als feitelijk bestuurder van de dochtervennootschap kan worden aangemerkt. Naast intensieve bemoeienis met de bedrijfsvoering is voor de aansprakelijkheid overigens eveneens persoonlijke verwijtbaarheid vereist.⁶⁷⁸ Deze intensieve bemoeienis in concernverhoudingen dient te worden onderscheiden van de nauwe betrokkenheid bij een overeenkomst in bovenbedoelde zin.⁶⁷⁹

5.2.4. Het omslagpunt

Conform de *Beklamel*-norm dient een bestuurder zich eerst van het aangaan van nieuwe overeenkomsten te onthouden wanneer hij weet of behoort te weten dat de vennootschap de daaruit voortvloeiende verplichtingen niet of niet binnen redelijke termijn zal kunnen voldoen, noch verhaal zal bieden voor de daaruit voor de wederpartij voortvloeiende schade. De *Beklamel*-norm brengt, zoals gezegd, niet met zich dat de bestuurder reeds aansprakelijk kan worden gehouden indien ten tijde van het aangaan van de desbetreffende overeenkomst omtrent de goede afloop

⁶⁷⁴ Borrius 2003 II, p. 86; vergelijk Borrius 2003 I, p. 74.

⁶⁷⁵ HR 27 november 1998, *NJ* 1999/148. Zie in dit verband Borrius 2003 II, p. 86; Boschma 2003, p. 4; Van Maanen 2004, p. 121.

⁶⁷⁶ HR 7 november 1997, *NJ* 1998/269 (*Kandel/Koolhaas*). Het ging in casu om de aansprakelijkheid van de enig aandeelhouder en commissaris van de vennootschap.

⁶⁷⁷ *NJ* 1998/270 (*JMG/Henkel*).

⁶⁷⁸ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 622.

⁶⁷⁹ Maeijer in zijn noot bij het arrest van de Hoge Raad van 8 januari 1999, *NJ* 1999/318.

slechts twijfel bestond. Anderzijds heeft de oprekking van de *Beklamel*-norm naar situaties waarin het gaat om lopende verplichtingen tot gevolg dat een bestuurder, die weet of behoort te weten dat de vennootschap haar verplichtingen niet zal kunnen nakomen noch verhaal zal bieden, actief begaan moet zijn met het lot van de vennootschapscrediteuren, wil hij het risico op aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad vermijden. Zoals gezegd mag het voortzetten van een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming, niet te zeer door het risico op bestuurdersaansprakelijkheid worden bemoeilijkt.⁶⁸⁰ Niet steeds is immers bij voorbaat duidelijk in hoeverre een eventuele twijfel aan de levensvatbaarheid van dergelijke ondernemingen gegrond is. Het is niet uitgesloten dat door het treffen van maatregelen de financiële storm in eerste instantie kan worden geluwd en uiteindelijk omslaat. De vraag is echter waar de grens ligt. Vanaf welk moment kan de vereiste wetenschap geacht worden aanwezig te zijn ten gevolge waarvan de bestuurder zich van het aangaan dan wel voortzetten van overeenkomsten in naam van de vennootschap dient te weerhouden. Met andere woorden, op welk moment moet de bestuurder beseffen dat voor de vennootschap geen reële overlevingskansen meer bestaan en derhalve niet langer het vennootschapsbelang maar het belang van de crediteuren maatgevend behoort te zijn voor het bestuurshandelen?⁶⁸¹ De Nederlandse jurisprudentie biedt weinig aanknopingspunten voor het definiëren van dit omslagpunt.⁶⁸² Niet louter in *Beklamel*-situaties is de vaststelling van dat zogenaamde omslagpunt overigens relevant. Ook de vraag naar de onrechtmatigheid van selectieve betaling en de daarmee gepaard gaande doorbreking van de *paritas creditorum* gaat eerst spelen op het moment dat de vennootschap niet langer in staat is al haar schuldeisers te voldoen. Een en ander zal ook hier sterk afhangen van de omstandigheden van het geval. Voor de beantwoording van de vraag of de bestuurder in de gegeven omstandigheden over de vereiste wetenschap beschikte dan wel behoorde te beschikken, kan mijns inziens aansluiting worden gezocht voor de voor de bestuurders geldende gedragsnorm zoals die voortvloeit uit de jurisprudentie in het kader van de interne aansprakelijkheid. Waar het bij het bepalen van de aanwezigheid van de vereiste wetenschap mijns inziens om moet gaan is dat de bestuurder geacht mag worden over die wetenschap te beschikken waarover een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult en of een redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – zou hebben beschikt.⁶⁸³ De bestuurder zal met andere woorden over de vereiste wetenschap beschikken wanneer

⁶⁸⁰ Zie Wezeman 1998, p. 111; in gelijke zin Boschma & Lennarts 1994, p. 286; Lennarts 1999, p. 190 en Boschma 2003, p. 5.

⁶⁸¹ Huizink 2002 I, p. 167-173; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 285 e.v.

⁶⁸² Borrius 2003 II, p. 88-89; zie hierover eveneens Borrius 2004, p. 19 e.v. Zoals Van Eeghen opmerkt werd bijvoorbeeld in het arrest *Albada Jelgersma* voor het bepalen van de wetenschap van de financiële problemen aangehaakt bij bestaande financiële rapporten. Een zeldzaam geval waarin de rechter zelf overging tot het vaststellen van de peildatum betrof de *Hurks (I)*-zaak, HR 13 januari 1995, *NJ* 1995/482. De door het hof vastgestelde peildatum was naar het oordeel van de Hoge Raad niet onjuist. Zie Van Eeghen 2002, p. 197 e.v.; Van Eeghen 2006, p. 28 e.v. Zie over het omslagpunt eveneens onder meer Lennarts 2006; Raaijmakers 2003, p. 111; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 285-288.

⁶⁸³ In vergelijkbare zin Borrius 2003 II, p. 100 e.v. die ten aanzien van de interne en de externe bestuurdersaansprakelijkheid een tendens naar eenzelfde gedragsnorm constateert.

een redelijk denkend bestuurder dan wel een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult, had geweten dat de vennootschap niet zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden voor de daardoor voor de wederpartij ontstane schade.

Na in een eerdere bijdrage te hebben geconstateerd dat de invulling van het begrip feitelijke insolventie aan de hand van financieel economische parameters de jurist parten speelt,⁶⁸⁴ heeft Van Eeghen in zijn proefschrift⁶⁸⁵ deze uitdaging ter hand genomen en het omslagpunt aan de hand van economische maatstaven nader geconcretiseerd. Hij constateert daarbij dat op basis van het *Beklamel*-criterium de beschikbare middelen op de korte termijn bepalend worden geacht voor het vaststellen van het tijdstip waarop een onderneming nog mag worden voortgezet. Het criterium uit dit arrest wordt door hem aldus verwoord: '(...) feitelijke insolventie van een onderneming doet zich (in ieder geval) voor als deze niet meer binnen redelijke termijn aan haar verplichtingen kan voldoen en overigens (na liquidatie) verhaalsinsolvent zal zijn'.⁶⁸⁶ De *Beklamel*-norm impliceert, aldus Van Eeghen, dat een onderneming niet langer mag worden voortgezet wanneer deze feitelijk en verhaalsinsolventie is. De liquiditeitseis die in de *Beklamel*-norm wordt aangelegd indiceert, volgens Van Eeghen, niet de dekking van verplichtingen op termijn of bij liquidatie en voorkomt niet dat oplopende verliezen in ruil voor zekerheden met vreemd vermogen worden gefinancierd ten gevolge waarvan de risico's verder op de crediteuren worden afgewenteld. Naast de *Beklamel*-norm ontwikkelt Van Eeghen de zogenaamde 'verlengde *Beklamel*-norm', waarbij aan de uit de *Beklamel*-norm voortvloeiende liquiditeitseis een solvabiliteitscomponent wordt toegevoegd. Deze solvabiliteitseisen worden een driedelige functie toegedicht: zij stellen grenzen aan de dekking van verplichtingen, geven een onderlinge risicoverdeling over financiers, aandeelhouders en andere crediteuren en bieden de mogelijkheid tot het tijdig vaststellen van de toekomstige rentabiliteitsverwachtingen.⁶⁸⁷ Van Eeghen beoogt met de door hem ontwikkelde 'verlengde *Beklamel*-norm' een mechanisme tot stand te brengen waarmee een beperking van de gevolgen van de insolventie wordt werkstelligd en deze gevolgen over de participanten worden verdeeld. Als 'participanten' worden in dit kader aangemerkt de aandeelhouders, financiers en crediteuren. De nieuwe norm richt zich direct tot bestuurders en financiers en indirect tot de aandeelhouders. Voor bestuurders en financiers wordt daarmee aangegeven welke zorgvuldigheid in acht dient te worden genomen bij het laten oplopen van de risico's voor crediteuren. De liquiditeitseis in combinatie met de door Van Eeghen voorgestelde solvabiliteitseisen weerspiegelen het minimale risicodragend kapitaal dat aanwezig moet zijn teneinde de onderneming te kunnen voortzetten. De solvabiliteitseisen richten zich in zoverre tot de aandeelhouders dat deze dienen te beslissen of zij de vennootschap al dan niet additioneel risicodragend kapitaal ter beschikking willen stellen dan wel over wensen te gaan tot liquidatie van de vennootschap. Het is niet mijn bedoeling het onderzoek van Van Eeghen hier nogmaals over

⁶⁸⁴ Van Eeghen 2002, p. 198.

⁶⁸⁵ Van Eeghen 2006. Zie over dit thema eveneens Van Eeghen 2002, p. 197-205; zie over deze bijdrage voorts Borrius 2003 II, p. 88 e.v. en Borrius 2004, p. 27 e.v.

⁶⁸⁶ Van Eeghen 2006, p. 20.

⁶⁸⁷ Van Eeghen 2006, p. 45 e.v.

te doen. In lijn met de constatering van Van Eeghen ben ik van mening dat het 'Beklamel-moment' erg laat is gekozen. Immers, bestuurders zijn doorgaans reeds eerder op de hoogte van de financiële moeilijkheden en het potentiële gevaar daarvan voor de continuïteit van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. De financiële moeilijkheden van de vennootschap zijn meestal reeds in een vergevorderd stadium op het moment waarop sprake is van het *Beklamel*-moment. Dat geldt met name wanneer dit wordt gehanteerd als omslagpunt en als indicator van het vaststellen vanaf wanneer het bestuur van een vennootschap die in een financiële crisis verkeert gehouden is de belangen van de crediteuren te laten primeren boven die van de vennootschap als geheel.

5.2.5. De bestuurdersaansprakelijkheid op basis van Artikel 6:162 BW in slechtweersituaties

De belangrijkste grondslag voor bestuurdersaansprakelijkheid in dergelijke zogenaamde 'zinkend schip-scenario's'⁶⁸⁸ kan gevonden worden in Artikel 162 van Boek 6 BW. Uit de jurisprudentie kan worden afgeleid dat, ondanks het feit dat een vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert, de bedrijfsactiviteiten in beginsel mogen worden voortgezet zonder dat dit leidt tot een onrechtmatige daad van de bestuurder(s). In het arrest van 19 december 2000⁶⁸⁹ oordeelde het Hof Arnhem dat het feit dat een vennootschap een negatief eigen vermogen had en niet over een bankkrediet beschikte, op zichzelf nog niet meebracht dat schuldeisers niet konden worden betaald en de bestuurders door het voortzetten van de bedrijfsactiviteiten een onrechtmatige daad kon worden verweten aangezien voldoende marge en omzet kon worden behaald waardoor een reëel perspectief op voortbestaan van de vennootschap bestond.⁶⁹⁰ Geheel in deze lijn ligt de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam van 22 augustus 2001.⁶⁹¹ De rechtbank was daarin van oordeel dat van een bestuurder van een in continuïteitsproblemen verkerende onderneming slechts mag worden verlangd dat deze de onderneming uit eigen beweging staakt wanneer redelijkerwijs geen mogelijkheid meer bestaat om deze in enigerlei vorm voort te zetten. De onzekerheid omtrent de potentiële overlevingskansen noopt de bestuurder derhalve in beginsel niet tot staking van de activiteiten. De rechter wijst erop dat het dilemma omtrent het continueren dan wel stopzetten van de activiteiten kadert in een belangenafweging tussen enerzijds het feit dat wanneer de onderneming uiteindelijk in staat van faillissement zou komen te verkeren, de schuldenlast op een zeker moment ten gevolge van de voortzetting wordt verzwaard terwijl anderzijds de kans bestaat dat vanaf datzelfde moment de reddingspoging slaagt, hetgeen niet enkel de crediteuren maar meerdere belanghebbenden binnen de vennootschap ten

⁶⁸⁸ Wezeman 1999, p. 451-453.

⁶⁸⁹ Hof Arnhem 19 december 2000, *JOR* 2001/26.

⁶⁹⁰ In casu groeide de netto omzet en bruto marge elk jaar terwijl toen liquiditeitsproblemen ontstonden door het wegvallen van grote klanten, maatregelen werden genomen om de financiële positie van de vennootschap te verbeteren.

⁶⁹¹ Rechtbank Amsterdam 22 augustus 2001, *JOR* 2001/212. Zie over deze uitspraak eveneens Van den Ingh 2002 II, p. 103 e.v.

goede komt.⁶⁹² Desalniettemin kan uit laatstgenoemde uitspraak worden afgeleid dat van het bestuur dan wel de individuele bestuurder(s) een zekere alertheid mag worden verwacht om de gesignaleerde financiële problemen binnen de onderneming nader te inventariseren en vervolgens te besluiten omtrent de te treffen maatregelen. Het ging er, aldus de rechtbank, om of de bestuurders nadat zij de slechte vermogenstoestand van de onderneming hadden onderkend, op basis van deugdelijk onderzoek mochten menen dat de onderneming nog een reële overlevingskans had. Indien dat niet het geval was geweest, hadden zij de onderneming moeten staken omdat deze geen doel meer diende en benadeling van crediteuren tot gevolg zou hebben.⁶⁹³ Wanneer een vennootschap zich financieel in een lastig parket bevindt, is derhalve bijkomende oplettendheid van de bestuurder geboden. De selectieve betaling van vennootschapscrediteuren biedt vennootschappen die in betalingsmoeilijkheden verkeren de mogelijkheid om hun onderneming tijdelijk voort te zetten. De vrijheid van de bestuurder vindt echter haar grens daar waar crediteuren, tegen de achtergrond van bovenstaande belangenafweging, onredelijk dreigen te worden benadeeld. De selectieve betaling kan onrechtmatig worden wanneer de vennootschap in staat van feitelijke insolventie verkeert. De bestuurder van een vennootschap die er financieel niet al te rooskleurig voor staat, dient overigens voorzichtigheid te betrachten ten aanzien van het doen van geruststellende uitlatingen jegens de crediteuren omtrent de financiële positie van de vennootschap. Het doen van geruststellende uitlatingen en het wekken van de schijn van kredietwaardigheid zijn immers omstandigheden die zouden kunnen bijdragen tot aansprakelijkheid.⁶⁹⁴ Het bestuur of de contracterende bestuurder zou ervoor kunnen kiezen om op het moment van het sluiten van de overeenkomst de wederpartij in kennis te stellen van de onrustwekkende financiële situatie binnen de vennootschap.⁶⁹⁵ Het spreekt voor zich dat hier het gezegde 'een gewaarschuwd man telt voor twee' zich doet gevoelen, in die zin dat de desbetreffende wederpartij die ondanks de waarschuwingen uit eigen belang met de vennootschap contracteert, de bestuurders achteraf in beginsel niet aansprakelijk kan stellen op grond van een door hen gepleegde onrechtmatige daad.⁶⁹⁶ Het bestuur zal echter niet snel geneigd zijn open kaart te spelen met de crediteuren omtrent de deplorabele financiële positie waarin de vennootschap verkeert. De vrees bestaat dat leveranciers, na het bekend worden van de

⁶⁹² R.o. 9.1 van de rechtbank.

⁶⁹³ R.o. 9.2 van de rechtbank.

⁶⁹⁴ Zie Hof Amsterdam 5 oktober 1995, *NJ* 1997/691; zie ook Huizink (Rechtspersonen), art. 9 aant. 14. Zie voor wat betreft uitlatingen door de moedervernootschap in concernverhoudingen onder meer het *Osby*-arrest HR 25 september 1981, *NJ* 1982/443. Hierop wordt in het volgende hoofdstuk nader ingegaan. Zie voorts het *Securicor*-arrest HR 18 november 1994, *NJ* 1995/170.

⁶⁹⁵ Een dergelijke waarschuwing wordt door Van der Grinten voorgesteld in zijn noot bij het *Albada Jelgersma*-arrest van de Hoge Raad van 19 februari 1988, *NJ* 1988/487. Daarbij ging het overigens niet over de aansprakelijkheid van bestuurders als zodanig maar om de aansprakelijkheid van de moedervernootschap jegens crediteuren van de dochtermaatschappij, waarover hierna meer in hoofdstuk 6.

⁶⁹⁶ Rechtbank Rotterdam 21 maart 2002, *JOR* 2002/99. Hof Leeuwarden 24 mei 2006, *JOR* 2006/204 waarin naar het oordeel van het hof geen sprake was van onrechtmatig handelen door de bestuurder aangezien de schuldeiser op de hoogte was van de financiële moeilijkheden. Huizink (Rechtspersonen), art. 9 aant. 14. Vergelijk Boschma 2003, p. 6.

(dreigende) financiële problemen, niet langer bereid zullen zijn om met de vennootschap in zee te gaan. Interessant is in dit verband het vonnis van de Rechtbank Den Haag van 18 augustus 1999.⁶⁹⁷ De rechtbank was in deze zaak van oordeel dat:

‘(...) aan ondernemingen en hun bestuurders ook in financieel moeilijke tijden een zekere vrijheid blijft toekomen de activiteiten voort te zetten en naar een oplossing te zoeken zonder het risico te hoeven nemen (potentiële) crediteuren van de moeilijkheden op de hoogte te stellen en aldus de continuïteit van de onderneming acuut in groot gevaar te brengen. (...) Gedaagde handelde, gelet op alle feiten en omstandigheden, in beginsel niet onrechtmatig door de onderneming voort te zetten en te trachten de continuïteit veilig te stellen zonder eiseres uit eigen beweging van zijn moeilijkheden in kennis te stellen’.⁶⁹⁸

Tot de relevante omstandigheden behoorden in casu onder meer het feit dat het niet ging om het aangaan van verplichtingen jegens nieuwe crediteuren maar slechts om het laten voortduren van een raamovereenkomst. In casu bestond voor de bestuurder geen aanleiding te vrezen dat de vennootschap niet aan haar lopende verplichtingen zou kunnen voldoen nu daarop reeds in zekere zin was geanticipeerd door onder meer het verstrekken van achtergestelde leningen door een aantal aandeelhouders en de gebleken bereidheid van een aantal crediteuren om hun vordering op de vennootschap achter te stellen. Ondanks bovenstaande overweging ging de bestuurder in casu niet vrijuit. Hem werd een onrechtmatige daad verweten vanwege het feit dat zijdens de vennootschap, in reactie op het uitdrukkelijke verzoek van de schuldeiser om omtrent de financiële positie van de vennootschap te worden geïnformeerd, ten onrechte de indruk werd gewekt dat van financiële problemen in het geheel geen sprake was. Eenzelfde mate van beleidsvrijheid, die ertoe leidt dat een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap in beginsel de vrijheid toekomt om haar activiteiten voort te zetten, wordt de ondernemer toegemeten ten aanzien van de beslissing om de activiteiten te beëindigen. In haar vonnis van 5 september 2001 was de Rechtbank Amsterdam⁶⁹⁹ van oordeel dat het de bestuurder⁷⁰⁰ van een onderneming eveneens vrij staat het bedrijf dat door de rechtspersoon wordt gedreven te beëindigen voor zover hij dit noodzakelijk dan wel wenselijk oordeelt. Naar het oordeel van de rechtbank in deze zaak kan van een bestuurder niet worden gevergd dat hij het bedrijf tegen zijn wil doorzet in het belang van de crediteuren. Voor de aansprakelijkstelling van de bestuurder is beslissend, aldus de rechtbank, of geen redelijk denkend bestuurder onder gelijke omstandigheden aldus zou hebben gehandeld.⁷⁰¹ Wanneer vervolgens door de vennootschap zelf

⁶⁹⁷ JOR 1999/245. Zie hierover eveneens Van den Ingh 2002 II, p. 104-105.

⁶⁹⁸ Zie overweging 3.4 en 3.5 van de rechtbank.

⁶⁹⁹ Rechtbank Amsterdam 5 september 2001, JOR 2002/49.

⁷⁰⁰ Ik heb in hoofdstuk 4 betoogd dat mijns inziens de aandeelhouders over het al dan niet voortzetten van de vennootschap in financiële crisissituaties dienen te beslissen. In casu was de bestuurder tevens enig aandeelhouder. De curator stelde zich op het standpunt dat hij naast op basis van zijn rol als bestuurder, tevens aansprakelijk is omdat hij als aandeelhouder ‘nodeloos faillissement heeft aangevraagd’. De vordering van de curator werd afgewezen.

⁷⁰¹ Daarvan was naar het oordeel van het Hof Den Bosch sprake in een geval waarin een bestuurder een redelijk renderende onderneming had ontmanteld en de activa nagenoeg om niet aan een andere vennootschap had overgedragen. Naar het oordeel van het hof was in ca-

wordt overgegaan tot een faillissementsaanvraag, dient voor misbruik van deze bevoegdheid te worden gewaakt. Van dergelijk misbruik kan met name sprake zijn wanneer de faillissementsaanvraag hoofdzakelijk ten doel strekt de belangen van werknemers te frustreren.⁷⁰² In 2004 werd door de Hoge Raad een arrest gewezen waarin de bestuurder aansprakelijk werd gesteld uit onrechtmatige daad wegens misbruik van de bevoegdheid tot faillissementsaanvraag door de vennootschap.⁷⁰³

De bestuurder maakt zich in ieder geval schuldig aan een onrechtmatige daad wanneer hij in naam van de vennootschap nieuwe verplichtingen aangaat of reeds bestaande, doorlopende verplichtingen continueert terwijl hij weet of behoorde te weten dat deze niet of niet binnen redelijke termijn zouden kunnen worden voldaan en dat de vennootschap voor de daaruit voor crediteuren ontstane schade geen verhaal zou kunnen bieden.⁷⁰⁴ Hiermee is de ondergrens bereikt waarbij het voortzetten van de verliesgevende activiteiten krachtens de heersende leer in ieder geval niet langer toelaatbaar is en de bestuurder derhalve prioriteit dient te geven aan de belangen van de crediteuren.⁷⁰⁵ Of daarvan bij de bedrijfsvoortzetting inderdaad sprake is, is sterk afhankelijk van de omstandigheden van het geval.⁷⁰⁶ Naar aanleiding van de flexibilisering van het kapitaalbeschermingsrecht van de BV werd de vraag aan de orde gesteld in hoeverre deze *Beklamel*-norm bescherming biedt voor crediteuren tegen het voortzetten van verliesgevende activiteiten, daarbij werd een onderscheid gemaakt tussen verschillende typen vennootschapscrediteuren.⁷⁰⁷ In de eerste plaats zijn er de crediteuren die eerst na het zogenaamde omslagpunt met de vennootschap hebben gecontracteerd. In de tweede plaats zijn er crediteuren die

su een grond aanwezig voor aansprakelijkheid van de bestuurder op basis van kennelijk onbehoorlijk en onrechtmatige daad. Het hof overwoog dat de bestuurder andere mogelijkheden ter beschikking stonden zoals de verkoop van de onderneming in going concern of desnoods het aanvragen van surséance van betaling. Zie Hof Den Bosch 27 april 2004, *JOR* 2004/226.

⁷⁰² Zie onder meer HR 29 juni 2001, *JOR* 2001/169. Zie over de vraag wanneer sprake is van misbruik van faillissement onder meer Boschma 1997, nr. 108; Lennarts & De Valk 2004, p. 108-121. Ik ga niet verder op deze vraag in.

⁷⁰³ HR 28 mei 2004, *JOR* 2004/216. Zie over dit arrest Lennarts & De Valk 2004, p. 108-121 en Spanjaard 2004, p. 400-401. Lennarts en De Valk wijzen erop dat hof en Hoge Raad voor de aansprakelijkheid van de bestuurder wegens misbruik van faillissement uitgaan van het vereiste van opzet waarmee een strengere maatstaf wordt gehanteerd dan voor aansprakelijkheid van de bestuurder wegens wanprestatie door de vennootschap, zie Lennarts & De Valk 2004, p. 117.

⁷⁰⁴ Uit het arrest *Veenbrink/Baarsma* HR 27 november 1998, *NJ* 1999/148 blijkt dat een bestuurder geacht mag worden over de relevante financiële gegevens met betrekking tot de vennootschap te beschikken. Zie Boschma 2003, p. 4.

⁷⁰⁵ Zie over het naar voren treden van de belangen van de crediteuren Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 286.

⁷⁰⁶ Zie voor een geval waarin daarvan sprake was Hof Den Bosch 2 december 2003, *JOR* 2004/143. Het hof was daarin van oordeel dat de bestuurder onrechtmatig handelde jegens de crediteuren van de vennootschap door de activiteiten voort te zetten nu: 'hij (...) wist of redelijkerwijs moest weten dat de vennootschap niet aan haar verplichtingen zou kunnen voldoen en zijn handelen vooral werd ingegeven door de wens om zijn eigen positie in geval van deconfiture van de vennootschap te verbeteren (...)'.⁷⁰⁷

⁷⁰⁷ Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 79 e.v. In die zin eveneens Boschma 2003, p. 8 e.v.

reeds voor het aanbreken van dat moment met de vennootschap in zee zijn gegaan. De schade die beide categorieën crediteuren lijden is echter verschillend.⁷⁰⁸ De eerste groep crediteuren zou, wanneer de activiteiten van de vennootschap tijdig zouden zijn stopgezet, nimmer met die vennootschap hebben gecontracteerd. De schade van de tweede categorie crediteuren wordt veroorzaakt doordat de spoeling dunner wordt en bestaat dientengevolge uit het verschil tussen het bedrag dat zij bij een tijdige stopzetting van de bedrijfsactiviteiten zouden hebben ontvangen en de uiteindelijk uitkering die zij daadwerkelijk ontvangen. De schade van de desbetreffende crediteuren beloopt derhalve het volledige bedrag van hun vordering. De derde categorie crediteuren bestaat uit diegenen die voor het omslagpunt met de vennootschap een duurovereenkomst zijn aangegaan. De vierde categorie wordt ten slotte gevormd door de onvrijwillige (niet-contractuele) schuldeisers. In tegenstelling tot de crediteuren uit de overige categorieën, heeft hun vordering geen contractuele basis maar vloeit deze voort uit de wet. Resultaat van het onderzoek was dat zowel de crediteuren die op of na de fatale datum met de vennootschap hebben gecontracteerd als de crediteuren die voor die datum met de vennootschap een duurovereenkomst zijn aangegaan, aan de *Beklamel*-norm bescherming kunnen ontnemen. Crediteuren die reeds vóór deze datum met de vennootschap hebben gecontracteerd, worden door het voortzetten van de bedrijfsactiviteiten benadeeld doordat de schuldenlast van de vennootschap toeneemt ten gevolge waarvan de spoeling voor crediteuren dunner wordt. Deze crediteuren kunnen aan de *Beklamel*-norm echter geen bescherming ontnemen.⁷⁰⁹ Volgens de uitspraak in het *Oosterhof*-arrest dient het aan de bestuurder te maken verwijt voldoende ernstig te zijn voor persoonlijke aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad.⁷¹⁰ Op het moment van het sluiten van de desbetreffende overeenkomst wist de bestuurder immers nog niet dat de vennootschap met de nakoming van de verplichtingen in gebreke zou blijven dan wel geen verhaal zou bieden. Dit uiteraard met uitzondering van schuldeisers wier vordering resulteert uit een voor de fatale datum met de vennootschap gesloten duurovereenkomst. Via de *Beklamel*-norm kan de bestuurder immers onder omstandigheden, zo bleek uit het *Hurks II*-arrest, aansprakelijk worden gesteld voor prestaties uit duurovereenkomsten die op of na de fatale datum zijn verricht wanneer deze verzuimd heeft de crediteuren van de betalingsproblemen in kennis te stellen. Nu de *Beklamel*-norm enkel ziet op de in acht te nemen zorgvuldigheid bij het aangaan van contractuele verplichtingen, vallen ook crediteuren wier vordering uit de wet is ontstaan, buiten de reikwijdte van deze regel.

Tot slot dienen aan het eind van deze paragraaf enige woorden te worden gewijd aan de aansprakelijkheid van de toezichthouders op het bestuur, de raad van

⁷⁰⁸ Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 91.

⁷⁰⁹ Anders Van Eeghen die erop wijst dat door de fixatie van het vermogen die door de *Beklamel*-norm wordt bewerkstelligd, zowel oude als nieuwe crediteuren worden beschermd. Zie Van Eeghen 2006, p. 24 e.v. De fixatie komt bestaande crediteuren inderdaad in zoverre ten goede dat daarmee voorkomen wordt dat de schulden van de vennootschap nóg verder oplopen. De reeds ingezette benadeling van bestaande crediteuren wordt hiermee begrensd. Echter, de *Beklamel*-regel biedt bestaande en niet-contractuele crediteuren geen grondslag voor een rechtstreekse actie tegen de bestuurders.

⁷¹⁰ Zie in dit verband eveneens Boschma 2003, p. 9-10.

commissarissen. De raad van commissarissen is belast met het houden van toezicht op het bestuur en kan voor een onbehoorlijke vervulling van die taak aansprakelijk worden gesteld. Ik wees er reeds op dat de Artikelen 2:9 en 2:138/248 BW van overeenkomstige toepassing zijn op de taakvervulling door de raad van commissarissen. Externe aansprakelijkheid van individuele commissarissen jegens de vennootschapscrediteuren op grond van onrechtmatige daad in slecht weer situaties ligt echter niet voor de hand.⁷¹¹ De commissarissen zijn voor wat betreft de informatievoorziening immers afhankelijk van het bestuur. Het is in de eerste plaats het bestuur dat dient in te grijpen teneinde benadeling van vennootschapscrediteuren te voorkomen dan wel te beperken. Van een onbehoorlijke taakvervulling door de commissarissen kan wel sprake zijn wanneer deze onvoldoende druk uitoefenen op het bestuur teneinde de noodzakelijke informatie boven tafel te krijgen.⁷¹² Artikel 2:151/261 BW bepaalt tot slot dat wanneer commissarissen krachtens een statutaire bepaling dan wel krachtens een besluit van de algemene vergadering bestuursdaden verrichten, zij als bestuurders dienen te worden aangemerkt. De regels inzake bestuurdersaansprakelijkheid zijn dientengevolge onder dergelijke omstandigheden op de commissarissen van overeenkomstige toepassing.

6. Bevindingen: rechten en plichten van bestuurders bij slecht weer

De Nederlandse wetgeving kent geen specifieke bepaling strekkende tot regulering van het handelen van vennootschappelijke zeggenschaphouders bij (het voortzetten van) een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. In dit hoofdstuk werd onderzocht in hoeverre de bestuurders als vennootschappelijke zeggenschaphouders onder dergelijke omstandigheden verplicht zijn met de belangen van de crediteuren rekening te houden. Daarvoor werd aansluiting gezocht bij de geldende regels voor bestuurdersaansprakelijkheid. In de eerste plaats werd ingegaan op de interne aansprakelijkheid van bestuurders. Artikel 2:9 BW ziet op de verantwoordelijkheden van het bestuur jegens de vennootschap en biedt de mogelijkheid om het door het bestuur gevoerde beleid aan de kaak te stellen. De tweede aansprakelijkheidsgrondslag die werd besproken was die van het kennelijk onbehoorlijk bestuur. Deze gaat eerst spelen op het moment dat de vennootschap failliet is en stelt de oorzaak van het faillissement centraal. De bepaling en de jurisprudentie naar aanleiding daarvan bieden aanknopingspunten voor de beoordeling van het bestuursbeleid gedurende de drie jaren voorafgaand aan het faillissement. De onrechtmatige daadsactie van Artikel 6:162 BW leert ons meer over de wijze waarop het bestuur van de vennootschap zich jegens de buitenwereld dient te gedragen. Daarbij stonden met name de belangen van de vennootschapscrediteuren centraal.

⁷¹¹ Strik 2003, p. 112-113. Externe aansprakelijkheid van commissarissen jegens vennootschapscrediteuren op grond van onrechtmatige daad is volgens Strik denkbaar wanneer de commissaris nauw betrokken was bij het bestuurshandelen en hem bovendien een persoonlijk verwijt kan worden gemaakt.

⁷¹² Van den Ingh 1998, p. 30-31; Van Andel 2006 I, p. 55. Aangezien in dit onderzoek het bestuur en de aandeelhouders centraal staan, ga ik hier niet verder in op de aansprakelijkheid van de raad van commissarissen.

Van de drie genoemde aansprakelijkheidsgronden vormt de onrechtmatige daad veruit de belangrijkste basis voor aansprakelijkheid van bestuurders jegens de crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. In het vorige hoofdstuk werd uitgegaan van de hypothese dat binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap omtrent het al dan niet (in gewijzigde vorm) voortbestaan van de vennootschap op enig moment een beslissing dient te worden genomen. In dit hoofdstuk is onder meer onderzocht in hoeverre voor deze hypothese een juridische basis kan worden gevonden. De bestuurder van een vennootschap die in financiële moeilijkheden verkeert, is jegens de crediteuren in beginsel niet gehouden de activiteiten stop te zetten en derhalve evenmin jegens hen aansprakelijk voor de voortzetting daarvan. Dat wordt anders wanneer geen enkele kans op overleven bestaat. Selectieve betaling van vennootschapscrediteuren is in beginsel eveneens toegelaten, hetgeen een tijdelijke prolongatie van de levensduur van de zieke onderneming kan betekenen. De beslissing tot het in leven houden dan wel stopzetten van een zieke onderneming speelt zich af tegen de achtergrond van een complexe belangenafweging tussen enerzijds de mogelijke benadeling van crediteuren in geval van een fatale afloop doordat ten gevolge van de voortzetting het passief van de vennootschap is toegenomen en anderzijds het feit dat indien de reddingsoperatie slaagt, dit niet enkel de crediteuren maar ook andere bij de vennootschap betrokken belanghebbenden ten goede komt. Ondanks het feit dat jegens de crediteuren geen plicht tot het stopzetten van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap bestaat, kunnen in de lagere rechtspraak aanknopingspunten worden gevonden voor een op de bestuurders rustende plicht om de geconstateerde financiële problemen binnen de vennootschap nader te inventariseren en naar aanleiding daarvan maatregelen te treffen. De grens in de schemerzone tussen het wel of niet rechtmatig voortzetten van de onderneming wordt getrokken door de *Beklamel*-norm. Deze norm is specifiek ontworpen met het oog op dit soort 'zinkend schip-scenario's', zoals deze door Wezeman worden aangeduid.⁷¹³ De bestuurder kan aansprakelijk worden gesteld wanneer hij de vennootschap voortzet en in het kader daarvan contractuele verplichtingen aangaat met crediteuren terwijl hij wist of behoorde te weten dat de vennootschap niet of niet binnen redelijke termijn zou kunnen nakomen, noch voor de ten gevolge daarvan ontstane schade verhaal zou bieden. In alle andere gevallen waarin het voortzetten van de onderneming tot benadeling van schuldeisers leidt, is voor de aansprakelijkheid van de bestuurder beslissend of hem terzake een voldoende ernstig persoonlijk verwijt kan worden gemaakt. Het enkele feit dat de bestuurder er niet op toeziet dat de vennootschap haar verplichtingen niet nakomt, is onvoldoende voor een toerekenbare onrechtmatige daad. Voor aansprakelijkheid op grond van de *Beklamel*-norm is nauwe betrokkenheid van de bestuurder vereist. Daarvan is sprake wanneer de bestuurder in staat was het sluiten van de overeenkomst te voorkomen of de schadelijke gevolgen daarvan af te wenden maar zulks, hoewel dit van hem kon worden verwacht en hij hiertoe in staat was, heeft nagelaten.⁷¹⁴ Uit de rechtspraak blijkt dat

⁷¹³ Wezeman 1999, p. 451-453; zie voor een benadering van de *Beklamel*-norm vanuit een meer economisch getint perspectief Van Eeghen 2006.

⁷¹⁴ Conclusie van A-G Hartkamp bij het arrest *Pelco/Sturkenboom* onder nr. 8.

de bestuurder geacht kan worden op de hoogte te zijn van alle gegevens omtrent de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert. Naarmate de zorgwekkendheid van die situatie toeneemt, mag mijns inziens een nauwere betrokkenheid van de individuele bestuurder(s) bij de transacties van de vennootschap worden verwacht. Het effect van het gebruik van de *Beklamel*-regel voor bestuurdersaansprakelijkheid in geval van voortzetting van verliesgevende activiteiten en de koppeling die daarbij gemaakt wordt met het actief sluiten of laten doorlopen van (duur)overeenkomsten door de bestuurder is dat daarmee enkel bescherming wordt geboden aan nieuwe, contractuele schuldeisers of schuldeisers met een duurovereenkomst. Zowel bestaande als niet contractuele crediteuren blijven daardoor buiten beeld. Uit de wijze waarop in de jurisprudentie aan de hier besproken aansprakelijkheidsgronden invulling is gegeven, blijkt van een vergaande mate van terughoudendheid ten aanzien van bestuurdersaansprakelijkheid in financiële crisissituaties. De uit de aansprakelijkheidsbepalingen voortvloeiende normering van het bestuurshandelen leidt ertoe dat de bestuurder, pas wanneer de financiële moeilijkheden van de vennootschap zich in een vergevorderd stadium bevinden, gehouden is expliciet rekening te houden met de belangen van de crediteuren. Ik ben voorstander van een systeem waarbij de belangen van de crediteuren eerder op de voorgrond treden door het bestuur aan te moedigen de financiële moeilijkheden tijdig te signaleren teneinde daarop eerder te kunnen anticiperen. In dit hoofdstuk werd echter ingegaan op de stand van zaken betreffende de normering van het bestuurshandelen in financiële crisissituaties naar de in Nederland heersende opvattingen. Alternatieven voor de normering van het gedrag van vennootschappelijke zeggenschaphouders in dergelijke omstandigheden worden nader besproken in hoofdstuk 9.

Dat op de bestuurder in de externe relatie tot de vennootschapscrediteuren niet de verplichting rust om de activiteiten van een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming stop te zetten, wil nog niet zeggen dat ook intern geen sprake kan zijn van een onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur. Het gaat daarbij om de zorgvuldigheid die door het bestuur in de relatie tot de vennootschap in acht dient te worden genomen. Ik heb betoogd dat het onder omstandigheden niet ondenkbaar is dat het bestuur een onbehoorlijke taakvervulling wordt verweten wanneer de financiële problemen binnen de vennootschap op een beloop worden gelaten zonder dat door het bestuur op adequate wijze wordt ingegrepen. Dat ingrijpen kan mijns inziens bestaan uit het informeren van de overige bij de vennootschap betrokkenen zoals bijvoorbeeld de aandeelhouders of uit het nemen van maatregelen teneinde het financiële tij voor de vennootschap te keren. Het niet voldoen aan de uit Artikel 2:108a BW voortvloeiende verplichting de aandeelhoudersvergadering tijdig omtrent de financiële problemen te informeren, kan bij de NV zowel op grond van Artikel 2:9 BW als op grond van Artikel 2:138 BW tot bestuurdersaansprakelijkheid leiden. In het kader van de uit Artikel 2:138/248 BW voortvloeiende aansprakelijkheid is in de literatuur evenwel betoogd dat het enkel schenden van deze wettelijke plicht niet leidt tot kennelijk onbehoorlijk bestuur. In hoofdstuk 4 werd uitgegaan van een op het bestuur rustende verplichting om de financiële situatie binnen de vennootschap op de voet te volgen en de aandeelhouders daarover eventueel te informeren. In dit hoofdstuk is gebleken dat een dergelijke verplichting in-

derdaad bestaat en dat aan het schenden daarvan binnen de interne kring van de vennootschap consequenties kunnen worden verbonden in de zin van bestuurdersaansprakelijkheid. De derde misbruikwet heeft in beginsel, zonder bijkomende omstandigheden, geen repercussies voor situaties waarin verliesgevende activiteiten worden voortgezet. In de literatuur wordt voorgesteld ook deze gevallen onder het toepassingsbereik van Artikel 2:138/248 BW te brengen door de eis te stellen dat het kennelijk onbehoorlijk bestuur in belangrijke mate dient te hebben bijgedragen aan het tekort in plaats van de huidige regeling waarin het kennelijk onbehoorlijk bestuur een belangrijke oorzaak dient te zijn van het faillissement.

Wanneer vervolgens reorganisatiemaatregelen worden doorgevoerd, dient daarbij door het bestuur de nodige zorgvuldigheid in acht te worden genomen. Het bestuur behoeft niet te garanderen dat het genomen reorganisatiebesluit zonder meer succesvol zal zijn. Op het bestuur rust terzake een inspanningsverbintenis. In de uitspraak van het Hof Den Haag van 7 oktober 1997⁷¹⁵ werd tot interne bestuurdersaansprakelijkheid geconcludeerd op grond van een onvoldoende voorbereiding en cijfermatige onderbouwing van het saneringsplan. Voor de vraag of een bestuurder aan de op hem jegens de vennootschap rustende inspanningsverbintenis heeft voldaan is bepalend datgene wat onder gelijke omstandigheden mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult. Daarbij zullen de in het *Staleman/Van de Ven*-arrest genoemde omstandigheden in acht dienen te worden genomen. Waar het het reorganisatiebesluit betreft zal derhalve beslissend zijn of het bestuur, bovenstaande maatstaf in acht nemende, kon en mocht verwachten dat de vennootschap met de voorgestelde herstructurering een reële kans op overleven zou hebben.

⁷¹⁵ Hof Den Haag 7 oktober 1997, *JOR* 1997/141.

AANSPRAKELIJKHEID IN CONCERNVERHOUDINGEN

1. Inleiding

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de aansprakelijkheid in concernverhoudingen wanneer het concern als geheel of een of meerdere van de groepsmaatschappijen in financiële moeilijkheden verkeren. De aansprakelijkheid in concernverhoudingen is, in het kader van de in dit onderzoek centraal staande problematiek, om meerdere redenen interessant. In de eerste plaats kunnen aandeelhouders worden aangemerkt als een van de belangrijkste protagonisten in de vennootschappelijke besluitvorming. In hoofdstuk 2 werden de aandeelhouders naast het bestuur als vennootschappelijke zeggenschaphouders aangemerkt. Het meest pregnante geval van een aandeelhouder die zich als zeggenschaphouder betoont, doet zich voor in concernverhoudingen. Kenmerkend voor het concernverband is dat over de daarin ressorterende vennootschappen centrale leiding wordt gevoerd.⁷¹⁶ Dit gaat uit van enige vorm van 'beleids'-bepaling door de vennootschap die de leidinggevende taak op zich neemt. Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek biedt vuistregels voor de bevoegdheidsverdeling tussen de algemene vergadering van aandeelhouders en het bestuur van de vennootschap. Deze bevoegdheidsverdeling vormt een belangrijke rechtvaardiging voor de beperkte aansprakelijkheid, welke grondstelling in concernverhoudingen in beginsel wordt doorgetrokken. Het feit dat vennootschappen onderdeel uitmaken van een groep, tast de beperkte aansprakelijkheid van de individuele groepsmaatschappijen niet aan. Uit de bespreking van de regels inzake de vennootschappelijke bevoegdheidsverdeling in hoofdstuk 4 blijkt dat een strikte scheiding tussen de bestuurs- en de aandeelhoudersbevoegdheid niet steeds mogelijk is. De centrale leiding die door de moeder vennootschap dient te worden gevoerd, zorgt voor een verdere bemoeilijking van het trekken van die scheidslijn in concernverhoudingen. In het vorige hoofdstuk stond de bestuurdersaansprakelijkheid centraal. Daarbij werd de vraag aan de orde gesteld in hoeverre het bestuur dan wel de individuele bestuurders aansprakelijk kunnen worden gesteld voor het door hen gevoerde beleid. De regels van de bestuurdersaansprakelijkheid construe-

⁷¹⁶ Zie in verband met het concernbegrip hoofdstuk 3, paragraaf 2.3.1.

ren een *ex post* bescherming voor de vennootschapscrediteuren en kunnen leiden tot een zekere normering van het bestuurshandelen in financiële crisistijd. In de tweede plaats blijkt uit de bespreking van de verschillende reorganisatieconstructies in het eerste deel van dit onderzoek dat deze reorganisaties vaak concernbreed worden doorgevoerd. De reorganisatie is daarmee eerder een groepsaangelegenheid dan een geïsoleerd aanpassingsproces op vennootschapsniveau. Reddingsoperaties zoals de sterfhuisconstructie worden doorgaans opgezet op instigatie van de concernleiding. Het is die concernleiding die de touwtjes in handen heeft en over de reorganisatie de feitelijke leiding voert. In dit hoofdstuk wordt onderzocht in hoeverre een moedervernootschap, naast of in plaats van het formele bestuur, aansprakelijk kan worden gesteld voor schade geleden door crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende dochtermaatschappij. Op gelijke wijze als bij de bespreking van de bestuurdersaansprakelijkheid in het vorige hoofdstuk, wordt daarbij nagegaan of en in hoeverre deze aansprakelijkheid leidt tot een normering van het handelen van een moedervernootschap in financiële crisistijd. Vragen die daarbij aan de orde komen zijn onder meer in hoeverre een moedervernootschap verplicht is om in financiële crisistijd (in toenemende mate) rekening te houden met de belangen van de crediteuren van een dochtermaatschappij. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een verplichting om op enig moment de belangen van die crediteuren voorop te stellen door de verlieslatende activiteiten van de dochtervernootschap te beëindigen maar ook bij het doorvoeren van een reddingsoperatie op concernniveau komt de vraag op in hoeverre daarbij, volgens de huidige stand van het recht, met de belangen van crediteuren rekening dient te worden gehouden. Uit de bespreking van een aantal reorganisatiemethoden in hoofdstuk 3 bleek dat de concurrente crediteuren van een aantal dochtervernootschappen bij het doorvoeren van bijvoorbeeld een sterfhuisconstructie als belangrijkste verliezers uit de strijd komen. De belangen van de holdingvernootschap lopen bij het doorvoeren van dergelijke vergaande reorganisatiemaatregelen niet altijd gelijk met die van de crediteuren van de dochtervernootschappen.

In het hiernavolgende worden in de eerste plaats kort enige beschouwingen gewijd aan de gronden voor de doorbraak van aansprakelijkheid in concernverhoudingen. In de tweede plaats worden de relevante aansprakelijkheidsgronden nader beschreven. Voor wat betreft de te bespreken aansprakelijkheidsgronden kan een parallel worden getrokken met de aansprakelijkheid van bestuurders. De uit de derde misbruikwet voortvloeiende regeling inzake kennelijk onbehoorlijk bestuur en de actie op grond van onrechtmatige daad zijn in dit verband van belang. Bij de bespreking van deze grondslagen voor aansprakelijkheid wordt na enige algemene beschouwingen dienaangaande telkens aandacht besteed aan de consequenties daarvan voor wat betreft een eventuele aansprakelijkheid van de moedervernootschap voor de financiële moeilijkheden bij een dochtermaatschappij. In de laatste paragraaf worden de belangrijkste bevindingen samengebracht. Het onderzoek spitst zich toe op de situatie waarin de moedervernootschap niet tevens als formeel bestuurder van de in financiële moeilijkheden verkerende dochtervernootschap heeft te gelden. Voor zover de moedervernootschap tevens formeel bestuurder is van de dochtermaatschappij, kan immers worden verwezen naar de conclusies uit het voorgaande. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een evaluatie van de aanspra-

kelijkheid van de moedermaatschappij in concernverhoudingen voor slecht weer bij een dochtervennootschap.

2. Gronden voor doorbraak van aansprakelijkheid

Het doortrekken van het principe van de beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen impliceert dat de daarin verbonden vennootschappen in beginsel louter ter nakoming van hun eigen verplichtingen kunnen worden aangesproken en geen verantwoordelijkheid noch aansprakelijkheid dragen voor de schulden van andere groepsmaatschappijen. Deze grondstelling kan onder omstandigheden zowel op vrijwillige als op onvrijwillige basis worden doorbroken. Met name in concernverhoudingen wordt in het kader van de crediteurenbescherming de vraag naar de doorbraak van aansprakelijkheid pregnant. Ik wees er in hoofdstuk 3 reeds op dat vraagtekens kunnen worden geplaatst bij het doortrekken van het beginsel van beperkte aansprakelijkheid wanneer verschillende vennootschappen onderling worden verbonden. In groepsverhoudingen is de scheiding tussen *ownership* en *control* bijvoorbeeld niet steeds duidelijk te maken en is de beperkte aansprakelijkheid geen noodzakelijke voorwaarde voor het bewerkstelligen van investeringen in risicovolle ondernemingen omdat de aandeelhouders van de moedermaatschappij reeds op het niveau van de holding van de beperking van hun aansprakelijkheid genieten. Door het onderbrengen van de ondernemingsactiviteiten in verschillende rechtspersonen binnen eenzelfde groep heeft bovendien reeds een zekere risicospreiding plaatsgevonden. Bovendien creëert de concernverhouding voor crediteuren een illusie van verhaalsuitbreiding.⁷¹⁷ De vraag naar de bescherming van crediteuren tegen de nadelen van de beperkte aansprakelijkheid en de mogelijkheden om dit principe te doorbreken, zijn daarom met name in concernverhoudingen relevant. In hoofdstuk 3 wees ik reeds op de vrijwillige doorbraak van aansprakelijkheid die bijvoorbeeld voortvloeit uit het afleggen van een zogenaamde 403-verklaring of het aangaan van hoofdelijke aansprakelijkheidsverbanden in het kader van de concernfinanciering. In dit hoofdstuk wordt onderzocht in hoeverre op het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid een uitzondering kan worden gemaakt in die zin dat de moedervennootschap aansprakelijk kan worden gesteld voor de financiële moeilijkheden bij een dochtervennootschap. Het betreft de onvrijwillige doorbraak van aansprakelijkheid.

In het kader van de in dit onderzoek centraal staande problematiek zijn met name twee aansprakelijkheidsgronden van belang, te weten de aansprakelijkheid op grond van kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van de derde misbruikwet en de aansprakelijkheid uit hoofde van een door de moedervennootschap jegens de crediteuren gepleegde onrechtmatige daad. Het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW biedt de curator de mogelijkheid om de medebeleidsbepaler op gelijke wijze als het formele bestuur aansprakelijk te stellen voor het tekort indien het faillissement in belangrijke mate te wijten is aan een kennelijk onbehoorlijke taakvervulling. Deze regeling kan enkel tot aansprakelijkheid van de moedervennootschap wegens medebeleidsbepaling leiden indien de dochtervennootschap failliet is en de onbehoor-

⁷¹⁷ Zie in dit verband paragraaf 2.3.1 van hoofdstuk 3 en de daar aangehaalde literatuur.

lijke taakvervulling binnen de dochtervennootschap een belangrijke oorzaak was van het faillissement. De onbehoorlijke taakvervulling dient bovendien te hebben plaatsgevonden in de drie jaren voorafgaand aan het faillissement. De meest voorkomende grond voor aansprakelijkstelling van de moedervennootschap door crediteuren van de dochter wordt echter gevormd door de onrechtmatige daad. Voor een geslaagd beroep op de onrechtmatige daadsbepaling is vereist dat de moedervennootschap jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij heeft gehandeld in strijd met datgene wat in het maatschappelijk verkeer betamelijk is. De moedervennootschap moet zelf jegens die crediteuren een onrechtmatige daad hebben gepleegd.⁷¹⁸ Het gaat hier om een vorm van aansprakelijkheid die in de literatuur als indirecte doorbraak van aansprakelijkheid wordt gekwalificeerd, dit in tegenstelling tot de directe doorbraak waarbij de aansprakelijkstelling van de moedermaatschappij het resultaat is van het terzijdestellen van het identiteitsverschil tussen beide rechtspersonen.⁷¹⁹ Doordat voor indirecte doorbraak een eigen onrechtmatige daad van de moedervennootschap vereist is, wordt met deze rechtsfiguur volgens Bartman en Dorresteyn strikt genomen geen inbreuk gemaakt op het principe van de beperkte aansprakelijkheid. De aandeelhouder wordt immers niet persoonlijk aansprakelijk gesteld voor de schulden van de vennootschap maar voor zijn eigen schulden die resulteren uit een door hem jegens de crediteuren van de dochtervennootschap gepleegde onrechtmatige daad. Ik bestrijd deze visie niet maar hanteer voor wat betreft het onderhavige onderzoek een ruimere doorbraak-definitie. Als ‘doorbraak van beperkte aansprakelijkheid’ merk ik aan alle manieren waarop kan worden bewerkstelligd dat de ten gevolge van de financiële moeilijkheden bij de vennootschap ontstane (of potentiële) benadeling van crediteuren, ten laste van de aandeelhouder wordt gebracht.

⁷¹⁸ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 231.

⁷¹⁹ Bij de directe doorbraak wordt volgens Bartman en Dorresteyn een uitzondering gemaakt op de regel van Art. 2:175 lid 1 BW en op het algemene beginsel dat een schuldenaar slechts voor zijn eigen schulden aansprakelijk is (Art. 3:276 BW). Bij de directe doorbraak kan onder meer gedacht worden aan gevallen waarin misbruik wordt gemaakt van het identiteitsverschil tussen rechtspersonen. Zie Bartman & Dorresteyn 2006, p. 231 e.v. De directe doorbraak laat ik hier verder buiten beschouwing. Het onderhavige onderzoek concentreert zich op de vraag of een moedervennootschap aansprakelijk kan worden gesteld door de crediteuren van de dochtervennootschap. Uit de rechtspraak blijkt dat het instellen van een vordering wegens het plegen van een eigen onrechtmatige daad door de moedervennootschap in dat geval de grootste kans van slagen heeft. Vereenzelviging of directe doorbraak van aansprakelijkheid wordt slechts in uitzonderingsgevallen aangenomen. Zie onder meer HR 18 februari 2005, *JOR* 2005/115. Daarnaast ging het in het verleden bij pogingen om tot vereenzelviging te komen meestal om schulden van de vennootschap uit de wet. Zie Schoonbrood & Wessels 1996 II, p. 47. Ook wordt er in de literatuur op gewezen dat de belastingrechter eerder bereid is vereenzelviging aan te nemen dan de civiele rechter. Zie Wezeman 1998, p. 115 waarnaar verwezen wordt door Bartman & Dorresteyn 2006, p. 238.

3. Aansprakelijkheid van de moeder vennootschap als mede-beleidsbepaler wegens kennelijk onbehoorlijk bestuur

3.1. De moeder vennootschap als (mede)beleidsbepaler

Het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW biedt de curator de mogelijkheid om naast het formele bestuur, ook de medebeleidsbepaler aansprakelijk te stellen in geval van faillissement dat in belangrijke mate veroorzaakt is door kennelijk onbehoorlijk bestuur.⁷²⁰ In paragraaf 5.1.4 van het vorige hoofdstuk kwam de vraag aan de orde in hoeverre de moeder vennootschap als (mede)beleidsbepaler, ook wel quasi-bestuurder of feitelijk beleidsbepaler genoemd, van een dochtermaatschappij kan worden aangemerkt. Een moeder vennootschap kan in concernverhoudingen ten gevolge van de participatie in het aandelenkapitaal van de dochter vennootschap, en de aan die aandelen verbonden zeggenschapsrechten,⁷²¹ onder omstandigheden mede het beleid bepalen. Volgens de hoofdregel mag een orgaan dat binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen van haar bevoegdheid blijft, in beginsel niet als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW worden aangemerkt. De grens tussen bestuurs- en aandeelhoudershandelingen is niet eenvoudig te trekken. Enig houvast bij het aftasten van die grens wordt geboden door het tweede lid van Artikel 2:151/261 BW waaruit volgt dat het louter goedkeuren van bepaalde bestuurshandelingen of het daartoe machtigen niet als een bestuursdaad mag worden aangemerkt. Het voeren van de centrale leiding in concernverband leidt niet zonder meer tot de kwalificatie (mede)beleidsbepaler.⁷²² De centrale leiding ziet immers op de bepaling van het concernbeleid, hetgeen niet mag worden verward met het vaststellen van het vennootschappelijk beleid. Een moeder vennootschap die binnen het concernverband de centrale leiding voert, mag volgens de heersende leer niet zonder meer worden aangemerkt als medebeleidsbepaler op het niveau van de dochtermaatschappij.⁷²³

Uit de in paragraaf 5.1.4 (vorige hoofdstuk) geciteerde passages uit de wetgeschiedenis blijkt dat voor de kwalificatie medebeleidsbepaler sprake moet zijn van twee elementen, te weten: directe bemoeienis met het bestuur alsmede feitelijke ter-

⁷²⁰ De aansprakelijkheid van de moeder vennootschap voor (kennelijk) onbehoorlijk bestuur bij de dochtermaatschappij roept een aantal problemen op waarover in de literatuur reeds uitvoerig is gedebatteerd. Ik ga hier slechts kort in op een aantal knelpunten. Ik acht het niet nuttig om de discussie in deze context nogmaals te schetsen nu dit reeds meermaals is geschied en het onderzoek te ver zou uitbreiden. Zie voor literatuurverwijzingen en samenvatting van de discussie Schreurs 1993, p. 860 e.v.; Lennarts 1999, nr. 127 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 331; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 251 e.v.; Wessels 2003 I, p. 89-94.

⁷²¹ De beleidsinvloed van de moeder vennootschap kan mijns inziens eveneens voortvloeien uit feitelijke omstandigheden.

⁷²² Zie onder meer Honée 1986, p. 113; Raaijmakers 1990, p. 102 e.v.; Winter 1992, p. 267; Schreurs 1993, p. 860 e.v. en Lennarts 1999, nr. 131; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 252-253.

⁷²³ De vraag of een moeder vennootschap als (mede)beleidsbepaler bij de dochter vennootschap kan worden aangemerkt, kwam reeds aan de orde in hoofdstuk 5 paragraaf 5.1.4. In dit hoofdstuk wordt hierop verder ingegaan. Zie over de verantwoordelijkheid van de concernleiding in het algemeen Huizink 2002 II, p. 309-310.

zijdestelling van het formele bestuur.⁷²⁴ Voor de invulling van het eerste element werd in de literatuur in het verleden aansluiting gezocht bij het leerstuk van de instructiebevoegdheid. In een enkelvoudige vennootschap heeft bestuursautonomie als uitgangspunt te gelden.⁷²⁵ Onduidelijkheid bestaat echter over de reikwijdte van dit principe in concernverhoudingen.⁷²⁶ De departementale richtlijnen 1986 bepaalden destijds dat instructies van de moedervernootschap die verder gingen dan de hoofdlijnen ten aanzien van het te voeren financiële, sociale, economische en personeelsbeleid als directe bemoeienis met het beleid van de dochtervernootschap konden worden gekwalificeerd.⁷²⁷ Thans is de uit de departementale richtlijnen 1986 voortvloeiende beperking van de instructiebevoegdheid gedeeltelijk opgenomen in het vierde lid van Artikel 2:129/239 BW waarin gesproken wordt over de algemene lijnen van het te voeren beleid op nader in de statuten aangegeven terreinen.⁷²⁸ Voor zover dit statutair is bepaald, kunnen aan het bestuur derhalve algemene instructies worden gegeven. In de praktijk bestaat nog steeds onduidelijkheid over de reikwijdte en de toelaatbaarheid van concrete instructies. Deze problematiek werd door de Commissie De Kluiver in haar rapport inzake de flexibilisering van het BV-recht gesignaleerd.⁷²⁹ Naar aanleiding van de bevindingen van die commissie is in het

⁷²⁴ Zie Hof Den Haag 26 september 2000, *JOR* 2001/24 waarin door het hof feitelijke terzijdestelling wordt geëist. Zie voor een nadere invulling van het begrip medebeleidsbepaler aan de hand van de wetsgeschiedenis eveneens de conclusie van A-G Timmerman bij het arrest van de Hoge Raad van 17 november 2006, *JOR* 2007/7.

⁷²⁵ Zie in dit verband HR 21 januari 1955, *NJ* 1959/43, m.nt. H.B. (*Forumbank*).

⁷²⁶ In hoofdstuk 4 wees ik in dit verband reeds op de visie van Van Solinge 1984, p. 261 die van mening is dat de bestuursbevoegdheid van een dochtervernootschap aan verdergaande statutaire beperkingen mag worden onderworpen dan het bestuur van een enkelvoudige vennootschap; Van Solinge 1984, p. 261. Zie in verband met de instructiebevoegdheid in concernverhoudingen voorts onder meer Groot 2003, p. 107-115.

⁷²⁷ Zie Lennarts 1999, nr. 131 e.v. die deze twee elementen nader uitwerkt en daarbij onder meer verwijst naar Wezeman 1998, p. 205.

⁷²⁸ De desbetreffende paragraaf uit de departementale richtlijnen 1986 is in de wet opgenomen. Daarmee werd niet beoogd een wijziging te brengen in de toelaatbaarheid van het geven van instructies door een vennootschapsorgaan aan het bestuur. Zie hierover Van Solinge & Nowak 2002, p. 437 e.v.; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 666 e.v.; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 87 e.v. Zie over deze bepaling en de instructiebevoegdheid eveneens Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 209-213. Op grond van het vierde lid kunnen aan het bestuur aanwijzingen worden gegeven betreffende de algemene lijnen van het te voeren beleid op bepaalde in de statuten nader aangewezen beleidsterreinen. Als voorbeelden van dergelijke beleidsterreinen worden in de Memorie van Toelichting betreffende het wetsvoorstel strekkende tot herziening van het preventief toezicht die terreinen genoemd die eerder in de departementale richtlijn waren opgenomen namelijk: het financiële, sociale, economische en personeelsbeleid; MvT *Kamerstukken II* 1998/99, 26 277, nr. 3, p. 11. Aangenomen wordt echter dat de instructie thans eveneens andere terreinen kan betreffen. Zie in dit verband Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 667; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 87. In het *Hurks II*-arrest was de Hoge Raad van oordeel dat tenzij de statuten van de dochter daarvoor een regeling bevatten, het bestuur van de moedervernootschap niet bevoegd is om bindende instructies te geven aan het bestuur van de dochtervernootschap. Zie hierover onder meer Hamers 2002, p. 65-72; Hamers & Olaerts 2002 I, p. 7-14 en Hamers & Olaerts 2002 II, p. 334-341; Raaijmakers 2003, p. 105-112; Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 667 e.v.

⁷²⁹ H.J. de Kluiver e.a., *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht*, Den Haag: 6 mei 2004 (verder: H.J. de Kluiver rapport 2004).

ambtelijk voorontwerp van de eerste tranche van het voorstel strekkende tot flexibilisering van het BV-recht ervoor geopteerd om het vierde lid van Artikel 2:239 BW aldus te redigeren dat statutair een instructierecht kan worden opgenomen waarbij het onderscheid tussen concrete en algemene instructies komt te vervallen.⁷³⁰ Een en ander zou ertoe leiden, dat wanneer de moeder vennootschap niet verder gaat dan het geven van aanwijzingen terzake het te voeren beleid op de nader in de statuten aangegeven terreinen, van directe bemoeienis in beginsel geen sprake is. De moeder vennootschap blijft in dat geval immers als (groot-)aandeelhouder binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen van haar bevoegdheden.⁷³¹ In de literatuur is erop gewezen dat niet het criterium of de moeder vennootschap binnen de door wet en statuten gestelde grenzen van haar bevoegdheden gehandeld heeft doorslaggevend is, maar dat in plaats daarvan de feitelijke situatie beslissend moet worden geacht.⁷³² Bij bevoegdheidsoverschrijding zou echter wel een vermoeden van (mede)beleidsbepaling bestaan. Ik sluit mij bij deze opvatting aan. Mijns inziens is het weinig zinvol een discussie te voeren over de vraag naar de bevoegdheid van de moeder vennootschap om concrete of algemene instructies te geven nu de instructiemacht een feit is.⁷³³ De instructiemacht hangt nauw samen met en vloeit voort uit de mate van feitelijke afhankelijkheid die tussen de concernvennootschappen bestaat. Van Solinge en Nowak stellen mijns inziens terecht dat de vennootschap in beginsel vrij moet zijn om in de statuten algemene en concrete bindende instructies van aandeelhouders te aanvaarden. Zij stellen vervolgens: 'Uitwassen kunnen worden bestreden door aansprakelijkstelling van de aandeelhouder. Een andere opvatting gaat voorbij aan de economische realiteit in vennootschapsland'.⁷³⁴ Wanneer de groot-aandeelhouder te ver gaat, in die zin dat zijn inmenging in de gang van zaken bij de dochtervennootschap van dien aard is dat hij feitelijk op de stoel van het bestuur gaat zitten, is sprake van directe bemoeienis waardoor vol-

⁷³⁰ Ambtelijk voorontwerp van de Memorie van Toelichting bij de eerste tranche van het voorstel strekkende tot wijziging van Boek 2 BW in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, p. 30-31. Zie hierover Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005, p. 668; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 89 e.v.

⁷³¹ Vgl. Lennarts 1999, nr. 131, voetnoot 35. Zie hierover eveneens Schreurs 1993, p. 868.

⁷³² Schreurs 1993, p. 868. Lennarts wijst er bij de invulling van het eerste element, de directe bemoeienis, eveneens op dat overschrijding van de in de oude departementale richtlijnen 1986 opgenomen grens een teken *kan* zijn van directe bemoeienis; Lennarts 1999, nr. 131.

⁷³³ De feitelijke instructiemacht wordt erkend in het *Hurks II*-arrest HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38 m.nt. Bartman; *NJ* 2005/95 m.nt. Kortmann. Ik ga hier dan ook niet verder in op de discussie met betrekking tot de instructiebevoegdheid. Zie voor terreinen waarop de dogmatische discussie over de vraag naar het instructierecht evenwel van belang is Bartman & Dorresteyn 2006, p. 82 e.v. Denkbaar is dat het instructierecht een rol kan spelen wanneer het bestuur van een dochtervennootschap wordt aangesproken wegens kennelijk onbehoorlijk bestuur. Een beroep op de disculpatiegrond van het derde lid van Art. 2:138/248 BW zou een grotere kans van slagen hebben indien de bestuurders kunnen wijzen op een instructiebevoegdheid van de moedervennootschap. Zie hierover Bartman & Dorresteyn 2006, p. 85-86. Zie verder over de grenzen aan de instructiemacht onder meer Van den Ingh 2002 I, p. 13-27; Bartman 2004, p. 7 e.v.

⁷³⁴ Van Solinge & Nowak 2002, p. 438.

daan is aan het eerste criterium voor de kwalificatie als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW.⁷³⁵

Het eerste element ter rechtvaardiging van de kwalificatie van medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW betrof de directe bemoeienis van de moeder vennootschap met het bestuur van de dochter vennootschap. Ik heb betoogd dat van het tweede element, de feitelijke terzijdestelling, sprake is wanneer het formele bestuur van de dochter vennootschap ten aanzien van bepaalde besluiten nagenoeg geen invloed heeft kunnen uitoefenen en, zoals Schreurs⁷³⁶ stelt, geen zelfstandige belangenafweging door het bestuur van de dochter vennootschap heeft kunnen plaatsvinden. De moeder vennootschap dringt het te voeren beleid aan het bestuur van de dochter op, die het vervolgens louter uitvoert.⁷³⁷ De in de literatuur voorgestelde oplossing strekkende tot vereenvoudiging van de onderhavige problematiek door in concernverhoudingen een weerlegbaar vermoeden van medebeleidsbepaling aan te nemen, heeft geen algemene navolging gekregen.⁷³⁸ Schreurs merkt in dit verband op dat het bestuur van de dochter vennootschap, ondanks het voeren van centrale leiding door het concernbestuur, in beginsel gehouden blijft om een eigen afweging te maken ten aanzien van het te voeren en het door de concernleiding ontworpen beleid.⁷³⁹ Een en ander neemt echter niet weg dat de afhankelijke positie waarin de dochter vennootschap zich ten opzichte van de concernleiding bevindt, in een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur van de dochter door de concernleiding kan resulteren. Ik ben het met Schreurs eens dat een en ander zal afhangen van de omstandigheden van het geval.⁷⁴⁰ De terzijdestelling van het dochterbestuur kan moeilijk worden bewezen aangezien deze vaak afhankelijk is van de feitelijke macht die de concernleiding, gezien de afhankelijke positie van de dochter vennootschappen, over het bestuur van de dochter heeft.⁷⁴¹

3.2. Kennelijk onbehoorlijke taakvervulling door het formele bestuur

De verhouding tussen het eerste lid van Artikel 2:138/248 BW, dat uitgaat van een kennelijk onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur, en het zevende lid waarin voor de toepassing van het onderhavige artikel de medebeleidsbepaler gelijk wordt gesteld met het formele bestuur, brengt met zich dat wanneer het formele bestuur zijn taak kennelijk onbehoorlijk vervult, de (mede)beleidsbepaler daarvoor in beginsel eveneens aansprakelijk is.⁷⁴² De medebeleidsbepaler zou de aansprakelijkheid enkel kunnen ontlopen door een geslaagd beroep op de in lid 3 voorziene disculpa-

⁷³⁵ Afhankelijk van de mate van inmenging kan daarbij eveneens aan het tweede criterium, de feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur, zijn voldaan.

⁷³⁶ Schreurs 1993, p. 870-971. Zie hiervoor hoofdstuk 5 in paragraaf 5.1.4.

⁷³⁷ Schreurs 1993, p. 864.

⁷³⁸ Zie voor dit voorstel Van Achterberg 1989, p. 131 en Wachter 1988, p. 386. Zie als tegenstanders van dit idee Schreurs 1993, p. 869-870 en Lennarts 1999, nr. 131.

⁷³⁹ Schreurs 1993, p. 869-870.

⁷⁴⁰ Schreurs 1993, p. 868.

⁷⁴¹ Schreurs 1993, p. 871; zie over de bewijsproblemen ten aanzien van de feitelijke terzijdestelling Lennarts 1999, nr. 131.

⁷⁴² Schreurs 1993, p. 872.

tiegrond. Een andere vraag is of een onbehoorlijke taakvervulling door het formele bestuur van de dochtervennootschap een voorwaarde is voor de aansprakelijkheid van de moedermaatschappij als medebeleidsbepaler. Betoogd wordt dat wanneer het bestuur van de dochter de leiding over de vennootschap overlaat aan de moedermaatschappij en deze vervolgens onbehoorlijk handelt, dit een onbehoorlijke taakvervulling door het bestuur van de dochter oplevert.⁷⁴³ Hiervan wordt onderscheiden het geval waarin het formele bestuur de bestuurstaak niet feitelijk uit handen geeft maar een instructie van de moedervennootschap opvolgt die achteraf nadelig blijkt uit te pakken.⁷⁴⁴ De vraag is of in dat geval sprake is van een kennelijk onbehoorlijke taakvervulling door het formele bestuur en of de moedervennootschap daarvoor als medebeleidsbepaler aansprakelijk kan worden gesteld. Door Honée en Van Schilfgaarde⁷⁴⁵ is verdedigd dat, voor zover het bestuur van de dochtervennootschap in redelijkheid van de doelmatigheid van de instructie mocht uitgaan, geen sprake is van een (kennelijk) onbehoorlijke taakvervulling door dat bestuur. Een en ander zou met zich brengen dat ook de moedervennootschap, ondanks de door haar gegeven nadelige instructie, onder deze omstandigheden vrijuit gaat. Beide schrijvers gaan desondanks uit van de aansprakelijkheid van de moedervennootschap als medebeleidsbepaler. Voor de constructie van die aansprakelijkheid bewandelen zij evenwel twee verschillende wegen. Van Schilfgaarde betoogt dat de moedervennootschap aansprakelijk kan worden gesteld ook zonder dat sprake is van onbehoorlijke taakvervulling door het formele bestuur. Honée kiest een andere weg door de onbehoorlijke taakvervulling uit het eerste lid uit te breiden naar 'kennelijk onbehoorlijke beleidsbepaling'. De door beide auteurs bewandelde wegen worden echter gezien als in strijd met de letter van de wet, hetgeen zou betekenen dat de geschetste situatie niet tot aansprakelijkheid leidt in het kader van Artikel 2:138/248 BW.⁷⁴⁶ Mijns inziens is in het hier besproken geval geen sprake is van (mede)beleidsbepaling door de moedervennootschap in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW nu zij het bestuur van de dochter niet feitelijk terzijde heeft gesteld.⁷⁴⁷ Tot slot dient te worden opgemerkt dat het in het kader van Artikel

⁷⁴³ Deze redenering wordt in de literatuur op twee verschillende wijzen onderbouwd. Schreurs en Lennarts zijn van mening dat het door de moeder gevoerde onbehoorlijk bestuur aan het bestuur van de dochtervennootschap dient te worden toegerekend; zie Schreurs 1993, p. 875 en Lennarts 1999, nr. 127. Timmerman en Wezeman betogen daarentegen dat de onbehoorlijkheid gelegen is in het overlaten van het bestuur aan de moedervennootschap; zie Timmerman 1990, p. 19 en Wezeman 1998, p. 224.

⁷⁴⁴ Lennarts 1999, nr. 127.

⁷⁴⁵ Honée 1986, p. 117 en Van Schilfgaarde 1986, p. 93. Zie in dit verband eveneens Slagter 1991, p. 197 die van mening is dat sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur van de dochter wanneer deze een onbevoegd gegeven instructie naleeft. Dat is enkel anders wanneer deze niet kon weten dat de instructie onbevoegd was gegeven of tot kennelijk onbehoorlijk bestuur zou leiden.

⁷⁴⁶ Timmerman 1990, p. 19; Lennarts 1999, nr. 127; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 256. Honée gaf dit zelf reeds aan in Honée 1986, p. 118. Zie Bartman 1989, p. 121-127 over het verschil in opvatting tussen Honée en Van Schilfgaarde.

⁷⁴⁷ Schreurs 1993, p. 875-876 die erop wijst dat slechts van quasi-bestuurschap sprake is wanneer het dochterbestuur geen zelfstandige belangenafweging heeft kunnen maken. Daarvan is geen sprake in het geval dat de dochtervennootschap in redelijkheid kon menen te mogen afgaan op de doelmatigheid van de instructie door de moedervennootschap; Lennarts 1999,

2:138/248 BW moet gaan om bestuurshandelingen die door de moeder vennootschap worden verricht.⁷⁴⁸ Het artikel beoogt derhalve geen sanctionering van handelingen door de moeder vennootschap in diens hoedanigheid van aandeelhouder.

3.3. *Disculpatie van de (mede)beleidsbepaler*

De disculpatiemogelijkheid waarin het derde lid van Artikel 2:138/248 BW voorziet, staat eveneens open voor de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler. In de literatuur bestaat discussie over de vraag of, naast het formele bestuur, ook de medebeleidsbepaler de collectieve bestuursverantwoordelijkheid draagt.⁷⁴⁹ Hoe dit ook zij, de mogelijkheden tot disculpatie voor de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler zijn uiterst beperkt.⁷⁵⁰ Het ligt in lijn met de in paragraaf 5.1.2 van het vorige hoofdstuk verdedigde uitleg van de disculpatiegrond om slechts een disculpatiemogelijkheid aan te nemen indien de invloed van de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler op geen enkele wijze tot het kennelijk onbehoorlijk bestuur heeft bijgedragen. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer het formele bestuur van de dochter, ondanks het feit dat de moeder vennootschap als medebeleidsbepaler kan worden aangemerkt, bij de handelingen die tot het onbehoorlijk bestuur hebben geleid geheel zelfstandig is opgetreden.⁷⁵¹ De moeder vennootschap zal voorts moeten aantonen dat zij al het mogelijke in het werk heeft gesteld om de na-

nr. 127. Lennarts wijst erop dat gedupeerde crediteuren desalniettemin via een onrechtmatige daadsactie kunnen trachten de moeder vennootschap aansprakelijk te stellen voor de door hun geleden schade.

⁷⁴⁸ Vgl. Timmerman 1990, p. 19; Schreurs 1993, p. 874; Lennarts 1999, nr. 127.

⁷⁴⁹ Zie in bevestigende zin Wezeman 1998, p. 374 en Lennarts 1999, nr. 132. Anders Van Schilf-gaarde 1986, p. 66 en Schreurs 1993, p. 879. Volgens Van Schilf-gaarde bevindt de beleidsbepaler zich in een gunstiger positie doordat ten aanzien van hem niet het vermoeden geldt dat de gewraakte handelingen tot zijn werkkring behoorden. Voorts is hij van mening dat op de beleidsbepaler slechts in uitzonderingsgevallen de rechtsplicht rust om de gevolgen van onbehoorlijk bestuur zoveel mogelijk af te wenden. Dat zal met name het geval zijn wanneer de beleidsbepaler zelf bij het onbehoorlijk bestuur betrokken is geweest. De gelijkschakeling van de beleidsbepaler met de bestuurder in Art. 2:138/248 BW geldt enkel voor wat betreft de toepassing van dat artikel. Ik zie niet in waarom, zoals Van Schilf-gaarde betoogt, de medebeleidsbepaler niet zou moeten aantonen dat hij al datgene heeft gedaan wat binnen zijn macht lag teneinde de negatieve gevolgen van het onbehoorlijk bestuur af te wenden. Dit is immers een van de vereisten voor disculpatie in lid 3, welk lid van overeenkomstige toepassing is op de medebeleidsbepaler. Ik wees hier reeds op in het vorige hoofdstuk in paragraaf 5.1.4. Uit de uitspraak van de Hoge Raad van 17 november 2006, *JOR* 2007/7 blijkt dat op de feitelijke bestuurder in ieder geval de plicht van Art. 2:394 BW rust.

⁷⁵⁰ Bartman 1989, p. 129; Schreurs 1993, p. 879; Lennarts 1999, nr. 132; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 253-254. Schreurs 1993, die ervan uitgaat dat op de medebeleidsbepaler geen collectieve verantwoordelijkheid rust, ziet een disculpatiemogelijkheid wanneer de onbehoorlijkheid van het door de medebeleidsbepaler gevoerde beleid voortvloeit uit een handeling van een bestuurder zonder medeweten van de overige bestuurders.

⁷⁵¹ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 2254.

delige gevolgen van het onbehoorlijke bestuur voor de vennootschap af te wenden.⁷⁵²

3.4. *De aansprakelijkheid van de moedervennootschap als medebeleidsbepaler voor kennelijk onbehoorlijk bestuur bij slecht weer*

Artikel 2:138/248 BW is als basis voor aansprakelijkheid van de moedervennootschap voor de financiële problemen bij een dochtermaatschappij slechts van ondergeschikt belang.⁷⁵³ Hieraan liggen twee redenen ten grondslag. Uit het onderzoek in het vorige hoofdstuk blijkt in de eerste plaats dat de regeling een weinig geschikte basis biedt voor de aansprakelijkheid wegens het voortzetten van verlieslatende activiteiten aangezien in die gevallen het voor aansprakelijkheid vereiste causale verband tussen de voortzetting en het intreden van het faillissement doorgaans ontbreekt.⁷⁵⁴ In de tweede plaats is de ineffectiviteit van de regeling als grondslag voor aansprakelijkheid in concernverhoudingen te wijten aan de zware bewijslast waarmee het kwalificeren van de moedervennootschap als medebeleidsbepaler gepaard gaat. Teneinde als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW te kunnen worden aangemerkt, dient de moedervennootschap zich direct met het beleid van de dochter te hebben bemoeid onder een gelijktijdige feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur. Het dochterbestuur dient door de moedervennootschap te zijn ‘gepasseerd’, hetgeen doorgaans moeilijk is aan te tonen. De in het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW opgenomen norm voor aansprakelijkheid van de moedervennootschap als medebeleidsbepaler is te zwaar. Deze maatstaf is overigens wel verklaarbaar. Bij het opstellen van de derde misbruikwet stond de bestuurdersaansprakelijkheid centraal. Met het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW werd beoogd diegenen die daadwerkelijk het bestuur over de

⁷⁵² Bartman & Dorresteyn 2006, p. 254. Zie hierover voetnoot 749. Volgens Lennarts zal in ieder geval geen disculpatiemogelijkheid voor de moedervennootschap bestaan indien de dochtervennootschap ten gunste van de rest van het concern is benadeeld; Lennarts 1999, nr. 132. In dit verband kan worden gewezen op het *Juno Properties*-arrest. Het hof was in deze zaak van oordeel dat het intern overboeken van gelden van de ene naar de andere concernvennootschap en het telkens wijzigen van concernschema's niet als kennelijk onbehoorlijk bestuur kon worden aangemerkt. Aan dit oordeel had het hof ten grondslag gelegd dat niet op goede grond kan worden aangenomen dat geen redelijk denkend bestuur onder dezelfde omstandigheden tot een dergelijke praktijk komt. De Hoge Raad was van oordeel dat, hoewel het hof de juiste maatstaf had gehanteerd, het oordeel onvoldoende was gemotiveerd. Het hof had, naar het oordeel van de Hoge Raad, voor de toepassing van de maatstaf kennelijk onbehoorlijk bestuur het concernbelang als maatgevend aangemerkt. Volgens de Hoge Raad dient voor de tot het concern behorende vennootschappen afzonderlijk te worden vastgesteld of sprake is van onbehoorlijk bestuur waarbij het concernbelang een rol kan spelen maar niet doorslaggevend mag zijn. HR 26 oktober 2001, NJ 2002/94. Ik ga hier niet verder in op de vraag in hoeverre het toelaatbaar is dat in concernverhoudingen de belangen van de ene vennootschap worden opgeofferd ten voordele van die van een andere groepsmaatschappij of het concern in het geheel. Zie in verband met het concernbelang onder meer Bartman 2000, p. 1-15; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 83.

⁷⁵³ Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 45; Lennarts 1999, nr. 133. Zie over doorbraak van aansprakelijkheid in het kader van Art. 2:248 BW eveneens Witteveen 1998, p. 107-113.

⁷⁵⁴ Zie hoofdstuk 5, paragraaf 5.1.5.

vennootschap voeren maar, door het gebruik van stromannen als statutair bestuurder, niet als formeel bestuurder kunnen worden aangemerkt, op gelijke wijze als de bestuurders aansprakelijk te stellen.⁷⁵⁵ De bepaling is dan ook niet in eerste instantie geschreven met het oog op de moedervennootschap.⁷⁵⁶ Dit neemt natuurlijk niet weg dat de moedervennootschap, evenals elk ander natuurlijk persoon die feitelijk het bestuur over de (dochter)vennootschap voert, wel als medebeleidsbepaler in de zin van het besproken zevende lid kan worden aangemerkt. Mijns inziens dienen moedervennootschappen in concernverhoudingen onder omstandigheden sneller en op eenvoudiger wijze aansprakelijk te kunnen worden gesteld dan de mogelijkheid die Artikel 2:138/248 BW daartoe biedt. Ook indien geen sprake is van feitelijke terzijdestelling van het dochterbestuur, kan door de moedervennootschap belangrijke invloed worden uitgeoefend op het beleid en de gang van zaken bij die vennootschap waardoor laatstgenoemde in een afhankelijke positie wordt gebracht. Onderzocht wordt in hoeverre de onrechtmatige daad in dit verband wellicht een betere *ex post* bescherming kan bieden tegen de uitwassen van de beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen.

4. Aansprakelijkheid van de moedervennootschap op grond van onrechtmatige daad

4.1. Karakteristieken van de (indirecte) doorbraak op grond van onrechtmatige daad⁷⁵⁷

Uit de jurisprudentie blijkt dat een moedervennootschap onder omstandigheden op grond van een onrechtmatige daad aansprakelijk kan worden gesteld voor schade geleden door crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende dochtervennootschap. Ik heb reeds aangegeven dat de doorbraak uit hoofde van onrechtmatige daad niet gezien kan worden als een perforatie van het beschermingsschild waarin het doortrekken van het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid in concernverhoudingen voorziet. De moedervennootschap is in geval van een geslaagd beroep op deze vorm van indirecte doorbraak immers niet aansprakelijk voor de schulden van een andere groepsmaatschappij. Voor aansprakelijkheid is vereist dat die moedervennootschap zelf jegens de desbetreffende crediteuren een onrechtmatige daad heeft gepleegd.⁷⁵⁸ In tegenstelling tot de vordering op grond van kennelijk onbehoorlijk bestuur door de moedervennootschap als medebeleidsbepaler in de

⁷⁵⁵ Zie Bundel NV en BV IXs-art. 138-5 (MvT) en 25 (MvA).

⁷⁵⁶ Bartman 1989, p. 109 onder verwijzing naar Van der Grinten 1986, p. 22; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 251.

⁷⁵⁷ In de literatuur is veel geschreven en gediscussieerd over de indirecte doorbraak van aansprakelijkheid. In dit verband kan onder meer worden verwezen naar Timmerman 1990, p. 13-20; Winter 1992, p. 270 e.v.; Schoonbrood-Wessels 1993, p. 894 e.v. en Schoonbrood-Wessels 1996, p. 2-7 en p. 37-48; Bartman 1998; Van den Ingh 1998, p. 26 e.v.; Lennarts 1999; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 231 e.v. Zie over de aansprakelijkheid van aandeelhouders eveneens Timmerman 1999 I, p. 70 e.v. Zie in verband met de in dit kader nog te bespreken arresten eveneens Van Eeghen 2006.

⁷⁵⁸ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 231.

zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW, die enkel openstaat voor de curator in geval van faillissement, kan een vordering uit onrechtmatige daad door de individuele crediteuren worden ingesteld. De onrechtmatige daad vormt dan ook voor wat betreft de hier centraal staande problematiek in concernverhoudingen veruit de belangrijkste grondslag voor aansprakelijkheid van een moeder vennootschap jegens de crediteuren van een dochtermaatschappij. Het is deze bepaling die het gedrag van de moeder vennootschap jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij tot op zekere hoogte normeert. In het vorige hoofdstuk heb ik geconstateerd dat deze bepaling de crediteuren ook voor wat betreft de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van de bestuurders in verband met de in dit onderzoek centraal staande problematiek de belangrijkste grondslag biedt.

De eerste aanzet tot aansprakelijkstelling van de moeder vennootschap door crediteuren van een dochtermaatschappij op grond van een onrechtmatige daad is gegeven in het *Osby*-zaak.⁷⁵⁹ De Hoge Raad borduurt in deze zaak voort op zijn uitspraak in de *Erba*-arresten⁷⁶⁰ waarin een kredietverschaffer op grond van een onrechtmatige daad aansprakelijk werd gesteld door crediteuren van haar kredietnemer. De Hoge Raad past in het *Osby*-arrest de in de *Erba*-zaak ontwikkelde zorgplicht van de financier jegens crediteuren van haar cliënt toe op de moeder vennootschap in concernverhoudingen. De beperking van de aansprakelijkheid van de aandeelhouder tot het bedrag van zijn inbreng staat, aldus de Hoge Raad, er niet aan in de weg dat deze aandeelhouder jegens een schuldeiser van de vennootschap aansprakelijk is op grond van een door hem gepleegde onrechtmatige daad. In de onderhavige zaak had de moeder vennootschap aan de dochter krediet verstrekt onder gelijktijdige verwerving van alle activa van de dochtermaatschappij in zekerheidseigendom waardoor laatstgenoemde geen verhaal bood aan nieuwe crediteuren. De Hoge Raad oordeelde dat:

‘(...) indien de moedermaatschappij nalaat zich de belangen van de nieuwe schuldeisers aan te trekken, onder omstandigheden sprake [kan; M.O.] zijn van een onrechtmatige daad van haar jegens dezen. Met name zal dit zo zijn, indien de moeder een zodanig inzicht in en zeggenschap over het beleid van de dochter heeft, dat zij, (...) wist of behoorde te voorzien dat nieuwe schuldeisers zouden worden benadeeld bij gebrek aan verhaal, en desalniettemin nalaat zorg te dragen dat die schuldeisers worden voldaan’.⁷⁶¹

Uit de geciteerde overweging van de Hoge Raad kan een aantal belangrijke elementen voor aansprakelijkstelling van de moeder vennootschap worden afgeleid. De moeder vennootschap dient in de eerste plaats inzicht te hebben in en zeggenschap te hebben over het beleid van de dochter. Die zeggenschap moet van dien aard zijn dat zij wist of behoorde te weten dat schuldeisers onvoldaan zouden blijven en in de derde plaats is voor aansprakelijkheid van de moeder vennootschap vereist dat deze desalniettemin heeft nagelaten zich de belangen van die crediteuren aan te trekken.⁷⁶² Met het *Osby*-arrest was het startsein gegeven voor het ontwikkelen van

⁷⁵⁹ HR 25 september 1981, *NJ* 1982/443.

⁷⁶⁰ HR 28 juni 1957, *NJ* 1957/514 en HR 20 maart 1959, *NJ* 1959/581.

⁷⁶¹ R.o. 2 van de Hoge Raad in het *Osby*-arrest.

⁷⁶² Zie in dit verband de drie criteria in Bartman & Dorresteyn 2003, p. 196.

een leer voor de (indirecte) doorbraak van aansprakelijkheid naar moederervennootschappen. In de daarop volgende jaren heeft de Hoge Raad in dit verband een aantal arresten gewezen waarin de zogenaamde *Erba/Osby*-leer nader werd verfijnd en bijgesteld. Bartman en Dorresteyn⁷⁶³ signaleren een tweetal accentverschuivingen in deze rechtsontwikkeling. Tegen de achtergrond van de in dit onderzoek centraal staande problematiek is met name van belang de toenemende bereidheid tot het aannemen van aansprakelijkheid van de moederervennootschap wegens het nalaten om in te grijpen bij een (dreigende) benadeling van de crediteuren van de dochterervennootschap.⁷⁶⁴ In het hiernavolgende wordt de relevante jurisprudentie in verband met de in dit onderzoek centraal staande vraag, naar de aansprakelijkheid van de moederervennootschap voor de slechte financiële situatie binnen de dochterervennootschap besproken. Aan de hand van het feitencomplex dat aan de uitspraken ten grondslag ligt, kan die jurisprudentie in een aantal categorieën worden onderverdeeld.⁷⁶⁵ Na een bespreking van die categorieën wordt ingegaan op de ontwikkeling van de vereisten voor de (indirecte) doorbraak op grond van onrechtmatige daad in de jurisprudentie. De gesignaleerde accentverschuivingen komen daarbij aan de orde.

4.2. Categorieën van (indirecte) doorbraak

Een moederervennootschap kan om verschillende redenen aansprakelijk zijn jegens de crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende dochterervennootschap. De jurisprudentie op dit terrein kan in twee hoofdcategorieën worden onderverdeeld. De eerste categorie betreft de aansprakelijkheid van de moederervennootschap op grond van handelingen die de financiële moeilijkheden en de daarmee gepaard gaande benadeling van crediteuren bij de dochterervennootschap in de hand hebben gewerkt. In dit verband kan gedacht worden aan het jegens de crediteuren wekken van de schijn van kredietwaardigheid van de dochterervennootschap of het bewerkstelligen van ongeoorloofde onttrekkingen aan het vermogen van die vennootschap. De tweede categorie betreft de aansprakelijkheid van de moederervennootschap wegens het voortzetten van de activiteiten van een verliesgevende dochtermaatschappij. Teneinde een nader inzicht te krijgen in de laakbaarheid van de gedragingen van de moederervennootschap onder dergelijke omstandigheden, worden deze categorieën hier aan de hand van voorbeelden uit de jurisprudentie geschetst.

⁷⁶³ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 240 e.v.

⁷⁶⁴ Een andere accentverschuiving houdt verband met de erkenning van een zorgplicht van de moederervennootschap jegens de crediteuren van de dochter; zie Bartman & Dorresteyn 2006, p. 240.

⁷⁶⁵ Hierbij dient te worden opgemerkt dat de verschillende categorieën kunnen overlappen. In sommige uitspraken komen meerdere vragen aan bod waardoor deze onder meerdere categorieën kunnen worden gerubriceerd.

4.2.1. Wekken van de schijn van kredietwaardigheid

Een voorbeeld van aansprakelijkheid van de moedervennootschap wegens het wekken van de schijn van kredietwaardigheid van de dochtervennootschap kan gevonden worden in het reeds besproken *Osby*-arrest. Osby had de dochtervennootschap immers krediet verstrekt onder verwerving van alle activa van de dochtervennootschap in zekerheid ten gevolge waarvan de financiële situatie binnen de dochtervennootschap voor derde crediteuren niet kenbaar was.⁷⁶⁶

4.2.2. Ongeoorloofde vermogensonttrekkingen

Van een onrechtmatige daad van de moedervennootschap jegens de crediteuren van een dochtermaatschappij kan eveneens sprake zijn wanneer eerstgenoemde zich schuldig heeft gemaakt aan het ongeoorloofd onttrekken van vermogen aan de dochtermaatschappij. Een dergelijke onttrekking kan op verschillende manieren plaatsvinden. Waar het om gaat is dat de moedervennootschap op onrechtmatige wijze voor zichzelf een gunstige uitgangspositie creëert ten koste van de crediteuren van de dochtervennootschap door de verhaalsmogelijkheden van deze crediteuren te verminderen. In dit verband kan in de eerste plaats gewezen worden op het arrest van de Hoge Raad in de zaak *Keulen/BLG*.⁷⁶⁷ (De directeur van) BLG, een publiekrechtelijke lichaam opgericht naar de Wet Gemeenschappelijke Regelingen, had een Stichting in het leven geroepen. Op enig moment werd door BLG een rekening-courantkrediet dat door haar aan de Stichting was verstrekt, opgezegd onder volledige terugbetaling door de Stichting van het verstrekte bedrag. De Stichting kwam vervolgens, onder meer ten gevolge van de instortende bouwmarkt, in financiële problemen te verkeren. Met de crediteuren van de Stichting werd een akkoord gesloten ten gevolge waarvan deze genoeg moesten nemen met voldoening van slechts 65% van hun vordering. Keulen, een van de crediteuren van de Stichting, stelde BLG desalniettemin aansprakelijk voor het (gedeeltelijk) onvoldaan blijven van zijn vordering op de Stichting. Onderwerp van het geding was de vraag of BLG onrechtmatig handelde jegens de crediteuren van de Stichting door het rekening-courantkrediet aan de Stichting op te zeggen en haar daaruit voortvloeiende vordering op de Stichting volledig door deze laatste te laten voldoen ten gevolge waarvan de overige schuldeisers van de Stichting niet (volledig) konden worden voldaan. Het hof had daarvoor bepalend geacht of BLG ten tijde van de gewraakte handelingen ernstig rekening diende te houden met de mogelijkheid van een tekort in die zin dat daarvoor concrete aanwijzingen waren. Keulen werd in het ongelijk gesteld nu het hof oordeelde dat daarvan in casu geen sprake was. In het cassatiemiddel werd nog door Keulen aangevoerd dat BLG zich in de gegeven omstandigheden, waarbij met name werd gedoeld op de onderlinge verwevenheid tussen BLG en de

⁷⁶⁶ Een ander arrest waarnaar in de literatuur bij de bespreking van het *Osby*-arrest wordt verwezen is het *Securicor*-arrest van de Hoge Raad van 18 november 1994, *NJ* 1995/170, *TVVS* 1995, p. 16, m.nt. L.T. Aangezien dit arrest voor de hier centraal staande problematiek niets nieuws brengt en reeds veelvuldig in de literatuur is beschreven, ga ik hier niet op in. Zie in dit verband onder meer Lennarts 1999, nr. 167; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 246-247.

⁷⁶⁷ HR 9 mei 1986, *NJ* 1986/792.

Stichting, reeds schuldig maakte aan een onrechtmatige daad ook al behoeft deze geen rekening te houden met de mogelijkheid dat de overige schuldeisers van de Stichting uiteindelijk niet (volledig) zouden worden voldaan. Deze redenering werd door de Hoge Raad niet gevolgd.⁷⁶⁸ De Hoge Raad was van oordeel dat het hof geen blijk had gegeven van een onjuiste rechtsopvatting door beslissend te achten of BLG ten tijde van de gewraakte handelingen ernstig rekening had moeten houden met de mogelijkheid dat de overige schuldeisers van de Stichting (gedeeltelijk) onvoldaan zouden blijven. De grote mate van verwevenheid tussen BLG en de Stichting maakte dat volgens de Hoge Raad niet anders. Uit het arrest blijkt dat het voor een verweven rechtspersoon op enig moment risicovol kan zijn om zich als financier uit een in financiële moeilijkheden verkerende dochter terug te trekken onder volledige voldoening van haar uit de kredietverlening voortvloeiende vordering. De aansprakelijkheid komt om de hoek kijken indien de financiële terugtrekking plaatsvindt op een moment waarop de desbetreffende rechtspersoon ernstig rekening diende te houden met de mogelijkheid van een tekort en daarvoor concrete aanwijzingen bestonden.⁷⁶⁹

Een ander interessant arrest in dit verband werd door de Hoge Raad gewezen in de *Nimox*-zaak.⁷⁷⁰ Nimox was 100% aandeelhouder van Auditrade. In 1983 sloot de aandeelhoudersvergadering van Auditrade, feitelijk het bestuur van Nimox, tot uitkering en betaalbaarstelling van een bedrag aan dividend gelijk aan de bestaande reserves van Auditrade. In plaats van uitbetaling van dit bedrag, werd de dividendvordering omgezet in een lening van Nimox aan Auditrade. In de loop van 1984 namen de problemen bij Auditrade toe, hetgeen uiteindelijk resulteerde in de aanvraag van surséance van betaling en vervolgens faillissement. Voorafgaand aan het intreden van de surséance werd door Nimox de uit het door haar aan Auditrade verstrekte krediet voortvloeiende vordering, samen met een andere vordering uit geldlening van Nimox aan Auditrade, verkocht en gecedeerd aan NMB-Heller. Laatstgenoemde had eveneens reeds eerder een lening aan Auditrade verstrekt onder verkrijging van zekerheden. NMB-Heller beschikte dientengevolge over een surplus aan zekerheden. Bovendien droeg Nimox zorg voor de afgifte van een bankgarantie ter voldoening van de schulden ten behoeve van NMB-Heller. Nimox werd aansprakelijk gesteld uit onrechtmatige daad voor zowel het nemen van het dividendbesluit als de cessie van de vordering aan NMB-Heller. Met name de vraag

⁷⁶⁸ Van nauwe verwevenheid was naar het oordeel van de Hoge Raad wel sprake. Die verwevenheid van BLG met de Stichting volgde, aldus de Hoge Raad in rechtsoverweging 3.1, uit: '(...) de hoedanigheid van de oprichter van de Stichting, de wijze van benoeming van haar Dagelijks Bestuur en van de Raad van Toezicht en de persoon van de directeur, alsmede van het feit dat beide instellingen in hetzelfde gebouw waren gehuisvest, (...)’.

⁷⁶⁹ Zie Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 38 die ten aanzien van deze conclusie uit het arrest terecht twee voorbehouden maakt. Zij wijst er in de eerste plaats op dat het in casu niet ging om een moeder-dochterverhouding en dat uit dien hoofde enige voorzichtigheid dient te worden betracht bij het projecteren van deze beslissing op een dergelijke concernverhouding. In de tweede plaats merkt zij op dat BLG in casu een gegronde reden had om zich financieel uit de Stichting terug te trekken. Gedeputeerde Staten van Limburg hadden immers geweigerd een toekomstige kredietverlening aan de Stichting goed te keuren.

⁷⁷⁰ HR 8 november 1991, NJ 1992/174.

naar de onrechtmatigheid van het dividendbesluit is hier interessant.⁷⁷¹ Zowel rechtbank, hof als Hoge Raad betitelde het dividendbesluit en de cessie als onrechtmatig. Het hof was van oordeel dat Nimox zich ten gevolge van het dividendbesluit had getransformeerd van een achtergestelde aandeelhouder tot een concurrent crediteur. Nimox had, gezien de problemen bij Auditrade destijds, moeten weten dat zij, aldus handelend, het risico afwentelde op de crediteuren van die vennootschap. Het dividendbesluit zou enkel dan niet onrechtmatig zijn, aldus het hof, indien het zou zijn omgezet in een achtergestelde lening. De Hoge Raad was van mening dat het hof niet onbegrijpelijk heeft geoordeeld door aan te nemen dat de positieve verwachtingen van Nimox omtrent de toekomst van Auditrade slechts prognoses waren en niet konden rechtvaardigen dat Nimox als enig aandeelhouder hierop een voorschot nam waarbij het risico op de crediteuren werd afgewenteld.⁷⁷² Uit dit arrest blijkt wederom dat op de moeder vennootschap jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij een zorgplicht rust. De aandeelhouder riskeert aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad indien hij op het moment van het nemen van het besluit tot onttrekking van gelden aan de vennootschap, rekening moest houden met de mogelijkheid dat crediteuren daardoor ten gevolge van een mogelijk tekort zouden worden benadeeld. Het bestaan van positieve verwachtingen omtrent de toekomst van de vennootschap is daarbij kennelijk niet voldoende.⁷⁷³ Daarnaast blijkt uit de overwegingen van het hof in dit arrest een manier waarop de moeder vennootschap aan de op haar rustende zorgplicht kan voldoen, namelijk door het achterstellen van vorderingen op haar dochter vennootschap.⁷⁷⁴

⁷⁷¹ Zie over de onrechtmatigheidsvraag ten aanzien van de cessie in dit arrest Schoonbrood-Wessels 1993, p. 909 e.v. Door de cessie van de vordering aan een derde die over zekerheden beschikte, werd de *paritas creditorum* doorbroken. De Hoge Raad deed in cassatie echter geen uitspraak over de door het hof gehanteerde zorgvuldigheidsnorm aangezien daarover door Nimox niet werd geklaagd. Zie hierover Lennarts 1999, nr. 165.

⁷⁷² Zie Schoonbrood-Wessels 1993, p. 914.

⁷⁷³ Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 40.

⁷⁷⁴ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 2245. Het in hoofdstuk 5, paragraaf 5.2.2 besproken *Coral/Stalt*-arrest kan eveneens in zekere zin onder de categorie van de ongeoorloofde vermogensonttrekkingen worden geschaard. De moeder vennootschap werd daarin immers verweten dat zij had toegelaten of bewerkstelligd dat de tot de groep behorende crediteuren met voorrang werden voldaan boven de overige crediteuren. Dit arrest komt in de volgende subparagraaf aan de orde. Schoonbrood-Wessels wijst er nog op dat, als een besluit tot vermindering van eigen vermogen dat conform de regels van Boek 2 BW is genomen reeds onrechtmatig kan zijn indien ernstig rekening diende te worden gehouden met de mogelijke benadeling van crediteuren, dit *a fortiori* zal gelden voor elke andere vorm van verrijking van de moeder vennootschap ten koste van de dochter vennootschap en haar crediteuren. Een dividendbesluit is immers dé manier bij uitstek om op in beginsel gerechtvaardigde wijze de moeder vennootschap ten koste van de dochter te verrijken. Schoonbrood-Wessels wijst er dan ook terecht op dat iedere transactie binnen de groep die niet *at arm's length* wordt aangegaan en waardoor de dochter ten gunste van de moeder wordt benadeeld, een onrechtmatige daad oplevert indien de moeder vennootschap ten tijde van de gewraakte transactie ernstig rekening diende te houden met de mogelijke benadeling van derden. Hetzelfde geldt volgens haar voor instructies van de moeder vennootschap waardoor de dochter vennootschap ten koste van de overige groepsmaatschappijen wordt benadeeld, welke benadeling uiteindelijk

4.2.3. Voortzetten van een verliesgevende dochtervennootschap

Bij de aansprakelijkstelling van de moedervennootschap wegens het voortzetten van een verliesgevende dochter wordt de moedervennootschap verweten dat zij de activiteiten van de dochtervennootschap te lang heeft gecontinueerd ten gevolge waarvan de schade voor de crediteuren is opgelopen. In de casus die ten grondslag lag aan de *Albada Jelgersma II-zaak*⁷⁷⁵ ging het om een moedervennootschap die het leven van haar financieel zwakke dochter tijdelijk prolongeerde. Albada Jelgersma (AJ) kocht medio 1980 alle aandelen in Wijnalda Kuntz BV (WK), een vennootschap die financieel in slechte papieren zat. De buitenwacht was op de hoogte van de financiële moeilijkheden bij WK. Teneinde het vertrouwen van de buitenwereld te winnen verstuurde AJ in september 1982 een brief aan de leveranciers van WK waarin zij mededeling deed van de overname onder toezegging van nakoming van de uitstaande vorderingen op WK door AJ. De positieve verwachtingen van AJ ten opzichte van de toekomstperspectieven van WK werden echter niet bewaarheid en WK was genoodzaakt het faillissement aan te vragen. Inzake, die overigens leverancier werd van WK nadat de genoemde brieven werden verstuurd, spreekt AJ aan tot schadevergoeding van haar onbetaald gebleven vorderingen op grond van een jegens haar gepleegde onrechtmatige daad. Deze klacht vindt zowel bij het hof als de Hoge Raad gehoor. Volgens de Hoge Raad heeft het hof geen rechtsregel geschonden door te oordelen dat AJ zich jegens Inza onrechtmatig heeft gedragen. De reden voor die onrechtmatige gedraging van AJ kan onder meer gevonden worden in de intensieve en indringende wijze waarop deze zich met het beleid van WK heeft bemoeid, met name op het terrein van de inkoop had AJ zeggenschap over de bedrijfsvoering van WK, en de door AJ op grote schaal gegeven ruchtbaarheid aan de overname. Onder deze omstandigheden had AJ maatregelen moeten nemen toen zij voorzag of behoorde te voorzien dat schuldeisers door gebrek aan verhaal zouden worden benadeeld. Die maatregelen konden bestaan uit het voldoen van de vorderingen van de leveranciers door AJ dan wel het voorkomen dat door WK nieuwe goederen werden ingekocht. Van der Grinten noemt in zijn noot bij dit arrest nog een derde mogelijkheid namelijk het inlichten van de crediteur omtrent de voorzienbare betalingsmoeilijkheden van de dochter. Het vereiste van inzicht en de zeggenschap uit het *Osby*-arrest wordt geconcretiseerd doordat de Hoge Raad spreekt over 'intensief en indringend' bemoeien met de gang van zaken bij de dochtervennootschap.⁷⁷⁶

Een vergelijkbaar feitencomplex lag ten grondslag aan het *Hurks II*-arrest. Bouwgroep Hurks BV (Bouwgroep) was 100% aandeelhouder van Hurks Bouwgroep Amsterdam BV (HBA). De aandelen van de Bouwgroep waren op hun beurt in handen van de heer Hurks die tevens optrad als voorzitter van de raad van bestuur van de Bouwgroep. In 1984 gaat de dochtervennootschap HBA failliet. Zowel de heer Hurks, in zijn hoedanigheid van bestuurder van de Bouwgroep, als de moedermaatschappij worden door onbetaald gebleven crediteuren van HBA op

voor risico van de crediteuren van de dochter komt. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de gang van zaken bij *Coral/Stalt*. Zie Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 40 e.v.

⁷⁷⁵ HR 19 februari 1988, *NJ* 1988/487.

⁷⁷⁶ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 245.

grond van onrechtmatige daad aansprakelijk gesteld. Het verwijt dat de moeder-vennootschap wordt gemaakt is vergelijkbaar met dat in het *Albada Jelgersma*-arrest.⁷⁷⁷ De moedervennootschap zou, door niet tijdig in te grijpen, onvoldoende oog hebben gehad voor de belangen van de crediteuren van de dochtervennootschap. In deze zaak waren het de crediteuren die zegevierden. Naar het oordeel van het hof was de moedervennootschap vanaf het moment dat zij had behoren te onderkennen en te beseffen dat de dochter geen of onvoldoende verhaal bood, gehouden zich de belangen van de schuldeisers van de dochter aan te trekken onder meer door hen te waarschuwen dat de vanaf dat moment nog te verrichten prestaties niet geheel zouden kunnen worden voldaan. Dit oordeel is volgens de Hoge Raad niet onbegrijpelijk. De plicht tot het actief toezicht houden door de moedervennootschap werd door het hof gebaseerd op de tussen beide vennootschappen bestaande concernstructuur en de daaraan gegeven feitelijke uitvoering. Er was sprake van een sterke mate van feitelijke verwevenheid tussen beide vennootschappen die onder meer bleek uit de financieringswijze. Het feit dat de dochtervennootschap zelfstandig opereerde en vrij was in de dagelijkse beleidsvoering stond er, aldus het hof, niet aan in de weg dat de moedervennootschap zich had behoren te laten informeren omtrent de financiële situatie bij de dochtermaatschappij.⁷⁷⁸ Overigens werd in casu niet enkel doorgebroken naar de moedervennootschap maar eveneens naar de bestuurder van die moedervennootschap. De heer Hurks werd zelf op grond van een onrechtmatige daad aansprakelijk geacht jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij. Het hof was van oordeel dat Hurks als bestuurder van de Bouwgroep bekend was of behoorde te zijn met het feit dat het hoogst onwaarschijnlijk was dat de schuldeisers van HBA zouden worden voldaan. Volgens de Hoge Raad had het hof, anders dan het cassatiemiddel betoogde, geen onjuiste maatstaf aangelegd nu het hof daarmee tot uitdrukking heeft gebracht dat op basis van de destijds beschikbare gegevens geen andere conclusie mogelijk was dan dat de schuldeisers niet zouden kunnen worden voldaan.⁷⁷⁹ Het bijzondere aan deze aansprakelijkstelling is dat Hurks geen bestuurder was van HBA maar van de moedervennootschap en niet aansprakelijk wordt gesteld omdat hij heeft toegelaten of bewerkstelligd dat de moedervennootschap een onrechtmatige daad pleegde. Het hof was van oordeel dat Hurks, gezien het feit dat hij zich kennelijk intensief bezighield met HBA, zelf had dienen in te grijpen teneinde de schade aan crediteuren van de dochtervennootschap te voorkomen.⁷⁸⁰ Uit het bovenstaande blijkt dat een moedervennootschap slechts, maar in ieder geval, onder bijzondere omstandigheden gehouden is maatregelen te nemen teneinde schade voor crediteuren van haar dochtermaatschappijen te voorkomen. Een dergelijke zorgplicht jegens de crediteuren van de dochtervennootschap zal met name aanwezig zijn wanneer sprake is van intensieve bemoeienis van de moeder met het beleid en de gang van zaken bij de dochtervennootschap.⁷⁸¹

⁷⁷⁷ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 250.

⁷⁷⁸ Zie R.o. 5.3.3 van de Hoge Raad.

⁷⁷⁹ R.o. 5.4.7 van de Hoge Raad.

⁷⁸⁰ Zie hierover Bartman in zijn noot bij het arrest in de *JOR* onder nr. 8.

⁷⁸¹ Zie onder meer Schoonbrood-Wessels 1996 I, p. 7.

4.3. De ontwikkelingen in de rechtspraak

4.3.1. Inzicht, zeggenschap en nauwe verwevenheid

Het eerste van de drie uit het *Osby*-arrest gedistilleerde vereisten voor aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op grond van een door haar jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij gepleegde onrechtmatige daad, werd door de Hoge Raad nader uitgewerkt in het *Albada Jelgersma II*-arrest.⁷⁸² De Hoge Raad oordeelde in dit verband dat van inzicht en zeggenschap van de moeder vennootschap sprake is wanneer deze zich intensief en indringend heeft bemoeid met het beleid bij de dochter. Het inzicht en de zeggenschap die uit de intensieve en indringende bemoeienis van de moeder vennootschap met de gang van zaken bij de dochtermaatschappij blijkt, creëert een zorgplicht voor de moeder vennootschap jegens de crediteuren van de dochter.⁷⁸³ In het *Coral/Stalt*-arrest,⁷⁸⁴ waarop ik reeds wees in het vorige hoofdstuk, oordeelde de Hoge Raad dat, voor zover vast komt te staan dat moeder vennootschap Stalt zich intensief heeft bemoeid met de gang van zaken bij de dochter vennootschap en de hand heeft gehad in de beëindiging van de bedrijfsactiviteiten van die dochter, beide vennootschappen geacht moeten worden over dezelfde gegevens te hebben beschikt en derhalve op gelijke wijze in staat moeten zijn geweest om te beoordelen of al dan niet ernstig rekening moest worden gehouden met benadeling van Coral als crediteur van die dochter vennootschap.⁷⁸⁵ De Hoge Raad legt derhalve de nadruk op de intensieve bemoeienis van de moeder vennootschap met de gang van zaken bij de dochter. De nauwe verwevenheid binnen het concern brengt kennelijk een vermoeden van wetenschap tot stand.⁷⁸⁶ Of al dan niet sprake is van nauwe verwevenheid tussen de groepsmaatschappijen, is afhankelijk van de intensiteit waarmee de moeder zich bezighoudt met de gang van zaken binnen de dochter vennootschap. Die grens is moeilijk in algemene bewoordingen te duiden, de omstandigheden van het geval zijn immers bepalend. In dit verband kan onder meer worden verwezen naar de feiten in het *Hurks II*-arrest. De zorgplicht werd in dit arrest geënt op de tussen de betrokken rechtspersonen bestaande nauwe verwevenheid die hoofdzakelijk gebaseerd was op de financiële verbondenheid binnen de groep. HBA werd in financieel opzicht door de bouwgroep geleid. Het is die financiële afhankelijkheid van HBA en het toezicht van de Bouwgroep op de financiële gang van zaken bij deze vennootschap die, in de ogen van het hof, de Bouwgroep ertoe hadden moeten nopen zich de belangen van de crediteuren van HBA aan te trekken in plaats van de onderhanden zijnde werken

⁷⁸² Bartman & Dorresteyn 2006, p. 244-245.

⁷⁸³ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 245.

⁷⁸⁴ HR 12 juni 1998, NJ 1998/727.

⁷⁸⁵ R.o. 3.7 van de Hoge Raad.

⁷⁸⁶ Van Schilfgaarde in zijn noot onder het *Coral/Stalt*-arrest onder nr. 10; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 625; zie Bartman in zijn noot bij het *Hurks II*-arrest onder nr. 4. Zie over dit arrest in het kader van het leerstuk inzake selectieve betaling Verstijlen 1999, p. 301-308; Kroeze 2005, p. 21. Bartman & Dorresteyn 2006, p. 242 formuleren het aldus: 'inzicht en zeggenschap over de interne concernverhouding verhouding genereren (een vermoeden van) inzicht in de externe verhouding tussen dochter en schuldeiser'.

door HBA te laten voltooien.⁷⁸⁷ De zorgplicht wordt aldus geënt op de bestaande concernstructuur en de wijze waarop daaraan feitelijke uitvoering is gegeven. Het feit dat HBA zelfstandig werkte en vrij was in de dagelijkse bedrijfsvoering doet daaraan overigens niet af, aldus de Hoge Raad.⁷⁸⁸ Hieruit blijkt dat aan de eisen voor aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op basis van Artikel 6:162 BW sneller zal zijn voldaan dan aan de vereisten die worden gesteld aan de medebelidsbepaling in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW.⁷⁸⁹

4.3.2. De zorgplicht en het nalaten om in te grijpen door de moeder vennootschap

Uit de ontwikkeling in de rechtspraak blijkt dat, waar vroeger voor het construeren van een onrechtmatige daad enig actief optreden van de moeder vennootschap vereist was, thans het niet ingrijpen van de moeder vennootschap teneinde benadeling van de crediteuren van de dochtermaatschappij te voorkomen, eveneens tot aansprakelijkheid kan leiden. In het *Osby*-arrest werd de moeder vennootschap verweten door haar handelingen de maatschappelijke zorgvuldigheid te hebben geschonden. Bartman en Dorresteyn merken terecht op dat de Hoge Raad daarmee een stap verder gaat door onder omstandigheden een actieve zorgplicht van de moeder vennootschap jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij aan te nemen.⁷⁹⁰ Een dergelijke actieve zorgplicht impliceert dat de moeder vennootschap zich niet enkel van benadelende handelingen jegens de crediteuren van de dochter vennootschap dient te onthouden maar tevens onder omstandigheden een plicht heeft om in te grijpen teneinde de benadeling van de crediteuren ten gevolge van de gang van zaken bij de dochter vennootschap te voorkomen. In dit verband kan wederom naar de uitspraak inzake *Coral/Stalt* worden verwezen waarin de Hoge Raad in dit verband het volgende stelt:

⁷⁸⁷ R.o. 5.3.10 van de Hoge Raad waarin deze aangeeft waaruit het hof de zorgplicht heeft afgeleid. De omstandigheden waaruit deze financiële afhankelijkheid blijkt, zijn opgenomen in r.o. 4.9 van het hof, zie HR 13 januari 1995, *NJ* 1995/482 (*Hurks*). Het oordeel van het hof was niet onbegrijpelijk of onvoldoende gemotiveerd, aldus de Hoge Raad.

⁷⁸⁸ R.o. 5.3.3 van de Hoge Raad.

⁷⁸⁹ Zie Bartman & Dorresteyn 2006, p. 254 naar aanleiding van het *Albada Jelgersma II*-arrest. In het *Hurks II*-arrest wordt niet met zoveel woorden gesproken over intensieve bemoeienis. Bartman leidt hieruit af dat de Hoge Raad voor doorbraak op basis van Art. 6:162 BW niet de eis stelt van intensieve bemoeienis van de moeder met het dagelijks beleid van de dochter in het algemeen. Hij is van mening dat de Hoge Raad hier verder gaat dan A-G Mok die voor doorbraak 'intensieve bemoeienis met het beleid van de dochter vennootschap eist'. Zie Bartman in zijn noot onder het arrest in de *JOR* onder nr. 6. De overwegingen van de Hoge Raad kunnen mijns inziens eveneens aldus worden geïnterpreteerd dat de financiële verwevenheid waarvan in casu sprake was, een nadere invulling geeft aan het begrip 'intensieve bemoeienis' in die zin dat reeds bij nauwe financiële verwevenheid en afhankelijkheid, van intensieve bemoeienis sprake is. Mijns inziens wordt in de uitspraak een nadere concretisering gegeven van dit vereiste. Ik zou het arrest aldus willen interpreteren dat van intensieve bemoeienis sprake kan zijn wanneer er een sterke mate van financiële verwevenheid is. Feitelijk komen beide interpretaties van de overwegingen in het onderhavige arrest op hetzelfde neer.

⁷⁹⁰ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 240 e.v.; in die zin eveneens Raaijmakers 2003, p. 109-110; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 288-290.

‘Indien de juistheid van de met (a) tot en met (f) aangeduide stellingen van Coral, waaromtrent het Hof niets heeft beslist, komt vast te staan, kan dit slechts tot de slotsom leiden dat Forsythe door het achterstellen van de vordering van Coral onrechtmatig jegens Coral heeft gehandeld, en dat Stalt op haar beurt onrechtmatig jegens Coral heeft gehandeld door de handelwijze van Forsythe in de hand te werken of toe te staan (...)’.⁷⁹¹

Uit deze overweging blijkt dat het ‘toestaan’ van de gewraakte handelwijze en derhalve het niet ingrijpen door de moeder vennootschap onder de gegeven omstandigheden reeds voldoende was voor aansprakelijkheid.⁷⁹² Dit is een belangrijk verschil met de aansprakelijkheid van de moeder vennootschap als (mede)beleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW waar de moeder vennootschap de bestuursstaak daadwerkelijk moet uitoefenen.⁷⁹³ De intensieve bemoeienis van de moeder met de gang van zaken bij de dochter en de daarmee samenhangende nauwe verwevenheid tussen beide rechtspersonen brengt een zorgplicht tot stand. De moedermaatschappij die zich intensief bezighoudt met het reilen en zeilen bij de dochter, wordt uit dien hoofde geacht eveneens op de hoogte te zijn van eventuele financiële problemen dan wel van de benadeling van crediteuren. De intensieve bemoeienis bewerkstelligt met andere woorden zowel een zorgplicht als een vermoeden van wetenschap van benadeling.⁷⁹⁴ Hierbij dient evenwel te worden opgemerkt dat het louter toestaan van benadelende handelingen slechts tot aansprakelijkheid kan leiden indien sprake is van intensieve beleidsbemoeienis van de moeder met de gang van zaken bij de dochter. De zorgplicht ontspruit uit het inzicht in en de zeggenschap over het beleid van de dochter en niet uit de houding van de moeder vennootschap ten aanzien van de specifieke handelingen die tot de benadeling van de crediteur hebben geleid. Die intensieve bemoeienis brengt de feitelijke zeggenschap tot stand. Voor aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad is evenwel een causaal verband vereist tussen het optreden van de moeder vennootschap en de schade. Dat causale verband kan mijns inziens ook aanwezig zijn wanneer de moeder vennootschap het beleid van de dochter op een bepaalde manier heeft beïnvloed, hetgeen uiteindelijk de schade heeft veroorzaakt.⁷⁹⁵ De moeder vennootschap dient feitelijk in de mogelijkheid te verkeren om in te grijpen.⁷⁹⁶ De bemoeienis van de moeder vennootschap impliceert doorgaans een dergelijke feitelijke ingrijpmacht. In het *Hurks II*-arrest werd vastgesteld dat, ondanks het ontbreken van een eventuele instructiebevoegdheid, de moeder vennootschap over feitelijke ingrijpmacht beschikte.⁷⁹⁷ Naast een actieve (zorg)plicht van de moeder vennootschap om zich de belangen van de crediteuren van een dochtermaatschap-

⁷⁹¹ R.o. 3.4.2 van de Hoge Raad.

⁷⁹² Bartman & Dorresteyn 2006, p. 254.

⁷⁹³ Zie onder verwijzing naar de wetsgeschiedenis Bartman & Dorresteyn 2006, p. 254.

⁷⁹⁴ In die zin Bartman & Dorresteyn 2006, p. 248. Die spreken over een ‘onweerlegbaar vermoeden’ van wetenschap van benadeling bij de moeder.

⁷⁹⁵ Zie voor een geval waarin de schade niet aan het optreden van de moeder vennootschap te wijten was het arrest *Euro-Advertising* HR 16 januari 1987, NJ 1987/970. Zie over dit arrest Schoonbrood-Wessels 1993, p. 918 e.v.

⁷⁹⁶ In die zin Schoonbrood-Wessels 1993, p. 927.

⁷⁹⁷ R.o. 5.3.8.3. Zie in dit verband de noot van Bartman bij *Hurks II*, HR 21 december 2001, JOR 2002/38 onder nr. 4.

pij aan te trekken, blijkt uit de jurisprudentie een toenemende aansprakelijkheid van de moeder vennootschap wegens nalaten om in te grijpen wanneer de financiële moeilijkheden bij de dochter vennootschap oplopen. Uit de ontwikkeling in de jurisprudentie en met name de uitspraak inzake *Hurks II* blijkt dat het voortzetten van verliesgevendende activiteiten van de dochter maatschappij tot een onrechtmatige daad van de moeder vennootschap kan leiden zonder dat daarvoor bijkomende omstandigheden vereist zijn. In het geval van Albada Jelgersma was ten gevolge van de door de moeder vennootschap aan de overname gegeven ruchtbaarheid het vertrouwen gewekt dat deze het tij voor de dochter vennootschap zou kunnen keren.⁷⁹⁸ Bij het *Coral/Stalt*-arrest had de moeder bewerkstelligd of toegelaten dat de tot de groep behorende crediteuren met voorrang werden voldaan boven externe schuldeisers. In het geval van *Hurks II* was daarentegen geen sprake van dergelijke bijkomende omstandigheden of gedragingen door de moeder vennootschap.⁷⁹⁹ De Bouwgroep werd verweten dat zij niet eerder had ingegrepen teneinde schade voor crediteuren te voorkomen, zonder dat daarbij sprake was van het wekken van verwachtingen terzake de voldoening van vorderingen jegens de crediteuren.⁸⁰⁰ De methode van rechtsvinding in geval van aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op grond van onrechtmatige daad wegens stilzitten, wordt door Bartman en Dorresteyn in de volgende 4 stappen samengevat:

‘(...) 1) vaststellen van de hechte aard van de concernstructuur en de daarbij horende “ingrijpmacht” van de moeder; 2) concluderen tot een zorgplicht van de moeder ten opzichte van de schuldeisers van de dochter vanwege die hechte concernstructuur en moe-

⁷⁹⁸ Lennarts acht het feit dat aan de overname door AJ op grote schaal ruchtbaarheid was gegeven van ondergeschikt belang. Zie Lennarts 1999, nr. 135. Anders Winter 1992, p. 271 e.v.; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 624. Zie hierover eveneens Schoonbrood-Wessels 1993, p. 926 en 1996 I, p. 5. Zie hierover eveneens naar aanleiding van het *Hurks II*-arrest Raaijmakers 2003, p. 110.

⁷⁹⁹ Zie Bartman in zijn noot bij het *Hurks II*-arrest onder nr. 5 e.v. In Bartman & Dorresteyn 2006, p. 245 spreken de auteurs over het loskomen door de Hoge Raad uit het klassieke misbruik-kader waarin het leerstuk omtrent de doorbraak van aansprakelijkheid zich oorspronkelijk afspeelde. Zij zijn van mening dat de Hoge Raad deze tendens reeds in het *Albada Jelgersma*-arrest heeft ingezet. Zie Lennarts naar aanleiding van de uitspraak van het hof in de *Hurks* zaak. Lennarts is van mening dat voor zover de onrechtmatige daad van de moeder wordt gebaseerd op voortzetting van verliesgevendende activiteiten, daarvoor geen bijkomende omstandigheden nodig zijn. Dit is volgens haar anders wanneer de onrechtmatige daad wordt gestoeld op selectieve betaling. In dat geval dient volgens haar wel sprake te zijn van bijkomende omstandigheden, bijvoorbeeld de bevoordeling van groepsmaatschappijen ten koste van derden. Zie Lennarts 1999, nr. 141. Anders Schoonbrood-Wessels 1996 I, p. 6 die van mening is dat in de *Hurks*-zaak wel sprake was van bijzondere omstandigheden. De moeder vennootschap zou de dochter bewust en in haar eigen voordeel in stand hebben gehouden; anders Winter 1992, p. 274. Schoonbrood-Wessels wijst op dit arrest en de bijzondere omstandigheden daarvan naar aanleiding van de vraag of wetenschap van benadeling, ook wanneer een moeder vennootschap de dochter een grote mate van autonomie laat in de bedrijfsvoering, op de moeder vennootschap een plicht tot ingrijpen legt. Zij wijst erop dat in de *Hurks*-zaak slechts een intensieve bemoeienis met de dochter op het financiële terrein werd aangenomen en wijst voorts op de genoemde bijzondere omstandigheden. Hierbij dient te worden opgemerkt dat zowel de bijdrage van Schoonbrood-Wessels als die van Lennarts dateren van vóór de uitspraak van de Hoge Raad in de *Hurks II*-zaak in december 2001.

⁸⁰⁰ Bartman in zijn noot bij het *Hurks II*-arrest onder nr. 5.

ders voorafgaande intensieve bemoeienis; 3) bepalen van het tijdstip waarop de moeder van de deplorabele toestand van haar dochter geacht mag worden op de hoogte te zijn en haar zorgplicht deswege werd geactiveerd (peildatum) en ten slotte 4) beslissen of moeder haar zorgplicht in voldoende mate is nagekomen.(...)'.⁸⁰¹

Uit de jurisprudentie blijkt dat een moeder vennootschap op verschillende manieren aan de op haar rustende zorgplicht kan voldoen. Zij kan bijvoorbeeld de crediteuren tijdig in kennis stellen van de financiële moeilijkheden of voorkomen dat nieuwe schulden worden aangegaan dan wel zelf instaan voor de voldoening van de vorderingen van de crediteuren van de dochtermaatschappij. Daarnaast kan zij haar vorderingen op de dochtervennootschappen achterstellen ten opzichte van die van de overige crediteuren.⁸⁰² Uit de uitspraak van het Hof Arnhem van 30 mei 2006⁸⁰³ blijkt dat het aanvragen van surséance eveneens tot de mogelijkheden behoort.⁸⁰⁴ Het hof was in deze zaak overigens, anders dan de rechtbank, van mening dat de moeder vennootschap zich de belangen van de crediteuren in voldoende mate had aantrokken door voor die vennootschap een reorganisatieplan op te stellen en deze ten behoeve daarvan financiële middelen te verstrekken. Toen vervolgens redding niet meer mogelijk bleek te zijn, heeft de moeder vennootschap op surséance aangestuurd. Een voorgesteld reorganisatieplan hoeft met andere woorden niet bij voorbaat tot succes te leiden. Het feit dat de dochtervennootschap in casu niet in staat was de financiële moeilijkheden te overleven, kon volgens het hof de moeder vennootschap niet worden verweten. Van belang is dat de moeder vennootschap zich de belangen van de crediteuren van de dochtervennootschap in voldoende mate heeft aantrokken. In casu was volgens het hof bovendien van belang dat: '(...) tussen Coutts [de moeder vennootschap; M.O.] en CED [de dochtermaatschappij; M.O.] geen rechtstreekse financiële banden bestonden in die zin dat de financiering van de bedrijfsvoering vanuit Coutts geschiedde'.⁸⁰⁵ Bovendien heeft de moeder vennootschap bij het verstrekken van de lening aan de dochtervennootschap van laatstgenoemde geen zekerheden geëist.⁸⁰⁶ De moeder vennootschap is dientengevolge een van de grootste concurrente crediteuren in het faillissement van de dochtermaatschappij en heeft de dochtervennootschap niet in leven gehouden teneinde zichzelf te bevoordelen.

⁸⁰¹ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 250.

⁸⁰² Zie in dit verband de uitspraak van het Hof Amsterdam van 5 november 2005, *JOR* 2007/51 waarbij de aandeelhouder bij de homologatie van een akkoord genoeg moest nemen met een lager uitkeringspercentage. Ik kom op deze uitspraak nog terug in hoofdstuk 9.

⁸⁰³ *JOR* 2006/230 (*Coutts Holdings Limited/Van Dusseldorp q.q.*).

⁸⁰⁴ Zo ook het hof in *Hurks II*. Zie Raaijmakers 2003, p. 109.

⁸⁰⁵ R.o. 4.7 van het hof.

⁸⁰⁶ R.o. 4.9 van het hof.

4.3.3. De rol van de moeder vennootschap⁸⁰⁷

Uit de jurisprudentie blijkt dat de rol waarin de moeder vennootschap in (indirecte) doorbraakgevallen wordt aangesproken, verschillend kan zijn. De verweten onrechtmatigheid kan voortvloeien uit gedragingen verricht bij de vervulling van verschillende rollen ten opzichte van de dochter vennootschap. In het *Osby*-, *Keulen/BLG*- en het *Coral/Stalt*-arrest was de onrechtmatigheid bijvoorbeeld gelegen in de gedragingen van de moeder vennootschap als schuldeiser van de dochter maatschappij. In zijn noot bij het arrest *Keulen/BLG* stelt Van der Grinten dat een gewone schuldeiser, die op de hoogte is van de financiële moeilijkheden bij zijn debiteur en vervolgens voldoening ontvangt van een opeisbare vordering, niet snel daarvoor aansprakelijk kan worden gesteld. Uit de besproken arresten blijkt dat dit voor een beheersende rechtspersoon in zijn rol van schuldeiser van de beheerste vennootschap anders kan zijn.⁸⁰⁸ De afhankelijkheidsverhouding bewerkstelligt voor de moeder vennootschap een zorgplicht jegens haar medecrediteuren. Die zorgvuldigheidsplicht wordt gerechtvaardigd door de (financiële) informatievoorsprong van de moeder vennootschap op de medecrediteuren.⁸⁰⁹ De afhankelijkheidsverhouding waarmee de concernrelatie gepaard kan gaan, heeft niet enkel gevolgen voor de moeder vennootschap in haar rol van crediteur maar eveneens voor haar gedragin-

⁸⁰⁷ Zie voor een bespreking van de doorbraak-jurisprudentie aan de hand van een onderverdeling van de moeder vennootschap naar gelang de rol die deze vervult onder meer Schoonbrood-Wessels 1993, p. 896 e.v.

⁸⁰⁸ Van der Grinten in zijn noot bij HR 9 mei 1986, *NJ* 1986/792.

⁸⁰⁹ Schoonbrood-Wessels 1993, p. 906; Lennarts 1999, nr. 162 en de daar aangehaalde literatuur. Men kan zich overigens afvragen of het argument van kennisvoorsprong nog geldt ten aanzien van een gewone schuldeiser, waar Van der Grinten van uitgaat, die: '(...) weet dat het vermogen van de schuldenaar negatief is (...)'. Er wordt immers van uitgegaan dat de 'gewone schuldeiser' bekend is met de financiële problemen. In de literatuur wordt erop gewezen dat ook andere crediteuren die op grond van een bijzondere verhouding met de debiteur over meer gegevens ten aanzien van de financiële positie van die debiteur beschikken dan een gewone crediteur, een verhoogde zorgvuldigheidsplicht hebben. In dit verband kan in de eerste plaats worden gedacht aan banken. Een en ander blijkt reeds uit het *Erba*-arrest, waar bij het ging om de verhouding tussen de financier en de medeschuldeisers. Zie Schoonbrood-Wessels 1993, p. 906 voetnoot 24 en de daar aangehaalde literatuur, Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 39 en Lennarts 1999, nr. 162. Zoals Lennarts stelt, ontbreekt bij de bank de vennootschappelijke machtspositie. Ik ben het echter met Lennarts eens dat desondanks aan de bank een feitelijke machtspositie kan toekomen waardoor deze op gelijke voet komt te staan met de moeder vennootschap. Daarvan zal bijvoorbeeld sprake zijn indien de bank als medebeleidsbepaler kan worden aangemerkt. We hebben echter in het vorige hoofdstuk gezien dat uit de wetsgeschiedenis blijkt dat dit niet te snel mag worden aangenomen. Lennarts 1999, nr. 162. Volgens Schoonbrood-Wessels is het verschil tussen de moeder vennootschap en de bank op dit punt te verklaren vanuit het feit dat de bank, anders dan de moeder vennootschap, de informatie niet aan haar vennootschappelijke positie ontleent maar deze ontvangt op basis van overeenkomst. Zij wijst erop dat de bank ten eigen nutte van de informatie gebruik mag maken. Mij is niet geheel duidelijk wat de auteur met deze laatste opmerking bedoelt. Het lijkt erop dat zij van mening is dat de moeder vennootschap, anders dan de financier, de informatie niet ten eigen nutte zou mogen gebruiken. Uit de jurisprudentie hebben we kunnen afleiden dat de moeder vennootschap onder omstandigheden genoodzaakt is met de belangen van derden rekening te houden.

gen als aandeelhouder van de dochtervennootschap.⁸¹⁰ In dit verband kan worden gewezen op het *Nimox*-arrest.⁸¹¹ De basis voor aansprakelijkheid was in deze zaak gelegen in gedragingen van de moedervennootschap in haar rol van zowel crediteur, door het cederen van de vordering, als van aandeelhouder van de dochtermaatschappij. Voor wat betreft de gedragingen van Nimox in haar rol van aandeelhouder van Auditrade was de onrechtmatigheid gelegen in het genomen dividendbesluit. De Hoge Raad legde in zijn oordeel omtrent de onrechtmatigheid van het dividendbesluit de nadruk op de rol van Nimox als enig aandeelhouder.⁸¹² De Hoge Raad overwoog dat zelfs indien het besluit niet een aan Auditrade toe te rekenen onrechtmatige daad zou zijn geweest, hetgeen volgens het hof en de rechtbank wel het geval was, dat niet uitsluit dat het tot stand brengen van dat besluit door de enig aandeelhouder onrechtmatig is jegens de crediteuren van de vennootschap.⁸¹³ Uit dit arrest blijkt wederom dat op de moedervennootschap jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij een zorgplicht rust. In dit geval ging het om de zorgplicht van de moedervennootschap in haar rol van aandeelhouder van de dochtervennootschap.

Tegen de achtergrond van de in dit onderzoek centraal staande problematiek dient bijzondere aandacht te worden besteed aan de jurisprudentie waarin tot een onrechtmatige daad van de moedervennootschap wordt geconcludeerd wegens het laten voortduren van de financiële moeilijkheden bij de dochtervennootschap. In het vorige hoofdstuk werd nagegaan in hoeverre bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap gehouden zijn om op enig moment prioriteit te geven aan de belangen van de crediteuren. In dit hoofdstuk wordt onderzocht in hoeverre voor de aandeelhouder in concernverhoudingen een vergelijkbare gehoudenheid bestaat jegens de crediteuren van een dochtervennootschap. De vraag kan worden gesteld of de besproken arresten tot de conclusie leiden dat een moedervennootschap die op de hoogte is van de mogelijke slechte afloop bij de dochtermaatschappij jegens de crediteuren gehouden is deze te liquideren dan wel maatregelen te nemen teneinde het tij te keren? In de literatuur wordt hier verschillend over gedacht.⁸¹⁴ Het enkele feit dat de moeder volledig aandeelhouder in de dochtervennootschap is, brengt niet zonder meer met zich dat deze gehouden is

⁸¹⁰ Maeijer in zijn noot bij het arrest van de HR 8 november 1991, *NJ* 1992/174 (*Nimox*).

⁸¹¹ HR 8 november 1991, *NJ* 1992/174.

⁸¹² Maeijer in zijn noot bij dit arrest onder nr. 1.

⁸¹³ R.o. 3.3.3 van de Hoge Raad. Zie hierover Maeijer in zijn noot bij dit arrest onder nr. 1. Maeijer wijst er overigens op dat dit arrest niet enkel belang heeft in groepsverhoudingen maar dat het element van het optreden van Nimox als enig aandeelhouder, waaraan de Hoge Raad betekenis toekent, eveneens relevant kan zijn wanneer weliswaar sprake is van een enig aandeelhouder maar het groepsverband onderbreekt. Zie ook Boschma 1996, p. 301 en Boschma 1997, nr. 102; Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 40 voetnoot 10 die van mening is dat de *Nimox*-norm voor iedere aandeelhouder geldt zonder daarbij een verschil te maken tussen grote en kleine aandeelhouders. Volgens Lennarts heeft het arrest niet enkel betekenis voor de enig aandeelhouder maar ook voor de moedervennootschap die niet over alle aandelen beschikt. Zie Lennarts 1999, nr. 155.

⁸¹⁴ Zie in bevestigende zin Timmerman 1990, p. 16; zie hierover A-G Mok in zijn conclusie bij het *Coral/Stalt*-arrest HR 12 juni 1998, *NJ* 1998/727 onder nr. 3.3.5.3. Ontkennend Schoonbrood-Wessels 1996 I, p. 2-7; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 624 en Van der Grinten in zijn noot bij het *Albada Jelgersma II*-arrest onder nr. 1.

maatregelen te nemen wanneer zij op de hoogte raakt van de (dreigende) financiële storm boven het hoofd van de dochtervennootschap.⁸¹⁵ Uit de besproken arresten van de Hoge Raad blijkt dat voor het aannemen van een dergelijke plicht bijkomende omstandigheden nodig zijn. In de genoemde arresten was sprake van intensieve bemoeienis van de moedervennootschap met de gang van zaken bij de dochteronderneming. In het *Hurks II*-arrest stelde de Hoge Raad expliciet dat het hof niet had geoordeeld dat een moedervennootschap die op de hoogte raakt van de deplorabele financiële positie van haar dochter, verplicht is zich intensief met het beleid van die dochter te bemoeien. De door het hof en de Hoge Raad aangenomen verplichting werd daarentegen gefundeerd op de tussen moeder en dochter bestaande concernstructuur en de wijze waarop daaraan door deze vennootschappen feitelijk gestalte was gegeven. Tegen deze achtergrond dringt de vraag zich op naar de rol van de moedervennootschap die aan de aansprakelijkstelling ten grondslag ligt. Betreft het hier, zoals bij de toepassing van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW, een aansprakelijkheid van de moedervennootschap als quasi-bestuurder/medebeleidsbepaler of vloeit de aansprakelijkheid voort uit haar gedragingen als (groot-)aandeelhouder? Volgens Lennarts moet de basis voor aansprakelijkheid van de moedervennootschap gevonden worden in het feit dat deze optreedt als feitelijk bestuurder. De zorgplicht vloeit voort uit het gedrag van de moedervennootschap als quasi-bestuurder van de dochter.⁸¹⁶ Alleen in dat geval kan volgens Lennarts worden gerechtvaardigd dat op de moedervennootschap een zorgplicht komt te rusten die onder normale omstandigheden enkel geldt voor het formele bestuur. De zorgplicht van de moedervennootschap wordt daarmee aangemerkt als een afgeleide van de op de bestuurders rustende zorgplicht. Uit de bespreking van de ontwikkelingen in de jurisprudentie blijkt dat de intensieve bemoeienis van de moedervennootschap kan leiden tot een vermoeden van wetenschap. Het is die intensieve bemoeienis en de daaruit voortvloeiende wetenschap die de zorgplicht tot stand brengt. De eis dat de moedervennootschap voor doorbraak van aansprakelijkheid als quasi-bestuurder dient te kwalificeren, is mijns inziens een te strenge maatstaf. Illustratief is in dit verband de uitspraak in de zaak *Hurks II*. In dit arrest werd de zorgplicht geënt op de bestaande concernrelatie en op de wijze waarop daaraan feitelijk uitvoering werd gegeven. Anders dan de term ‘feitelijk bestuurderschap’ doet vermoeden, werd het bestuur van de dochter niet volledig terzijde gesteld. Integendeel, de dochtervennootschap werkte zelfstandig en was vrij in de dagelijkse bedrijfsvoering. Dit laatste behoeft volgens de Hoge Raad er niet aan in de weg te staan dat de moedermaatschappij zich had moeten laten informeren over de financiële toestand bij haar dochter. De grondslag voor de zorgplicht was meer in het bijzonder gelegen in de financiële verwevenheid binnen het concern. Het is een logisch gevolg van de inmenging van de moeder in het financiële beleid bij de dochter, dat deze gehouden wordt zich op de hoogte te stellen van de financiële situatie. Dit brengt echter niet met zich dat de moedervennootschap reeds kan worden aangemerkt als feitelijk bestuurder van de dochter althans niet wanneer daarmee bedoeld worden op een even vergaande bemoeienis met het beleid van de dochter-

⁸¹⁵ Enigszins anders naar aanleiding van het *Hurks II*-arrest Raaijmakers 2003, p. 110.

⁸¹⁶ Lennarts 1999, nr. 136.

vennootschap als vereist is voor een procedure op grond van kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van de derde misbruikwet.⁸¹⁷ De zeggenschap en intensieve bemoeienis die vereist zijn in het kader van een onrechtmatige daadsprocedure, dienen te worden onderscheiden van het feitelijk of quasi-bestuurderschap in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW. De zorgplicht is een eigen verplichting van de moedervernootschap als aandeelhouder van de dochter, die voortvloeit uit de bijzondere verhouding waarin deze tot de dochtervennootschap *kan* staan. Het gaat daarbij wel om een aandeelhouder die zich met bepaalde aspecten van het beleid heeft bemoeid die volgens de scheiding van bevoegdheden tussen vennootschapsorganen op het bestuursterrein gelegen zijn, zoals het financiële beleid van de vennootschap. Hierbij dient te worden benadrukt dat die bijzondere verhouding mogelijk is maar niet noodzakelijkerwijs aanwezig hoeft te zijn. Het ligt in lijn met het *Hurks II*-arrest om de zorgplicht, die mijns inziens op de aandeelhouder kan rusten, te laten afhangen van de wijze waarop aan de concernstructuur en derhalve aan het grootaandeelhouderschap uitvoering is gegeven. In dit verband is de redenering van Roelvink,⁸¹⁸ waarnaar ook door Lennarts⁸¹⁹ wordt verwezen, interessant. In verband met de mogelijkheid van aansprakelijkstelling van de aandeelhouder die '(...) willens en wetens toelaat, dat 'zijn' financieel zwakke vennootschap nieuwe verbintenissen aangaat, welke zij door gebrek aan middelen niet zal kunnen nakomen (...)', een situatie die door Roelvink wordt aangemerkt als de zogenaamde 'bodemloze put', merkt hij het volgende op:

'Het hangt (...) van de feitelijke verhoudingen af, of aan de aandeelhouder dergelijke verwijten kunnen worden gemaakt. Naarmate de distantie tussen de aandeelhouder en het management groter is, zal de gedragslijn van de aandeelhouder verschoonbaarder zijn. De aandeelhouder, die louter belegger is en de leiding geheel aan een onafhankelijke directie overlaat, mag niet worden geacht, de zaken op de voet te volgen'.

Ik ben het met Roelvink eens dat een aandeelhouder niet steeds over de vereiste wetenschap beschikt en derhalve gehouden is de belangen van crediteuren van de dochter in aanmerking te nemen. Lennarts stelt zich naar aanleiding van de visie van Roelvink de vraag of op een aandeelhouder die dergelijke wetenschap wel bezit, een zorgplicht jegens de crediteuren rust.⁸²⁰ In het Tijdschrift voor Ondernemingsrecht heeft zich in dit verband een discussie ontsponnen tussen Van Anel en Kortmann over de aansprakelijkheid voor nalaten in het ondernemingsrecht.⁸²¹ Van Anel boog zich onder meer over de vraag in hoeverre een moedervernootschap aansprakelijk is voor schade ontstaan ten gevolge van het sluiten van een overeenkomst waarbij de moedervernootschap heeft nagelaten in te grijpen om het ontstaan van die schade te voorkomen. Van Anel brengt de aansprakelijkheid voor nalaten in het ondernemingsrecht in verband met de algemene regels voor nalaten in het civiele aansprakelijkheidsrecht. In navolging van Van Dam maakt hij een on-

⁸¹⁷ Vergelijk Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 45.

⁸¹⁸ Roelvink 1977, p. 154.

⁸¹⁹ Lennarts 1999, nr. 136.

⁸²⁰ Lennarts 1999, nr. 136.

⁸²¹ Van Anel 2006 I, p. 50-55 en diens naschrift p. 388-390; Kortmann 2006, p. 384-388.

derscheid tussen aansprakelijkheid voor zuiver en voor gewoon nalaten.⁸²² Van Andel stelt zich op het standpunt dat de enkele aandeelhoudersband onvoldoende is voor het aannemen van een bijzondere zorgplicht van de aandeelhouder jegens de benadeelde derde.⁸²³ Voor het aannemen van een dergelijke zorgplicht zijn volgens hem bijkomende omstandigheden zoals intensieve en indringende bemoeienis met het beleid van de vennootschap vereist. Kortmann is het daarmee eens maar betoogt dat ook bij gebreke van een bijzondere zorgplicht, nalaten tot aansprakelijkheid kan leiden. In zijn visie kan een moedervennootschap eveneens aansprakelijk worden gesteld indien deze over voldoende bewustzijn beschikt ten aanzien van het specifieke gevaar, ook zonder dat deze zich intensief bezighoudt met het beleid van de vennootschap. Ter illustratie van zijn standpunt verwijst hij naar het *Hurks II*-arrest. Volgens Kortmann was in het *Hurks II*-arrest geen sprake van intensieve en indringende bemoeienis van de aandeelhouder met het beleid van de vennootschap waardoor een bijzondere zorgplicht ontbrak. Desalniettemin was naar zijn oordeel in casu de aansprakelijkheid van de aandeelhouder gerechtvaardigd omdat deze, ondanks het gebrek aan de indringende bemoeienis, verplicht was in te grijpen nu hij zich bewust moet zijn geweest van de bestaande noodzaak tot ingrijpen. Ik heb in het voorgaande deze uitspraak geïnterpreteerd als een door de Hoge Raad nader gegeven invulling van het criterium 'intensieve en indringende bemoeienis' in die zin dat daarvan eveneens sprake is in geval van financiële verwevenheid binnen de groep. Kortmann gaat mijns inziens voorbij aan het feit dat voor aansprakelijkheid vereist is dat juist van de desbetreffende aandeelhouder mocht worden verwacht dat deze zou ingrijpen en dat deze tevens over de mogelijkheid dient te beschikken om daadwerkelijk in te grijpen. Die mogelijkheid wordt in concernverhoudingen geacht aanwezig te zijn. De Hoge Raad was in het *Hurks II*-arrest van oordeel dat een moedervennootschap die alle aandelen houdt, over de feitelijke macht beschikt om de naleving van aan de dochtervennootschap gegeven richtlijnen af te dwingen.⁸²⁴ Naarmate de moedervennootschap zich meer met het beleid en de gang van zaken bij de dochtervennootschap bemoeit, mag des te sneller van deze worden verwacht te zullen ingrijpen. De zorgplicht wordt met andere woorden gebaseerd op de intensieve en indringende bemoeienis met het beleid van de dochter.⁸²⁵ Het leerstuk inzake de aansprakelijkheid wegens het nalaten om in te grijpen in concernverhoudingen wordt mijns inziens overigens onnodig bemoeilijkt door hierop de algemene regels voor nalaten in het civiele aansprakelijkheidsrecht los te laten.⁸²⁶ Het gevaar bestaat dat het gebruik van verschillende kwalificatiesystemen, waarmee dit gepaard gaat, verzandt in een Babylonische spraakverwarring. De woordeentwist tussen Van Andel en Kortmann in het Tijdschrift voor Ondernemingsrecht

⁸²² Ik laat dit onderscheid verder achterwege nu ik van menig ben dat dit een en ander nodeloos compliceert. Dat dit onderscheid een complicerende factor vormt, blijkt uit het naschrift van Van Andel waarin deze aangeeft dat Kortmann uitgaat van een verkeerde lezing van zijn bijdrage. Zie Van Andel 2006 II, p. 388 e.v. Zie over zuiver nalaten eveneens Bartman & Dorresteyn 2006, p. 243.

⁸²³ Van Andel 2006 I, p. 53 e.v.

⁸²⁴ HR 21 december 2001, *NJ* 2005/96 (m.nt. Kortmann) r.o. 5.3.8.3.

⁸²⁵ Zie in dit verband Van Andel 2006 II, p. 50-55.

⁸²⁶ In die zin Kortmann 2006, p. 386.

vorig jaar getuigt hiervan. De weg die in dit verband dient te worden bewandeld, vindt haar startpunt mijns inziens in de wijze waarop door de aandeelhouder aan zijn aandeelhouderschap en de daarbij behorende feitelijke macht invulling wordt gegeven. Houdt de aandeelhouder zich intensief bezig met het beleid bij de dochtervennootschap, dan is die zorgplicht inderdaad gegeven en wordt de vereiste wetenschap verondersteld. Met Roelvink ben ik van mening dat de rol die de aandeelhouder speelt, bepalend is voor de mate van zelfstandigheid van de dochtervennootschap.⁸²⁷ Uit het *Hurks II*-arrest blijkt echter dat, wanneer een moedervennootschap zich intensief bezighoudt met het financiële beleid binnen de dochter in die zin dat sprake is van financiële verwevenheid, de vereiste intensieve bemoeienis aanwezig is en de zorgplicht vervolgens kan worden geactiveerd.⁸²⁸ Dit neemt niet weg dat het formele bestuur van de dochtervennootschap voor het overige zelfstandig functioneert en er derhalve geen sprake is van feitelijk bestuur door de grootaandeelhouder over de gehele beleidslijn.

4.4. *Het omslagpunt*

Bij de bespreking van de aansprakelijkheid van de bestuurder op grond van onrechtmatige daad dient, zo bleek in het vorige hoofdstuk, op enig moment een omslagpunt te worden vastgesteld waarop de voor aansprakelijkheid vereiste wetenschap aanwezig was dan wel geacht kon worden aanwezig te zijn geweest. Aangezien bij de doorbraak van aansprakelijkheid in concernverhoudingen eveneens enige vorm van wetenschap van de moedervennootschap vereist is, dient ook hier een dergelijk omslagpunt te worden gemarkeerd.

Voor wat betreft de inhoud van de vereiste wetenschap van benadeling van crediteuren bij de moedervennootschap, zijn in de jurisprudentie twee verschillende wetenschapsvormen te ontwaren. In de arresten inzake *Oshy* en *Albada Jelgersma* gebruikt de Hoge Raad eenzelfde wetenschapsvereiste door bepalend te achten of de moedervennootschap 'wist' dan wel 'voorzag of behoorde te voorzien' dat schuldeisers zouden worden benadeeld. Een vergelijkbare terminologie treffen we aan in het *Hurks II*-arrest waarin het hof uitging van '(...) behoren te onderkennen en te beseffen dat de dochter geen of onvoldoende verhaal bood aan haar schuldeisers (...)', een formulering die de Hoge Raad niet onbegrijpelijk acht. In het *Keulen/*

⁸²⁷ Roelvink 1977, p. 175.

⁸²⁸ Zoals ik reeds aangaf kan uit het arrest worden afgeleid dat die intensieve bemoeienis niet een vereiste is voor aansprakelijkheid. Zie onder meer Bartman in zijn noot onder het arrest in de *JOR* onder nr. 6. Mijns inziens wordt in de uitspraak echter een nadere concretisering gegeven van dit vereiste. In dit verband kan worden gewezen op het arrest van het Hof Leeuwarden van 19 januari 2005, *JOR* 2005/138 waarin het hof oordeelde dat: 'Hoewel deze vorm van financiering [het ging in casu om een zogenaamd paraplu krediet; M.O.] op zichzelf geen reden is voor vereenzelviging van [de moedervennootschap; M.O.] met Mous <Aqua-cultuur> [de dochter; M.O.] kan hieruit in de gegeven omstandigheden wel een intensieve bemoeienis worden afgeleid'. Uit de financiële verwevenheid wordt door het hof kennelijk een intensieve bemoeienis afgeleid. De moedervennootschap bemoeide zich intensief met de gang van zaken bij de dochter en heeft volgens het hof de hand gehad in de beëindiging van de bedrijfsactiviteiten bij de dochter, hetgeen een grond oplevert voor aansprakelijkstelling. Naast de moedervennootschap werd eveneens de statutair bestuurder aansprakelijk gesteld.

BLG-arrest gaat de Hoge Raad daarentegen uit van een andere vorm van wetenschap. De Hoge Raad achtte in casu beslissend of BLG toen deze zich terugtrok uit de Stichting '(...) ernstig met de mogelijkheid van een tekort rekening had moeten houden (...)'. Een vergelijkbare wetenschapsvorm kwam naar voren in het *Nimox*-arrest. Hoewel de ondergang van Auditrade niet vaststond, had het enkele feit dat het voortbestaan van deze vennootschap onzeker was en de daarmee gepaard gaande kans van benadeling van de crediteuren, Nimox van het nemen van het dividendbesluit dienen te weerhouden. Het hof heeft volgens de Hoge Raad niet onbegrijpelijk geoordeeld door aan te nemen dat de positieve verwachtingen van Nimox omtrent de toekomst van Auditrade slechts prognoses waren en niet konden rechtvaardigen dat Nimox als enig aandeelhouder hierop een voorschot nam waarbij het risico op de crediteuren werd afgewenteld.⁸²⁹ Hoge Raad en hof sluiten hiermee aan bij het wetenschapsvereiste uit *Keulen/BLG*.⁸³⁰ Dat wetenschapsvereiste zal sneller tot aansprakelijkheid leiden aangezien slechts vereist is dat de moedervennootschap 'ernstig rekening moet houden met' de mogelijke benadeling van crediteuren. Daarvan zal eerder sprake zijn dan wanneer geëist wordt dat de moedervennootschap wist of behoorde te weten dat de crediteuren onvoldaan zouden blijven. In de literatuur wordt verdedigd dat het wetenschapsvereiste uit *Keulen/BLG* en *Nimox* niet strekt ter vervanging van de eerdere wetenschapsvorm zoals ontwikkeld in het *Osby*-arrest.⁸³¹ Schoonbrood-Wessels⁸³² maakt ten aanzien van de bij de moedervennootschap vereiste wetenschap een onderscheid tussen twee verschillende voorwaarden waaraan voldaan moet zijn, te weten de objectieve voorzienbaarheid enerzijds en de subjectieve voorzienbaarheid anderzijds. Met de term objectieve voorzienbaarheid wordt bedoeld op de voorwaarde dat ten tijde van de gewraakte gedragingen voor de moedervennootschap objectief dient te hebben vastgestaan dat crediteuren zouden worden benadeeld. De subjectieve voorzienbaarheid omvat daarentegen de voorwaarde dat ook voor de moedervennootschap ten tijde van haar handelen duidelijk moet zijn geweest dat crediteuren zouden worden benadeeld. Het gaat daarbij met name om de vraag of de moedervennootschap, gezien de haar kenbare informatie of de informatie waarover zij had behoren te beschikken, op de hoogte was van de mogelijke benadeling. Uit het *Osby*-arrest wordt in verband met dit tweede vereiste afgeleid dat ten aanzien van een moedervennootschap die zeggenschap heeft over en inzicht heeft in het beleid bij de dochter, eerder mag worden aangenomen dat deze op de hoogte behoort te zijn van de mogelijke benadeling. Met andere woorden de subjectieve voorzienbaarheid zal eerder aanwezig zijn.⁸³³ Het naast elkaar bestaan van deze twee verschillende we-

⁸²⁹ Zie Schoonbrood-Wessels 1993, p. 914.

⁸³⁰ Schoonbrood-Wessels 1993, p. 914 e.v.; Lennarts 1999, nr. 155 en p. 227 nr. 166; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 625.

⁸³¹ Schoonbrood-Wessels 1993, p. 915.

⁸³² Schoonbrood-Wessels 1993, p. 900 e.v.

⁸³³ Lennarts 1999, nr. 166 onder verwijzing naar Schoonbrood-Wessels 1993, p. 900 e.v. In het verleden werd naar aanleiding van het *Osby*-arrest gediscussieerd over de invloed van de intensieve bemoeienis van de moedervennootschap met het beleid van de dochter op de wetenschap van de moeder ten aanzien van de benadeling van crediteuren. Volgens Maeijer betreft het de feitelijke zeggenschap van de moedervennootschap over de dochter. Hij is van mening dat bij inzicht en zeggenschap over het beleid van de dochter de wetenschap weliswaar mo-

tenschapsvormen, te weten het *ernstig moeten rekening houden met* enerzijds en het *weten of behoren te weten* anderzijds, wordt in de literatuur verklaard door erop te wijzen dat het verschil zit in de objectieve voorzienbaarheid. De Hoge Raad stelt, zo blijkt uit de arresten *Keulen/BLG* en *Nimox*, minder strenge eisen aan de objectieve voorzienbaarheid indien de moedervernootschap door de gewraakte gedragingen haar eigen risico heeft verminderd ten koste van de crediteuren.⁸³⁴ Daarvan was in de twee laatstgenoemde arresten sprake, dit in tegenstelling tot het *Osby*-arrest waarin de moedervernootschap na het verkrijgen van de zekerheden aan de dochter extra krediet had verstrekt waardoor haar overlevingskansen werden vergroot.⁸³⁵ Het voorgaande brengt met zich dat vanaf het moment waarop ernstig rekening dient te worden gehouden met mogelijke benadeling van crediteuren van de dochter, de moedervernootschap in ieder geval voorzichtig moet zijn met transacties waardoor haar eigen risico vermindert en dit wordt afgewenteld op de crediteuren.⁸³⁶ Het niet ingrijpen door de moedervernootschap wanneer de dochter in financiële problemen verkeert, wordt daarentegen eerst op een later moment onrechtmatig, namelijk wanneer de moedervernootschap wist of behoort te weten dat de crediteuren zouden worden benadeeld. De moedervernootschap hoeft in beginsel nog niet in te grijpen op het moment dat zij ernstig rekening diende te houden met de mogelijkheid van benadeling van nieuwe crediteuren.⁸³⁷ Laatstgenoemde

gelijk is maar dat deze daarmee nog niet per se gegeven is. Zie in dit verband over de feitelijke zeggenschap Maeijer in zijn noot bij het *Osby*-arrest onder nr. 2. Zie verder Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 624; anders Bartman 1989, p. 89 e.v. Volgens Bartman doelde de Hoge Raad in het *Osby*-arrest niet op feitelijk inzicht en zeggenschap maar op mogelijk inzicht en zeggenschap dat uit de concernverhouding kan voortvloeien. Dit bewerkstelligt volgens hem een onweerlegbaar vermoeden van wetenschap van benadeling. Zie met betrekking tot de discussie tussen Maeijer en Bartman, Schoonbrood-Wessels 1993, p. 898 e.v.; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 242. Een andere opvatting treffen we aan bij Lennarts 1999, nr. 166 die van mening is dat de Hoge Raad in dit arrest niet overweegt dat de aanwezigheid van wetenschap bij de moedervernootschap wordt vermoed. Volgens haar kan uit de overweging van de Hoge Raad hooguit worden afgeleid dat bij zeer grote invloed van de moeder op de dochter, de moeder behoort te weten dat schuldeisers worden benadeeld. Bij de bespreking van het *Coral/Stalt*-arrest in paragraaf 4.3.2 van dit hoofdstuk hebben we gezien dat de intensieve bemoeienis van de moeder met het beleid van de dochter met zich brengt dat de moeder geacht wordt over dezelfde gegevens te beschikken als de dochter en derhalve op gelijke wijze in staat is te beoordelen of al dan niet ernstig rekening diende te worden gehouden met de mogelijkheid dat crediteuren van de dochter onvoldaan zouden blijven. In het *Hurks II*-arrest werd de wetenschap eveneens aangenomen op grond van de wijze waarop aan de concernstructuur gestalte was gegeven. Zie Bartman in zijn noot bij dit arrest HR 21 december 2001, *JOR* 2002/38.

⁸³⁴ Deze verklaring is afkomstig van Schoonbrood-Wessels 1993, p. 900 e.v. Lennarts wijst erop dat deze uitleg inmiddels steun heeft gekregen in de literatuur en als heersende leer kan worden beschouwd. Zie Lennarts 1999, nr. 166.

⁸³⁵ Schoonbrood-Wessels 1993, p. 915; Lennarts 1999, nr. 166. In het *Coral/Stalt*-arrest was eveneens in zekere zin sprake van bevoordeling van de moedervernootschap ten koste van de crediteuren. Het ging om een indirecte bevoordeling. De moedervernootschap werd immers verweten te hebben bewerkstelligd dan wel te hebben toegelaten dat vorderingen van tot de groep behorende rechtspersonen, en dus niet haar eigen vordering, ten koste van derde crediteuren werden voldaan.

⁸³⁶ Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 39 e.v.

⁸³⁷ Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 39 e.v.

invulling van het wetenschapsvereiste wordt in de literatuur aangemoedigd omdat een andere opvatting reddingsacties te zeer zou frustreren.⁸³⁸ Hier wordt een parallel getrokken met de aansprakelijkheid van bestuurders van de vennootschap uit onrechtmatige daad op grond van de *Beklamel*-norm.⁸³⁹ Bij de bespreking van de verschillende reorganisatiemethoden in hoofdstuk 3 bleek dat de daar beschreven constructies een samenstel vormen van een aantal complexe transacties waarbij binnen de groepsstructuur wordt geschoven met vermogensbestanddelen. Uit het voorgaande blijkt dat een moedervernootschap bij het opzetten van een dergelijke constructie er tijdig voor dient te waken dat zij haar eigen risico niet vermindert ten koste van de crediteuren van de dochtervernootschappen. Dergelijke transacties dienen te worden vermeden vanaf het moment waarop ernstig rekening dient te worden gehouden met een mogelijke benadeling van de crediteuren van de dochter.

Een ander belangrijk verschil tussen de norm uit het *Osby*- en het *Albada Jelgersma II*-arrest enerzijds en die uit *Keulen/BLG* en *Nimox* anderzijds, is dat de eerste norm, namelijk het weten of behoren te weten dat schuldeiser zullen worden benadeeld, enkel bescherming biedt aan nieuwe crediteuren. De moedervernootschap is immers eerst aansprakelijk vanaf het moment waarop zij wist of had behoren te voorzien dat de crediteuren zouden worden benadeeld.⁸⁴⁰ Echter, door het uitblijven van een waarschuwing betreffende de financiële problemen worden nieuwe verplichtingen aangegaan ten gevolge waarvan ook voor de oude crediteuren de spoeling dunner wordt.⁸⁴¹ Ook hier dringt zich de vergelijking met de *Beklamel*-norm op. Geen bescherming wordt geboden aan niet-contractuele crediteuren, noch aan crediteuren met een vordering (die niet voortvloeit uit een duurovereenkomst) van vóór het omslagpunt.⁸⁴² Uit de norm die van toepassing is op ongeoorloofde vermogensonttrekkingen, zoals we die kennen uit *Keulen/BLG* en *Nimox*,

⁸³⁸ Schoonbrood-Wessels 1993, p. 924 en 1996, p. 5 en Lennarts 1999, nr. 137. Zie ook Van den Ingh in zijn noot bij de uitspraak van de Rechtbank Zutphen van 27 oktober 2004, *JOR* 2005/4 onder nr. 4.

⁸³⁹ Ten aanzien van de formele bestuurder van de vennootschap zag de Hoge Raad evenmin een reden om het wetenschapsvereiste waar het het voortzetten van verliesgevendende activiteiten betreft op te rekken. Zie Schoonbrood-Wessels 1993, p. 925 en 1996, p. 5 en Lennarts 1999, nr. 137. Zie in dit verband eveneens het vorige hoofdstuk.

⁸⁴⁰ Bartman en Dorresteyn wijzen er in dit verband op dat uit het feit dat de Hoge Raad in het *Albada Jelgersma II*-arrest heel algemeen spreekt over leveranciers en niet over nieuwe leveranciers, dient te worden afgeleid dat ook bestaande crediteuren zich op de zorgplicht van de moedervernootschap kunnen beroepen. Bartman-Dorresteyn 2006, p. 245; zie ook Bartman 1989, p. 97. Als ik het goed zie, doelen voornoemde auteurs hier op de zorgplicht van de moedervernootschap die voortvloeit uit de intensieve en indringende bemoeienis. Die zorgplicht geldt inderdaad zowel ten aanzien van oude als nieuwe crediteuren. Volgens de eerste norm wordt die zorgplicht echter eerst geactiveerd op het moment waarop de moedervernootschap wist of behoren te weten dat de crediteuren van de dochter zouden worden benadeeld.

⁸⁴¹ Zie Van den Ingh in zijn noot bij *JOR* 2005/4 onder nr. 5.

⁸⁴² Lennarts 1999, nr. 142.

volgt dat rekening dient te worden gehouden met de belangen van alle schuldeisers.⁸⁴³

Voor de vaststelling van het omslagpunt zijn, zoals reeds in het vorige hoofdstuk bleek, ook hier geen algemene regels te geven en zullen de omstandigheden van het geval bepalend zijn. In de *Hurks*-zaak werd door het hof aan de hand van een '(...) keten van gebeurtenissen, die bij de betrokkenen het inzicht (moeten) doen groeien dat hun handelwijze niet (langer) geoorloofd is',⁸⁴⁴ een zogenaamde peildatum vastgesteld. De Hoge Raad⁸⁴⁵ overweegt ten aanzien van de wijze waarop een dergelijke datum dient te worden vastgesteld het volgende:

'In verband met de ingestelde vordering is onvermijdelijk dat een tijdstip wordt gemarkeerd vanaf wanneer het handelen als onrechtmatig moet worden aangemerkt. Omdat het vaststellen van dit tijdstip tot op zekere hoogte arbitrair is, zal de rechter dan ook, mede nu het verwijt handelen in strijd met de in het maatschappelijk verkeer betamende zorgvuldigheid inhoudt, een datum kiezen die aan de veilige kant is, derhalve onvermijdelijk ten gunste van degene aan wie het verwijt wordt gemaakt'.

Deze overweging biedt de rechter weliswaar geen concrete maatstaf maar wellicht een strohalm om zich aan vast te grijpen bij het vaststellen van de omslag- of peildatum.

4.5. Aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op grond van onrechtmatige daad bij slecht weer

Het bestuur dat de verliesgevende activiteiten van de vennootschap te lang voortzet, kan daarvoor door de crediteuren van die vennootschap aansprakelijk worden gesteld op grond van de *Beklamel*-norm. Onder omstandigheden bestaat voor de aandeelhouder in concernverhoudingen een vergelijkbaar aansprakelijkheidsrisico. Een moeder vennootschap kan om verschillende redenen aansprakelijk worden gesteld wegens de financiële moeilijkheden bij een dochter vennootschap. In het voorgaande werden het wekken van de schijn van kredietwaardigheid van de dochter vennootschap, het doen van ongeoorloofde vermogensonttrekkingen en het voortzetten van verliesgevende activiteiten van de dochter vennootschap als mogelijke gronden voor (indirecte) doorbraak van aansprakelijkheid aangemerkt. Het concernverband en het louter voeren van de centrale leiding leidt in beginsel niet tot aansprakelijkheid van de moeder vennootschap wanneer deze, zonder in te grijpen, toeziet dat door het bestuur van de dochter cruciale fouten worden gemaakt.⁸⁴⁶ Voor aansprakelijkheid van de moeder vennootschap op grond van onrechtmatige daad is vereist dat deze inzicht heeft in en zeggenschap heeft over het beleid van de

⁸⁴³ Zie hierover onder meer Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 42; Lennarts 1999, nr. 142; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 625. Zie in verband met de onrechtmatigheid van de eigendomsoverdracht tot zekerheid jegens bestaande crediteuren Schoonbrood-Wessels 1993, p. 897-898.

⁸⁴⁴ Dit blijkt uit r.o. 4.2.5 van de Hoge Raad.

⁸⁴⁵ R.o. 4.2.5 van de Hoge Raad.

⁸⁴⁶ Schoonbrood-Wessels 1996 I, p. 5 die, onder verwijzing naar het *Ogem*-arrest van HR 10 januari 1990, NJ 1990/446, erop wijst dat de moeder vennootschap in dat geval aansprakelijkheid tegenover de eigen aandeelhouders riskeert.

dochteronderneming, wist of behoorde te weten dat crediteuren onvoldaan zouden blijven en onvoldoende heeft gedaan teneinde de benadeling van crediteuren te voorkomen. Van inzicht in en zeggenschap over het beleid van de dochtervennootschap is sprake wanneer de moedervennootschap zich intensief en indringend heeft bemoeid met de gang van zaken bij die dochter. Een dergelijke bemoeienis kan worden afgeleid uit de nauwe verwevenheid binnen het concern en de wijze waarop aan de concernverhouding gestalte is gegeven. Van bijzonder belang in het kader van de in dit onderzoek centraal staande problematiek is de aansprakelijkheid van de moedervennootschap wegens het voortzetten van de verliesgevende activiteiten bij een dochteronderneming. Een moeder die de aandelen van een dochtervennootschap volledig in handen heeft en op de hoogte is van de financiële moeilijkheden waarmee die dochtervennootschap wordt geconfronteerd, is niet zonder meer gehouden in te grijpen teneinde de benadeling van de crediteuren van die dochtervennootschap te voorkomen. Het bestaan van een dergelijke zorgplicht jegens de crediteuren van de dochtervennootschap is afhankelijk van de concernstructuur en de wijze waarop daaraan feitelijk gestalte is gegeven. Wanneer van een dergelijke zorgplicht sprake is, dient de moedervennootschap met de belangen van de crediteuren van de dochtermaatschappijen rekening te houden wanneer zij wist of behoort te weten dat de crediteuren zouden worden benadeeld. Uit de jurisprudentie blijkt dat een moedervennootschap op verschillende wijze aan de op haar rustende zorgplicht kan voldoen. Het opstellen van een reorganisatieplan hoort daarbij tot de mogelijkheden. Het feit dat een dergelijk plan niet tot het verwachte resultaat leidt, hoeft overigens niet tot de conclusie te leiden dat de moedervennootschap zonder meer haar zorgplicht heeft verzuimd. Bij het opzetten van een reddingsoperatie zoals een sterfhuis- of een ziekenhuisconstructie dient de moedervennootschap wel voldoende oog te hebben voor de belangen van de crediteuren van de dochtermaatschappijen in die zin dat zij ervoor dient te waken dat zij niet ten koste van die crediteuren haar eigen risico vermindert. Ik heb er reeds op gewezen dat een moedervennootschap zich van dergelijke transacties dient te weerhouden op een moment waarop ernstig rekening moet worden gehouden met een mogelijke benadeling van crediteuren van de dochter.

5. Bevindingen: de aansprakelijkheid van de moedermaatschappij in concernverhoudingen voor slechtweer bij een dochtervennootschap

In dit hoofdstuk stond de aansprakelijkheid van de moedervennootschap jegens crediteuren van de dochter centraal. Een van de mogelijkheden om de moedervennootschap aansprakelijk te stellen voor de financiële moeilijkheden binnen de dochteronderneming is via de weg van Artikel 2:138/248 BW door de moedervennootschap aan te merken als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van dat artikel. Een dergelijke vordering kan enkel worden ingesteld door de curator van de dochtervennootschap nadat deze in staat van faillissement is komen te verkeren. Daarnaast is voor het slagen van de vordering vereist dat sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur bij de dochtervennootschap en dat de moedervennootschap als quasi-bestuurder heeft opgetreden, hetgeen een nagenoeg feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur van de dochtervennootschap impliceert. We hebben

gezien dat met name dit laatste vereiste bewijsproblemen oplevert. Ik heb betoogd dat een moeder vennootschap eerder aansprakelijk moet kunnen worden gesteld voor de financiële problemen bij de dochter vennootschap. Ook zonder dat de moeder vennootschap als feitelijk bestuurder van de dochter in de zin van lid 7 van Artikel 2:138/248 BW kan worden aangemerkt, kan reeds sprake zijn van een afhankelijkheidsverhouding die onder omstandigheden aansprakelijkheid van de moeder vennootschap rechtvaardigt. De mogelijkheid daartoe kan gevonden worden in de doorbraak van aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad.

Een moeder vennootschap kan om verschillende redenen uit hoofde van een onrechtmatige daad aansprakelijk worden gesteld voor het ontstaan dan wel het laten voortduren van de financiële storm bij de dochter maatschappij. In de eerste plaats kan worden gewezen op een aantal handelingen dat de financiële problemen bij de dochter maatschappij in de hand heeft gewerkt. Door het verstrekken van krediet aan de dochter maatschappij in ruil voor het verkrijgen van alle activa van die dochter in zekerheid, kan door de moeder vennootschap een valse schijn van kredietwaardigheid zijn gewekt jegens de crediteuren van die dochter maatschappij. Op die manier wordt de dochter door de moeder vennootschap kunstmatig in leven gehouden ten koste van de crediteuren. Daarnaast is het mogelijk dat de moeder vennootschap vermogen aan de dochter maatschappij onttrekt. Een moeder vennootschap heeft in beginsel als aandeelhouder van de dochter vennootschap de mogelijkheid om binnen de door de wet gestelde grenzen, bijvoorbeeld door het nemen van een dividendbesluit, aan de dochter vennootschap tot op zekere hoogte vermogen te onttrekken. Het concernverband en de wijze waarop daaraan gestalte is gegeven, kan echter niet alleen invloed hebben op de handelingen van de moeder vennootschap als crediteur maar ook als aandeelhouder. De zorgplicht brengt met zich dat de moeder vennootschap bij het uitoefenen van haar aandeelhoudersrechten onder omstandigheden niet louter haar eigen belang mag laten prevaleren maar eveneens oog moet hebben voor de crediteuren van de dochter vennootschap. De scheidslijn tussen geoorloofde en ongeoorloofde vermogensonttrekkingen is erg dun. Geconstateerd werd dat het een moeder vennootschap niet steeds vrij staat zich financieel uit de dochter vennootschap terug te trekken, al dan niet onder terugbetaling van haar uit die kredietverstrekking voortvloeiende vordering. Daarnaast kan worden gewezen op onrechtmatig handelen van de moeder vennootschap wanneer de financiële problemen bij de dochter reeds een feit zijn. Een moeder vennootschap kan aansprakelijk worden gesteld wanneer zij de activiteiten van een verliesgevende dochter te lang voortzet ten gevolge waarvan de schade voor crediteuren oploopt. Uit het *Coral/Stalt*-arrest bleek dat ook het louter toestaan van benadelende handelingen onder omstandigheden tot aansprakelijkheid kan leiden. Het gevaar voor aansprakelijkheid komt in het vizier wanneer sprake is van een sterke verwevenheid binnen het concern. De moeder vennootschap is in dat geval gehouden zich de belangen van de crediteuren aan te trekken vanaf het moment waarop zij wist of behoorde te weten dat deze zouden worden benadeeld. De moeder vennootschap kan aan de op haar rustende zorgplicht jegens de crediteuren voldoen door deze tijdig te waarschuwen of door te voorkomen dat de dochter vennootschap nieuwe verplichtingen aangaat, denkbaar is dat bijvoorbeeld de activiteiten worden stopgezet. De moeder vennootschap kan ook zelf instaan voor de voldoening van de ver-

plichtingen van de dochtervennootschap. Het achterstellen van een verstrekte (of te verstrekken) lening en het opstellen van een reorganisatieplan eventueel gepaard gaande met een herfinanciering van de dochtermaatschappij kan onder omstandigheden eveneens uitkomst bieden. Naarmate de verwevenheid binnen het concern sterker is, zal die wetenschap eerder kunnen worden aangenomen. Afhankelijk van de wijze waarop aan het concernverband invulling is gegeven, kan derhalve voor een moedervennootschap jegens de crediteuren van een dochteronderneming de verplichting bestaan om tijdig reorganisatiemaatregelen te nemen dan wel de activiteiten stop te zetten.⁸⁴⁷

Anders dan de aansprakelijkheid van de medebeleidsbepaler op grond van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW, vloeit de aansprakelijkheid bij de hier bedoelde doorbraak voort uit de schending van een eigen zorgplicht van de moedervennootschap. Het enkele feit dat een moedervennootschap aan het hoofd staat van een concern en in dier voege de centrale leiding voert, brengt in beginsel nog geen verplichtingen jegens de crediteuren van de dochtervennootschap met zich mee. Dat wordt echter anders wanneer de moedervennootschap zich indringend bezighoudt met het beleid en de gang van zaken bij de dochtervennootschap. Uit het arrest *Hurks II* blijkt dat een vergaande mate van financiële verwevenheid een dergelijk zorgplicht tot stand kan brengen. De zorgplicht ontstaat derhalve wel doordat de moeder zich bezighoudt met de gang van zaken binnen de dochter maar van quasi-bestuurderschap, vergelijkbaar met datgene waarop wordt gedoeld in het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW, moet geen sprake zijn. De moedervennootschap dient wel te kunnen worden aangemerkt als 'medebeleidsbepaler', maar dan in de eigenlijke betekenis van het woord. Hiermee doel ik op de omstandigheid dat een ander dan het formele bestuur naast dit formele bestuur het beleid mede heeft bepaald of zich anderszins daarmee heeft bemoeid en uit dien hoofde op de hoogte was van het reilen en zeilen binnen de dochtervennootschap zonder het formele bestuur daarbij terzijde te stellen. Steun hiervoor kan gevonden worden in het *Hurks II*-arrest. In die zaak was weliswaar sprake van nauwe verwevenheid binnen de groep maar betoogd werd dat de dochtervennootschap desalniettemin zelfstandig werkte en vrij was in de dagelijkse bedrijfsvoering. Dit neemt volgens het hof in die zaak niet weg dat de moedervennootschap zich had dienen te laten informeren over de financiële situatie binnen de dochteronderneming. Hieruit blijkt dus dat enerzijds nauwe verwevenheid mogelijk is terwijl anderzijds de dochtervennootschap met een zekere zelfstandigheid te werk gaat. De moedervennootschap gaat dan niet op de stoel van de bestuurder zitten. Zij kan derhalve evenmin worden aangemerkt als quasi-bestuurder in de zin van Artikel 2:138/248 BW. De zorgplicht vloeit, volgens het hof, in het *Hurks II*-arrest voort uit de concernstructuur en de daaraan feitelijk gegeven invulling. Met andere woorden, uit de wijze waarop de grootaandeelhouder te werk gaat.

⁸⁴⁷ Ik heb hier de stand van zaken naar Nederlands recht geschetst waarvoor aangehaakt werd bij de jurisprudentie op dit punt. In hoofdstuk 4 heb ik betoogd dat de besluitvorming in dit verband (ook buiten concernverhoudingen) idealiter toekomt aan de aandeelhouder.

WRONGFUL TRADING, ROEKELOOS EN BEDRIEGLIJK HANDELEN: EEN BENADERING VANUIT ENGELS EN ZUID-AFRIKAANS PERSPECTIEF

1. Inleiding

Wanneer de activiteiten van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap (te lang) worden voortgezet, kan dit resulteren in een benadeling van de crediteuren. Bestuurders van kapitaalvennootschappen kunnen onder omstandigheden aansprakelijk worden gesteld indien zij in naam van de vennootschap contractuele verplichtingen aangegaan terwijl zij weten of hadden behoren te weten dat de vennootschap die verplichtingen niet kan nakomen, noch verhaal zal bieden voor de daaruit voortvloeiende schade. Uit de in hoofdstuk 7 besproken jurisprudentie blijkt daarnaast een toenemende bereidheid van de Hoge Raad om in concernverhoudingen tot aansprakelijkheid van de moedervennootschap te concluderen wegens het nalaten om in te grijpen bij een (dreigende) benadeling van de crediteuren van de dochter.⁸⁴⁸ Voor het aansprakelijk stellen van diegenen die een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap voortzetten, dient naar Nederlands recht een beroep te worden gedaan op de algemene aansprakelijkheidsbepaling van de onrechtmatige daad. De nadelige gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid worden met behulp van deze (beperkte) *ex post* bescherming in zekere mate ten behoeve van de crediteuren gemitigeerd. In het Engelse recht is een specifieke bepaling opgenomen die de zeggenschaphouders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap op enig moment verplicht om, op straffe van aansprakelijkstelling, met de belangen van de crediteuren rekening te houden. Deze regeling staat bekend als de *wrongful trading provision*. Het uitgangspunt in het Engelse systeem is de gedachte dat crediteuren in beginsel voor hun eigen belangen dienen in te staan.⁸⁴⁹ Uit de afwezigheid van minimumkapitaaleisen voor besloten vennootschappen blijkt onder meer dat crediteuren in dit rechtsstelsel aan het wettelijk systeem weinig *ex ante* bescherming kunnen ontfangen. *Section 214* van de Engelse Insolvency Act 1986 (verder: IA 1986) roept een aansprakelijkheid in het leven voor de bestuurder die, voorafgaand aan het beëindigen (*winding up*) van de vennootschap,

⁸⁴⁸ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 240.

⁸⁴⁹ Mülbert 2006, p. 19.

wist of had behoren te onderkennen dat geen redelijke gronden bestonden om anders te concluderen dan dat het faillissement van de vennootschap (*insolvent liquidation*) onafwendbaar zou zijn en onvoldoende maatregelen heeft genomen teneinde de schade voor crediteuren te beperken. Het zwaartepunt van de crediteurenbescherming is daarmee gelegen in de zorgplicht die op de vennootschappelijke zeggenschapshouders rust.⁸⁵⁰ Het Engelse systeem waarbij de crediteuren in geval van voortzetting van een insolvente vennootschap bescherming ontleen aan een specifieke wettelijke bepaling, contrasteert met het Nederlandse systeem waarbij de crediteurenbescherming onder dergelijke omstandigheden grotendeels gefundeerd is op rechtersrecht. Het Engelse *common law* systeem biedt een rechtstreekse wettelijke basis teneinde bestuurders, en onder omstandigheden ook aandeelhouders, aansprakelijk te stellen voor het voortzetten van ondernemingsactiviteiten ten detrimente van de crediteuren terwijl in het Nederlandse vennootschaps- en faillissementsrecht een dergelijke regeling nagenoeg ontbreekt. De Engelse *wrongful trading*-regeling heeft in het verleden in meerdere fora de aandacht getrokken. In dit verband kan worden gewezen op het *Forum Europaeum* dat voorstellen deed voor de harmonisering van het concernrecht in de Europese Unie.⁸⁵¹ De *wrongful trading*-regeling kwam eveneens aan bod in het rapport van de Commissie Winter inzake de toekomst van het Europese vennootschapsrecht.⁸⁵² In het kader van de flexibilisering van het Nederlandse BV-recht werd, meer in het bijzonder bij het zoeken naar alternatieven voor de regels van kapitaalbescherming, eveneens aan deze regeling aandacht besteed.⁸⁵³ De *wrongful trading*-regeling vormt een explicitering van het gegeven dat op enig moment binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap in toenemende mate met de belangen van de vennootschapscrediteuren rekening dient te worden gehouden en niet langer het aandeelhoudersbelang bepalend mag zijn voor het bestuurshandelen. Het Zuid-Afrikaanse recht kent eveneens een regeling van bestuurdersaansprakelijkheid die in het kader van dit onderzoek interessant is. Het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht is van oudsher geconcepieerd naar Engels model.⁸⁵⁴ De positie van de crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap en de mate waarin deze aan het wettelijk bestel bescherming kunnen ontleen, is dan ook grotendeels vergelijkbaar met de positie van de schuldeisers van een Engelse kapitaalvennootschap. Het Zuid-Afrikaanse recht kent evenmin, met uitzondering van de bepalingen die gelden voor beursgenoteerde vennootschappen, minimumkapitaalvereisten. In dit hoofdstuk wordt zowel de Engelse *wrongful trading*-regeling als de Zuid-Afrikaanse regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen besproken. Daarbij wordt aandacht besteed aan de vraag in hoeverre beide regelingen een basis bieden voor aansprakelijkstelling van in de eerste plaats de bestuurders en in de tweede plaats de aandeelhouders van kapitaalvennootschappen wegens het voortzetten van de activitei-

⁸⁵⁰ Zie Schreurs 1993, p. 1019.

⁸⁵¹ Zie over deze voorstellen Timmerman 1999 II, p. 102-104. Zie voor de voorstellen van het *Forum Europaeum* Konzernrecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1998, p. 672-772.

⁸⁵² High Level Group of Company Law Experts 2002.

⁸⁵³ Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004. Zie hierover eveneens Lennarts 2006.

⁸⁵⁴ Zie Havenga 1997, p. 310 en de aldaar opgenomen literatuurverwijzing.

ten van een vennootschap die in financiële moeilijkheden verkeert dan wel dreigt daarin terecht te komen. De normerende werking van deze bepalingen voor het handelen van vennootschappelijke zeggenschaphouders in financiële crisistijd wordt nader onderzocht. Ondanks het grotendeels parallel lopende raamwerk, zijn tussen beide rechtsstelsels belangrijke nuanceverschillen te ontwaren die de positie van de crediteuren en de zeggenschaphouders binnen de vennootschap kunnen beïnvloeden en dientengevolge de moeite waard zijn om te bespreken. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een resumé van de belangrijkste bevindingen waarbij beide systemen onderling worden vergeleken en worden afgezet tegen de regulering van deze problematiek in Nederland.

2. De *wrongful trading*-regeling in Engeland

2.1. Inhoud en achtergrond van de *wrongful trading*-regeling

In de Angelsaksische benadering van het vennootschapsrecht staat het aandeelhoudersbelang centraal.⁸⁵⁵ Het door het bestuur uitgestippelde beleid dient in beginsel gericht te zijn op het maximaliseren van de waarde voor aandeelhouders. Echter, steeds vaker wordt in de literatuur betoogd dat naast het aandeelhoudersbelang ook andere belangen dienen te worden behartigd.⁸⁵⁶ Erkend wordt dat wanneer een vennootschap insolvent is, of zich in de buurt van de insolventie begeeft, niet langer het aandeelhoudersbelang maar het belang van de gezamenlijke crediteuren de boventoon voert.⁸⁵⁷ Volgens de heersende leer in Engeland heeft de bestuurder enkel *fiduciary duties* jegens de vennootschap als zodanig.⁸⁵⁸ Wel wordt erkend dat in ge-

⁸⁵⁵ Zie voor een literatuurverwijzing naar de discussie hierover in het Anglo-Amerikaanse recht Keay 2005, p. 433, voetnoot 14. Voor wat betreft Engeland dient deze visie enigszins te worden genuanceerd, nu zich daar het concept van het 'enlightened shareholders interests' heeft ontwikkeld op grond waarvan tot op zekere hoogte de mogelijkheid wordt gecreëerd tot het behartigen van andere belangen dan dat van de aandeelhouders. Zie Boyle & Birds 2004, p. 493 e.v. Zie in dit verband reeds hoofdstuk 2 paragraaf 4.

⁸⁵⁶ Zie onder meer Boyle & Birds 2004, p. 493 e.v. Zie in dit verband hoofdstuk 2 paragraaf 4.

⁸⁵⁷ Zie onder meer *Re MDA Investment Management Ltd* [2004] 1 B.C.L.C. 217 at 245, *per* Park J. en *West Mercia Safetywear Ltd v Dodd* [1988] B.C.L.C. 250 at 252-253 (CA) *per* Dillon L.J. Zie voor een uitgebreidere verwijzing naar de relevante jurisprudentie in dit verband Butcher 2000, p. 168; Boyle & Birds 2004, p. 494 voetnoot 8; Charlesworth 2005, p. 297 e.v.; Goode 2005, nr. 12-15. In de nieuwe Engelse Companies Act is dit met zoveel woorden opgenomen in *subsection 3* van *section 172* van de Companies Act 2006.

⁸⁵⁸ *Percival v Wright* [1902] 2 Ch 421. Zie onder meer Davies 2003, p. 372 e.v.; Mülbart 2006, p. 42. Een *duty of care* van de bestuurders jegens de individuele crediteuren wordt volgens de heersende leer in Engeland niet aangenomen. *Nordic Oil Services Ltd v Berman* [1993] S.L.T.1168 (O.H.); *Yukong Line Ltd v Rendsburg Investments Corporation of Liberia* [1998] 1 W.L.R. 294; *Re Pantone 485 Ltd* [2002] 1 B.C.L.C. 266. Zie Charlesworth 2005, p. 298. Zie eveneens Butcher 2000, p. 165 e.v. Volgens de heersende leer hebben de bestuurders in beginsel evenmin *fiduciary duties* jegens de aandeelhouders. De *fiduciary duties* die op de bestuurders rusten, gelden jegens de vennootschap als geheel. Slechts in uitzonderingsomstandigheden kan worden aangenomen dat bestuurders dergelijke *duties* jegens bepaalde aandeelhouders hebben. Zie onder meer *Re Chez Nico (Restaurants) Ltd* [1992] B.C.L.C. 192 at p. 208. Zie in dit verband Boyle & Birds 2004, p. 492 en Charlesworth 2005, p. 299. Zie verder over dit thema onder meer Davies 2003, p. 374 e.v. In de Verenigde Staten wordt onder omstandigheden een dergelijke

val van (naderende) insolventie het crediteursbelang toeneemt. De *wrongful trading*-regeling vormt een explicitering van dit gegeven. De regeling is gericht op het voorkomen van de afwenteling van de kosten van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten op externen.⁸⁵⁹ Ik wees er reeds op dat de overheersing van het aandeelhoudersbelang voor het bestuur een prikkel vormt om, wanneer de financiële situatie van de vennootschap zorgelijk wordt, risicovol te ondernemen teneinde op die manier alsnog te trachten het financiële tij te keren en wederom aandeelhouderswaarde te creëren. Aandeelhouders lopen in dergelijke omstandigheden ten gevolge van het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid geen bijkomend risico.⁸⁶⁰ Het financieel belang van de crediteuren bij het reilen en zeilen van de vennootschap neemt daarentegen toe.⁸⁶¹ De *wrongful trading-rule* beoogt te bewerkstelligen dat, vanaf het moment waarop duidelijk wordt dat de vennootschap in moeilijkheden komt te verkeren, nauwlettend toezicht wordt gehouden op de financiële situatie.⁸⁶² Het bestuur wordt verplicht om daarbij actief rekening te houden met de belangen van de vennootschapscrediteuren. Voor aansprakelijkheid op grond van de *wrongful trading*-regeling is vereist dat (i) de vennootschap zich in *insolvent liquidation* bevindt, (ii) diegene die destijds als bestuurder kwalificeerde, (iii) enige tijd voor het begin van de liquidatie (*winding-up*) van de vennootschap, wist of behoorde te weten dat, gezien de financiële situatie er geen redelijk vooruitzicht bestond dat een faillissement (*insolvent liquidation*) afwendbaar was (iv) en daarbij niet de maatregelen heeft genomen die vereist waren teneinde de (potentiële) schade voor crediteuren te minimaliseren (v). Dat de bestuurders enkel jegens de vennootschap tot een zorgvuldige vervulling van hun taak gehouden zijn, blijkt uit het gegeven dat een vordering op grond van *wrongful trading* enkel kan worden ingesteld door de curator (*liquidator*) in geval van faillissement (*insolvent liquidation*) van de vennootschap. Aan de individuele crediteuren komt op grond van de *wrongful trading-rule* geen actierecht toe. Zij kunnen echter wel trachten de *liquidator* tot het instellen van een dergelijke vordering te bewegen.⁸⁶³

De *wrongful trading*-bepaling werd in 1986 geïntroduceerd in navolging van de aanbevelingen van de Commissie Cork, ingesteld met het oog op de herziening van

lijke *fiduciary duty* van de grootaandeelhouder jegens de crediteuren aangenomen. Dit doet zich voor in die gevallen waarin de rechter overgaat tot *equitable subordination* van een vordering van de grootaandeelhouder ten opzichte van die van de overige crediteuren. Zie in dit verband onder meer Muscat 1996, p. 250.

⁸⁵⁹ Keay 2005, p. 433.

⁸⁶⁰ Zie onder meer Keay 2005, p. 433-434.

⁸⁶¹ Zie onder meer Butcher 2000, p. 172. Zie in dit verband eveneens de literatuur aangehaald in hoofdstuk 2.

⁸⁶² Keay 2005, p. 432.

⁸⁶³ Crediteuren kunnen bijvoorbeeld, indien de omvang van de boedel onvoldoende is teneinde een vordering op basis van de *wrongful trading*-regel te financieren, de liquidator hiertoe de nodige financiële middelen verschaffen. Griffin 1999, p. 85. De aanbevelingen van de Cork Commissie gingen verder in die zin dat de commissie eveneens wilde voorzien in een actierecht voor individuele crediteuren op basis van de *wrongful trading*-regeling; zie Griffin 1999, p. 58 e.v. Betwijfeld wordt echter of crediteuren hiertoe bereid zullen zijn. Zie in dit verband paragraaf 2.7 van dit hoofdstuk.

het faillissementsrecht.⁸⁶⁴ De reden voor de introductie van *section 214 IA 1986* was de bestaande ontevredenheid over het functioneren van de bepaling inzake *fraudulent trading*. Tot 1986 bood laatstgenoemde regeling de enige grondslag voor het aansprakelijk stellen van bestuurders wegens het voortzetten van insolvente vennootschappen. De introductie van de *wrongful trading*-provisie heeft niet geleid tot een afschaffing van die eerdere regeling. Beide bepalingen fungeren thans naast elkaar. De reikwijdte van de *fraudulent trading*-regeling is ruimer in die zin dat deze een basis kan bieden voor aansprakelijkheid van niet louter, zoals in geval van *wrongful trading*, de bestuurders of zogenaamde *shadow directors* maar van eenieder die bij het voortzetten van de onderneming betrokken was. De *fraudulent trading*-regeling roept bovendien zowel een civielrechtelijke⁸⁶⁵ als een strafrechtelijke⁸⁶⁶ aansprakelijkheid in het leven. De ontevredenheid over het functioneren van de *fraudulent trading-rule* vloeide voort uit de zware bewijslast waarmee deze gepaard gaat. Voor aansprakelijkheid op grond van deze bepaling dient te worden aangetoond dat de activiteiten van de vennootschap zijn voortgezet *with the intent to defraud creditors*. In de meeste gevallen waarin de schade van crediteuren het resultaat is van de voortzetting van een insolvente vennootschap, staat de eis tot het aantonen van de frauduleuze component van de gedraging aan een succesvol beroep op deze bepaling in de weg. De *wrongful trading*-regeling roept daarentegen enkel een civielrechtelijke aansprakelijkheid van bestuurders en schaduwbestuurders in het leven.⁸⁶⁷ Onzorgvuldig of onredelijk dan wel onverantwoordelijk gedrag is voldoende voor aansprakelijkheid.⁸⁶⁸ Niet is vereist dat de bestuurders frauduleus handelen kan worden verweten. Daarnaast kan aansprakelijkheid op grond van *wrongful trading* ingevolge het bepaalde in *section 10* van de *Company Directors Disqualification Act 1986* een grond opleveren voor de diskwalificatie van de desbetreffende bestuurder(s).

2.2. Insolvent liquidation en het omslagpunt

Voor het instellen van een vordering door de *liquidator* is onder meer vereist dat *the company has gone into insolvent liquidation*.⁸⁶⁹ *Insolvent liquidation* wordt met het oog

⁸⁶⁴ Insolvency Law Review Committee onder voorzitterschap van Sir K. Cork: 'Insolvency Law and Practice. Report of the Review Committee', Cmnd. 8558 (1982). De aanbevelingen van de Cork Commissie waren verschillend van, en op bepaalde punten verstrekkender dan, de regeling die uiteindelijk in de wet is opgenomen, zie hierover onder meer Campbell 1994, p. 69-87; Griffin 1999, p. 57 e.v.

⁸⁶⁵ S. 213 IA 1986.

⁸⁶⁶ S. 458 CA 1985. Deze regeling is thans ondergebracht in *section 993 CA 2006*. Afgezien van een verhoging van de strafmaat, zijn in de regeling geen inhoudelijke wijzigingen aangebracht.

⁸⁶⁷ Wanneer in het hiernavolgende over bestuurders wordt gesproken, wordt daarbij mede bedoeld op *shadow directors*. Zie over de invulling van deze term verder paragraaf 2.5 van dit hoofdstuk. Zie in verband met de verschillen tussen *wrongful* en *fraudulent trading* eveneens Schreurs 1993, p. 646-647; Goode 2005, nr. 12-24.

⁸⁶⁸ Zie onder meer Williams & McGee 1992, p. 1; Charlesworth 2005, p. 317; Keay 2005, p. 432.

⁸⁶⁹ S. 214 (2)(a) IA 1986. Het voorstel van de Cork Commissie beoogde het instellen van een *wrongful trading*-actie mogelijk te maken wanneer de vennootschap niet alleen in *liquidation*

op de toepassing van *section 214 IA 1986* in lid 6 van dat artikel als volgt gedefinieerd: '(...) *a company goes into insolvent liquidation if it goes into liquidation at a time when its assets are insufficient for the payment of its debts and other liabilities and the expenses of the winding up*'. Uitgangspunt voor het toepassen van de *wrongful trading-rule* is met andere woorden de zogenaamde *balance sheet-test*. Niet de liquiditeit maar de solvabiliteit van de vennootschap is bepalend voor de toepasselijkheid van de regeling. De hieraan ten grondslag liggende gedachte is dat bij tijdelijke liquiditeitsproblemen, de benadeling van crediteuren niet noodzakelijk gegeven is. Zolang de *balance sheet-test* positief is, kunnen de crediteuren in geval van liquidatie naar alle waarschijnlijkheid worden voldaan.⁸⁷⁰

Het is de *liquidator* die een actie op grond van *wrongful trading* kan instellen. Hij dient daarbij aan te geven dat de bestuurder op enig moment wist of zich had behoren te realiseren dat voor de vennootschap geen andere uitweg bestond dan dat deze in de toestand van *insolvent liquidation* zou belanden. Vanaf dat moment rust op de bestuurder een zorgplicht om al het mogelijke in het werk te stellen ten einde de schade voor crediteuren te minimaliseren. De rechter zal bij het vaststellen van de bijdrageplicht van de bestuurder dat omslagpunt hanteren als peildatum voor de benadeling van de crediteuren. Wordt het omslagpunt te laat gekozen, dan is dit in het nadeel van de schuldeisers. Zij lopen immers de vergoeding van de vóór die datum geleden schade mis. Wordt het omslagpunt daarentegen op een té vroege datum vastgesteld, dan bestaat het risico dat de vordering van de curator wordt afgewezen omdat op dat moment van de vereiste wetenschap dan wel het hebben behoren te weten bij de bestuurder nog geen sprake was.⁸⁷¹ De Engelse *wrongful trading*-bepaling biedt derhalve evenmin een sluitende oplossing voor de complexiteit van het vaststellen van het omslagpunt, een moeilijkheid waarmee we ook in het Nederlandse systeem worden geconfronteerd. Wel biedt de tekst van de *wrongful trading*-regeling een handreiking voor de wijze waarop het gedrag van de bestuurder dient te worden beoordeeld. *Section 214 (4) IA 1986* geeft een indicatie voor het vaststellen van datgene wat van een bestuurder verwacht mag worden. Dit zal van belang zijn voor het bepalen van het moment waarop de bestuurder wist of had behoren te weten dat *insolvent liquidation* van de vennootschap onafwendbaar was.

2.3. De dubbele test voor bestuurders

Voor het beantwoorden van de vraag wat in de gegeven omstandigheden van de bestuurder mocht worden verwacht, biedt *section 214 (4) IA 1986* een dubbele maatstaf. De dubbele test wordt als volgt omschreven:

verkeerde maar eveneens ingeval van *receivership* of wanneer de vennootschap onderworpen was aan een *administration order*'; zie hierover Campbell 1994, p. 80 e.v.; Griffin 1999, p. 58.

⁸⁷⁰ Bailey e.a. 2001, nr. 16.20; Goode 2005, nr. 12-35; Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 84.

⁸⁷¹ Dit was het geval in *Re Sherborne Associates Ltd* [1995] BCC 40. Zie hierover Walters 1998, p. 149-150 en Griffin 1999, p. 69 e.v. en p. 92-93. Zie over het bepalen van het omslagpunt eveneens Goode 2005, nr. 12-35.

'For the purposes of subsection (2) and (3), the facts which a director of a company ought to know or ascertain, the conclusions which he ought to reach and the steps which he ought to take are those which would be known or ascertained, or reached or taken, by a reasonably diligent person having both –

(a) the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the same functions as are carried out by that director in relation to the company, and

(b) the general knowledge, skill and experience that that director has'.

Deze dubbele maatstaf wordt gebruikt teneinde vast te stellen in de eerste plaats of de bestuurder wist of had behoren te weten dat geen redelijke gronden aanwezig waren om anders te oordelen dan dat *insolvent liquidation* voor de vennootschap onafwendbaar was en in de tweede plaats of hij alle stappen heeft genomen teneinde de benadeling van crediteuren te minimaliseren. Sub a voorziet in een objectieve test. Aan het gedrag van de bestuurder worden eisen gesteld die overeenkomen met datgene wat verwacht mag worden van een toegewijde bestuurder die beschikt over een algemene kennis, vaardigheid en ervaring en die zich in een vergelijkbare positie ten opzichte van de vennootschap bevindt. Deze formulering van de objectieve test doet denken aan de maatstaf die door de Hoge Raad werd aangelegd in het arrest *Staleman/Van de Ven* voor het beoordelen van het gedrag van de bestuurder in de interne vennootschappelijke verhouding. De Hoge Raad sprak daarin over '(...) het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult'.⁸⁷² Hierbij dient evenwel te worden opgemerkt dat de maatstaf in het *Staleman/Van de Ven*-arrest is ontwikkeld tegen de achtergrond van de interne aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap terwijl de Engelse *wrongful trading*-regeling ziet op een zorgplicht van de bestuurders jegens derden, te weten de vennootschapscrediteuren. Aan deze objectieve test wordt een subjectieve component toegevoegd waardoor rekening kan worden gehouden met het specifieke kennen en kunnen van hoger gekwalificeerde bestuurders. Sub b betreft in de toets de algemene kennis, het kunnen en de ervaring van de bestuurder in kwestie. Wanneer dat hoger ligt dan hetgeen naar objectieve maatstaven van een 'normale' bestuurder mag worden verwacht, zal voor hem een strengere maatstaf gelden.⁸⁷³ De bestuurder kan zich overigens niet verschuilen achter het bestaan van een informatiegebrek. Van iedere bestuurder mag, tot op zekere hoogte,⁸⁷⁴ worden verwacht dat hij zich actief opstelt en zelf overgaat tot informatievergaring. Het gaat immers niet enkel om datgene wat hij wist maar ook om datgene wat hij had behoren te weten.⁸⁷⁵ Het enkele feit

⁸⁷² HR 10 januari 1997, NJ 1997/360. Zie in dit verband hoofdstuk 5.

⁸⁷³ Williams & McGee 1992, p. 4; Schreurs 1993, p. 648; Goode 2005, nr. 12-37. Zie in verband met de toepassing van deze testen *Re Produce Marketing Consortium Ltd* [1989] 5 BCC 569. Zie hierover eveneens Griffin 1999, p. 66 e.v.; Boyle & Birds 2004, p. 475.

⁸⁷⁴ In hoeverre dat mag worden verwacht is afhankelijk van de toepassing van de dubbeltest voor het beoordelen van het bestuurshandelen.

⁸⁷⁵ *Re Produce Marketing Consortium Ltd* [1989] 5 BCC 569. Zie Griffin 1999, p. 68; Boyle & Birds 2004, p. 476 e.v.

dat bestuurders ervan op de hoogte zijn dat een vennootschap op enig moment insolvent is, wil niet per definitie zeggen dat zij hadden behoren te weten dat liquidatie (*insolvent liquidation*) van de vennootschap onafwendbaar zou zijn. De bestuurder kan destijds op goede gronden in de overtuiging hebben verkeerd dat door het nemen van reorganisatiemaatregelen het financiële tij alsnog kon worden gekeerd.⁸⁷⁶ De rechter zal zich bij het beoordelen van het gedrag van de bestuurders bewust moeten zijn van het feit dat deze beoordeling plaatsvindt met *hindsight*.⁸⁷⁷ Hij dient uit te gaan van datgene wat destijds bekend was of voor de bestuurder bekend had behoren te zijn. Voortschrijdend inzicht dient daarbij zoveel mogelijk buiten beschouwing te worden gelaten. Voor de beantwoording van de vraag of sprake is van *wrongful trading*, dient rekening te worden gehouden met de door de bestuurders genomen maatregelen, bijvoorbeeld het inwinnen van advies door een deskundige alsmede de strekking en inhoud van dat advies.⁸⁷⁸ In de literatuur wordt een aantal omstandigheden aangewezen die in dat verband van belang kan zijn. Tot die omstandigheden behoren onder meer: een nieuwe kapitaalinjectie die de schulden van de vennootschap aanzienlijk reduceert, de toestemming van de vennootschapscrediteuren met betrekking tot het voortzetten van de activiteiten van de vennootschap, het periodiek houden van bestuursvergaderingen waarbij het beleid van de vennootschap wordt geëvalueerd en desgewenst herzien, het reorganiseren van het dagelijks bestuur van de vennootschap en het inwinnen van advies van deskundigen waaruit blijkt dat het continueren van de bedrijfsactiviteiten zinvol is.⁸⁷⁹ De in de *wrongful trading*-regeling geïncorporeerde dubbele test voor bestuurshandelen, is thans in de nieuwe Companies Act overgenomen als standaard voor bestuursgedrag in het algemeen.⁸⁸⁰

2.4. 'Disculpatie'

Niet aansprakelijk is de bestuurder die kan aantonen dat, nadat ten aanzien van hem is vastgesteld dat hij wist of behoorde te onderkennen dat geen redelijke gronden bestonden om tot een ander oordeel te komen dan dat *insolvent liquidation* van de vennootschap onafwendbaar was, hij alles in het werk heeft gesteld teneinde de schade voor de vennootschapscrediteuren te minimaliseren.⁸⁸¹ Dit is bepaald in *section 214 (3) IA 1986* die als volgt luidt:

⁸⁷⁶ Van belang is wel dat deze 'goede gronden' overeenind blijven na toetsing van het bestuurs-handelen aan de objectieve en subjectieve maatstaf. Van *wrongful trading* zal met andere woorden wel sprake zijn indien een redelijk denkend bestuurder onder de gegeven omstandigheden had behoren in te zien dat het faillissement onvermijdbaar was. Zie Schreurs 1993, p. 652.

⁸⁷⁷ Griffin 1999, p. 68 e.v.; Boyle & Birds 2004, p. 477; Goode 2005, nr. 12-35. Zie over de vraag hoe de rechter met *hindsight* omgaat Walters 1998, p. 149 e.v.; Keay 2005, p. 439 e.v.

⁸⁷⁸ Zie onder meer Williams & McGee 1992, p. 11 e.v.; Griffin 1999, p. 72.

⁸⁷⁹ Zie Griffin 1999, p. 72. Zie eveneens Schreurs 1993, p. 650; Charlesworth 2005, p. 317.

⁸⁸⁰ *Section 174 Companies Act 2006*.

⁸⁸¹ Betoogd kan worden dat *subsection 3* niet voorziet in een disculpatie van de bestuurder als zodanig nu de vraag of hij voldoende maatregelen heeft genomen teneinde schade voor cre-

'The court shall not make a declaration under this section with respect to any person if it is satisfied that after the condition specified in subsection (2)(b) was first satisfied in relation to him that person took every step with a view to minimising the potential loss to the company's creditors as (assuming him to have known that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation) he ought to have taken'.

Vereist is dat de bestuurder alle mogelijke stappen heeft ondernomen teneinde de (potentiële) benadeling van crediteuren te minimaliseren. Het gaat daarbij om het treffen van alle mogelijke maatregelen die van hem konden worden verwacht. Voor de invulling van datgene wat van hem verwacht kon worden, dient wederom de in *section 214(4) IA 1986* geformuleerde dubbeltest te worden toegepast. Niet geheel duidelijk is hoe aan deze *every step*-disculpatie invulling dient te worden gegeven. De bestuurder zal zich in ieder geval vanaf het moment waarop hem duidelijk werd dat geen redelijke gronden bestonden om aan te nemen dat het faillissement van de vennootschap afwendbaar was, actief moeten hebben opstellen in het nemen van maatregelen. Hij moet zich daarbij hebben gericht naar de belangen van de crediteuren.⁸⁸² Dat op de bestuurder een plicht rust om alle mogelijke maatregelen te nemen teneinde de schade voor crediteuren te minimaliseren, impliceert niet noodzakelijk een plicht tot het aanvragen van het faillissement of het starten van de liquidatie van de vennootschap. Onder omstandigheden kunnen de belangen van de crediteuren beter op andere wijze worden behartigd. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het enige tijd voortzetten van de bedrijfsactiviteiten teneinde lopende projecten af te werken en op die manier inkomsten te genereren.⁸⁸³ Het is overigens niet uitgesloten dat een bestuurder die té vroeg overgaat tot het beëindigen van de activiteiten van de vennootschap, zich schuldig maakt aan *wrongful trading*.⁸⁸⁴ Het initiëren van een reorganisatie behoort eveneens tot de mogelijkheden. Het Engelse systeem van de *wrongful trading* biedt daarmee, in tegenstelling tot bijvoorbeeld een regeling op grond waarvan op de bestuurders de plicht rust om op enig moment het faillissement van de vennootschap aan te vragen, betere mogelijkheden om tot reorganisatie van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap te komen door te erkennen dat faillissement niet in alle gevallen de beste optie is.⁸⁸⁵

2.5. *De jure, de facto en shadow directors*

In het kader van het onderhavige onderzoek is relevant in hoeverre de *wrongful trading*-bepaling de mogelijkheid biedt om naast bestuurders, ook aandeelhouders aansprakelijk te stellen voor het voortzetten van de vennootschap. *Section 214 (7) IA 1986* biedt daartoe tot op zekere hoogte de mogelijkheid door te bepalen dat onder de categorie *director* eveneens de *shadow director* dient te worden begrepen.

diteuren zoveel mogelijk te voorkomen, onderdeel uitmaakt van de vraag of al dan niet sprake is van *wrongful trading*. Zie in dit verband Williams & McGee 1992, p. 5.

⁸⁸² Griffin 1999, p. 75.

⁸⁸³ Griffin 1999, p. 75 e.v. Zie eveneens Boyle & Birds 2004, p. 479.

⁸⁸⁴ Goode 2005, nr. 12-26 en nr. 12-37.

⁸⁸⁵ Mülbart 2006, p. 44.

Alvorens op de term *shadow director* in het kader van *section 214 IA 1986* in te gaan, is het van belang kort stil te staan bij de verschillende typen bestuurders. In het Engelse recht kunnen drie typen bestuurders worden onderscheiden, in de eerste plaats de echte bestuurder of *de jure director*,⁸⁸⁶ in de tweede plaats de *de facto director* en tot slot de *shadow director*. De *wrongful trading*-provisie strekt zich uit tot alle drie genoemde categorieën van bestuurders.⁸⁸⁷ Tot de eerste categorie behoren diegenen die als zodanig tot bestuurder zijn benoemd. Anders dan naar Nederlands recht, waar de termen medebeleidsbepaler en *de facto* of feitelijk bestuurder door elkaar worden gebruikt, is in de Engelse jurisprudentie een duidelijk onderscheid aangebracht tussen *de facto* bestuurders enerzijds en schaduwbestuurders anderzijds.⁸⁸⁸ De *Insolvency Act 1986* voorziet, anders dan voor de term *shadow director* het geval is, niet in een wettelijke definitie van het begrip *de facto* bestuurder. Over de exacte invulling van dit begrip bestaat in de literatuur dan ook enige controverse.⁸⁸⁹ Het belangrijkste verschil tussen beiden is dat een *de facto* bestuurder bestuurstaken uitoefent zonder als bestuurder te zijn benoemd. De *de facto* bestuurder kan daarbij al dan niet naast de *de jure* bestuurders optreden.⁸⁹⁰ Hij gedraagt zich als ware hij bestuurder. De *shadow director* kijkt daarentegen toe vanachter de schermen en geeft instructies aan het bestuur. Hij beschouwt zichzelf niet als bestuurder. Het is de *shadow director* die op zijn beurt leiding geeft aan het eigenlijke bestuur. Bij gebreke van *de jure* of *de facto* bestuurders, kan van schaduwbestuur derhalve geen sprake zijn.⁸⁹¹

Voor wat betreft de vraag of de aandeelhouder aansprakelijk kan worden gesteld op grond van *wrongful trading*, is met name de invulling die aan de term *shadow director* wordt gegeven relevant. De aandeelhouder die wordt verweten dat hij zich met het bestuur van de vennootschap heeft ingelaten, zal doorgaans achter de schermen de lakens hebben uitgedeeld in plaats van dat hij zich heeft gedragen als ware hij bestuurder. Aan de term *shadow director* is in *section 251 IA 1986* wettelijke invulling gegeven. Hieronder dient te worden verstaan:

‘(...) a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act (but so that a person is not deemed a shadow director by reason only that the directors act on advice given by him in a professional capacity)’.

⁸⁸⁶ Ingevolge het *one tier-system*, waar in het Engelse vennootschapsrecht van uit wordt gegaan, behoren tot de categorie *directors* zowel *executive* als *non-executive directors*. Beiden behoren tot de categorie *de jure directors*.

⁸⁸⁷ Ten aanzien van de *shadow director* is dat uitdrukkelijk bepaald in s. 214(7) IA 1986. Voor wat betreft de *de facto* bestuurder blijkt dat uit de rechtspraak; *Re Hydromat (Corby) Ltd* [1994] 2 BCLC 180. Zie hierover Morse e.a. 1998, p. 119; Griffin 1999, p. 80; Goode 2005, nr. 12-27.

⁸⁸⁸ *Re Hydromat (Corby) Ltd* [1994] 2 BCLC 180. Zie over de invulling van deze begrippen in relatie tot een *wrongful trading-procedure* en een procedure tot diskwalificatie van bestuurders G. Morse e.a. 1998, p. 115-127.

⁸⁸⁹ Zie hierover Morse e.a. 1998, p. 119 e.v. Ik ga hier niet verder op in aangezien voor wat betreft de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van de aandeelhouders met name de invulling van de term *shadow director* relevant is.

⁸⁹⁰ Morse e.a. 1998, p. 119 e.v.; Griffin 1999, p. 80.

⁸⁹¹ Morse e.a. 1998, p. 119 e.v. Zie over het verschil tussen *de facto* bestuurders en schaduwbestuurders verder onder meer Pennington 1987, p. 25 e.v.; Charlesworth 2005, p. 269 e.v.

Uit de rechtspraak blijkt dat niet is uitgesloten dat een bank als *shadow director* in bovenbedoelde zin kwalificeert.⁸⁹² Een moedervernootschap in concernverhoudingen loopt eveneens het risico als schaduw bestuurder in het kader van de *wrongful trading*-bepaling te worden aangemerkt.⁸⁹³ Zij moet zich dan wel actief met het beleid van de dochtervernootschap hebben bemoeid. Het enkele uitoefenen van de meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering, is onvoldoende.⁸⁹⁴ Judge Millet ontwikkelde in de *Hydrodam*-zaak⁸⁹⁵ de volgende vier criteria voor beantwoording van de vraag of al dan niet sprake is van een *shadow director*:

‘(1) who are the directors of the company, whether de facto or de jure; (2) that the defendant directed those directors how to act in relation to the company or that he was one of the persons who did so; (3) that those directors acted in accordance with such directions; and (4) that they were accustomed so to act’.

In een latere uitspraak werd deze definitie uitgebreid.⁸⁹⁶ Van belang is vooral dat daarbij werd aangegeven dat de invloed van de schaduw bestuurder zich niet noodzakelijk diende uit te strekken over het gehele beleidsterrein van de vennootschap en dat niet steeds dient te worden bewezen dat de formele bestuurders al hun beslissingsvrijheid hebben opgeven.⁸⁹⁷ De Commissie Cork had voorgesteld een wettelijk (weerlegbaar) vermoeden van bemoeienis van de moedervernootschap met het beleid van de dochter op te nemen in de gevallen waarin de moedervernootschap het bestuur van de dochter (grotendeels) heeft benoemd of wanneer het bestuur van beide vennootschappen uit nagenoeg dezelfde personen bestaat.⁸⁹⁸ De ratio van deze aanbeveling was gelegen in het feit dat doorgaans moeilijk kan worden vastgesteld of het bestuur van de dochtervernootschap handelde op instructie van de moedervernootschap of dat daartoe andere middelen werden aangewend. Deze aanbeveling heeft echter geen neerslag gevonden in de wettelijke bepaling van de *wrongful trading*-regel. Het opnemen van een dergelijk vermoeden zou een te vergaande discriminatie van de moeder-dochterverhouding impliceren.⁸⁹⁹

⁸⁹² *Re A Company* (1988) 4 BCC 425. Goode 2005, nr. 12-30.

⁸⁹³ *Re Hydrodam (Corby) Ltd* [1994] 2 BCLC 180. Het feit dat de moedervernootschap als schaduw bestuurder van de dochter kan worden aangemerkt, brengt overigens niet zonder meer met zich dat de bestuurders van die moeder als schaduw bestuurders van die dochtervernootschap hebben te gelden. Zie in dit verband Pennington 1987, p. 28-29; Collins 1990, p. 740e.v.; Prentice 1991, p. 77-79; Prentice 1993, p. 313; Muscat 1996, p. 213 e.v.; Morse e.a. 1998, p. 124 e.v.; Griffin 1999, p. 80-81; Charlesworth 2005, p. 269; Goode 2005, nr. 12-28.

⁸⁹⁴ Zie Prentice 1993, p. 313. Zie enigszins anders Prentice 1991, p. 77-79, waarin hij aangeeft dat bij een 100% moeder-dochterverhouding de beleidsbemoeienis van de moeder moeilijk te weerleggen is. Zie over de opvatting van Prentice, Muscat 1996, p. 214-215. Zie over de invulling van het begrip schaduw bestuurder verder Schreurs 1993, p. 657 en p. 1024 e.v.

⁸⁹⁵ *Re Hydrodam (Corby) Ltd* [1994] 2 BCLC 180.

⁸⁹⁶ *Secretary of State for Trade and Industry v Deverell* [2000] 2 B.C.L.C. 133.

⁸⁹⁷ Zie hierover Charlesworth 2005, p. 269.

⁸⁹⁸ Report of the review committee on insolvency law and practice, Cmnd. 8558 (1982), nr. 1938.

⁸⁹⁹ Zie hierover Muscat 1996, p. 215.

2.6. Oude en nieuwe crediteuren

Section 214 IA 1986 biedt de rechter een ruime vrijheid in het vaststellen van de schadevergoedingsplicht van de bestuurder: '(...) the court, (...), may declare that that person is to be liable to make such contribution (if any) to the company's assets as the court thinks proper'. Daarbij wordt niet aangegeven op welke wijze de omvang van de schadevergoeding dient te worden vastgesteld. Desalniettemin geldt als vuistregel dat de rechter de maximale bijdrageplicht van de bestuurder relateert aan de verliezen die de vennootschap ten gevolge van de *wrongful trading* heeft geleden. Als startpunt voor de berekening van de schade geldt het moment waarop de bestuurder wist of zich had behoren te realiseren dat geen redelijke gronden bestonden om aan te nemen dat het faillissement afwendbaar was.⁹⁰⁰ In latere uitspraken werd de bijdrageplicht van de bestuurder gelijk gesteld met de toename van de schulden op of na het moment waarop de bestuurder over de vereiste wetenschap beschikte of had behoren te beschikken.⁹⁰¹ Section 214 IA 1986 maakt geen onderscheid tussen verschillende typen crediteuren.⁹⁰² De vordering wordt ingesteld door de curator en de daaruit voortvloeiende gelden komen diensgevolge toe aan de gezamenlijke crediteuren. Zowel crediteuren met een vordering die voor de peildatum is ontstaan als crediteuren met een later ontstane vordering, kunnen aanspraak maken op een gedeelte van de schadevergoeding. Dit is een belangrijk verschil met het Nederlandse systeem waarbij enkel schuldeisers wier vordering is ontstaan op of na de fatale datum op grond van de *Beklamel*-regel aanspraak kunnen maken op een vergoeding van de door hen geleden schade.⁹⁰³ Crediteuren met een vordering van vóór die datum, kunnen aan een dergelijke onrechtmatige daadsactie geen bescherming ontlenen. Onder *wrongful trading* valt overigens niet enkel het actief aangaan van overeenkomsten door de vennootschap. Het woord *trading* komt in de wettelijke bepaling niet voor,⁹⁰⁴ hetgeen duidt op een ruim toepassingsbereik. Handelingen die strekken tot het verminderen van de bezittingen van de vennootschap zoals het te gelde maken van bepaalde activa in het zicht van het faillissement van de vennootschap of het doen van uitkeringen, kunnen hier eveneens onder vallen.⁹⁰⁵

2.7. De tandeloze tijger?

De invoering van de *wrongful trading*-bepaling werd in Engeland enthousiast ontvangen. De verwachtingen ten aanzien van de werking daarvan waren hoog gespannen. De regeling werd omschreven als *unquestionably one of the most important developments in company law this century*.⁹⁰⁶ Inmiddels blijkt het functioneren van de

⁹⁰⁰ *Re Produce Marketing Consortium Ltd* [1989] 5 BCC 569.

⁹⁰¹ *Re Purpoint Ltd* [1990] BCC 121; *Re DKG Contractors Ltd* [1990] BCC 903. Zie Campbell 1994, p. 73; Walters 1998, p. 152-153; Griffin 1999, p. 83; Lenaerts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 88.

⁹⁰² Goode 2005, nr. 12-23.

⁹⁰³ Zie in dit verband Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 78 e.v.

⁹⁰⁴ Het woord *trading* wordt enkel in de marge van section 214 IA 1986 gehanteerd.

⁹⁰⁵ Zie Griffin 1999, p. 63-64; Boyle & Birds 2004, p. 478; Goode 2005, nr. 12-26.

⁹⁰⁶ Prentice 1990, p. 277. Zie verder Prentice 1993, p. 314-315 en Keay 2005, p. 434.

wrongful trading-regeling in de praktijk op een desillusie uit te draaien. Hoewel de ideeën die aan de regeling ten grondslag liggen veelal ondersteuning vinden in de literatuur, wordt de wijze waarop aan deze ideeën uitvoering werd gegeven in de vorm van de *wrongful trading*-bepaling, als een tandeloze tijger gekarakteriseerd.⁹⁰⁷ Section 214 IA 1986 is volgens critici onvoldoende effectief.⁹⁰⁸ De *wrongful trading*-regeling is te vaag en zou te veel ruimte laten voor interpretatie door de rechter. Onzekerheid bestaat bijvoorbeeld over de uitleg van de *every step*-disculpatie die de bestuurder ter beschikking staat.⁹⁰⁹ De te hanteren maatstaf bij het vaststellen van de bijdrageplicht van de bestuurder door de rechter, heeft in het verleden eveneens tot de nodige controverse geleid.⁹¹⁰ Daarnaast bleek in de praktijk het bepalen van het omslagpunt, zijnde het moment waarop de *wrongful trading* geacht wordt een aanvang te hebben genomen, allerminst eenvoudig.⁹¹¹ Bovendien zouden rechters onvoldoende in staat zijn om over bestuurshandelen te beslissen, dat geldt temeer nu zij de zaak in retrospectief beschouwen.⁹¹²

De belangrijkste reden voor de geconstateerde ineffectiviteit van de *wrongful trading*-regeling in de praktijk is echter gelegen in het gebrek aan financiële middelen voor het instellen van een vordering op basis van deze bepaling.⁹¹³ De bevoegdheid tot het instellen van een vordering is exclusief voorbehouden aan de *liquidator*. Deze zal eerst daartoe overgaan wanneer de toestand van de boedel dit toelaat en voor zover een vordering op grond van *wrongful trading* voldoende slagingskansen heeft. Daarnaast is het steeds de vraag of de bestuurder, voor het geval deze aansprakelijk wordt geacht, over voldoende financiële middelen beschikt teneinde aan zijn bijdrageplicht te kunnen voldoen.⁹¹⁴ De kans dat individuele crediteuren bereid worden gevonden om een *wrongful trading*-claim te financieren, is klein. Zij beschikken immers niet over een individueel actierecht. Bovendien worden bij de verdeling van de opbrengsten uit een dergelijke vordering alle crediteuren over een kam ge-

⁹⁰⁷ Titel van de bijdrage van Cook 1999, p. 99-105: *Wrongful trading - Is it a real threat to directors or a paper tiger*.

⁹⁰⁸ Zie voor kritiek op deze bepaling onder meer het onderzoeksrapport van Williams & McGee 1992 over het functioneren van section 214 IA 1986 in de praktijk; Campbell 1994, p. 69-87; Walters 1998, p. 145-160; Cook 1999, p. 99-105; Griffin 1999, p. 57 e.v.; Corr 2001; Bachner 2004, p. 294-319; Keay 2005, p. 431-461; Schutte-Veenstra 2005, p. 24-25; Mülbart 2006.

⁹⁰⁹ Campbell 1994, p. 74 e.v.; Keay 2005, p. 434.

⁹¹⁰ Lange tijd heeft eveneens discussie bestaan over de vraag of de opbrengsten van een dergelijke vordering vielen onder het bereik van een zogenaamde *floating charge*. Zie in dit verband onder meer Williams & McGee 1992, p. 18-19; Campbell 1994, p. 79; Walters 1998, p. 154 e.v.; Cook 1999, p. 99-105; Griffin 1999, p. 81-82.

⁹¹¹ Campbell 1994, p. 78; Corr 2001; Keay 2005, p. 434.

⁹¹² Zie hierover onder meer Walters 1998, p. 149 e.v.; Keay 2005, p. 439 e.v.

⁹¹³ Williams & McGee 1992, p. 15; Campbell 1994, p. 77-78; Walters 1998, p. 153 e.v.; Griffin 1999, p. 97; Bachner 2004, p. 298; Schutte-Veenstra 2005, p. 24. De kosten van een dergelijke procedure behoren tegenwoordig wel tot de faillissementskosten. Zie Rule 4.128 (1)(a) van de *Insolvency Rules* 1986, SI 1986/1925 zoals gewijzigd door de *Insolvency (Amendment) (no 2) Rules* 2002, SI 2002/2712. Het is de vraag of dit de geconstateerde financieringsmoeilijkheden zal kunnen ondervangen. Zie Bachner 2004, p. 298.

⁹¹⁴ Williams & McGee 1992, p. 16; A. Campbell 1994, p. 78-79.

schoren.⁹¹⁵ De bestuurder die zich schuldig heeft gemaakt aan *wrongful trading*, dient een bijdrage te leveren aan de activa van de vennootschap. Betreurd wordt dat in dit verband de aanbevelingen van de Commissie Cork niet zijn overgenomen.⁹¹⁶ De commissie had voorgesteld om, naast de curator, ook individuele crediteuren een actierecht op grond van *wrongful trading* te bieden die hen de bevoegdheid zou geven om in plaats van ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren, ten eigen bate een aansprakelijkheidsprocedure tegen de bestuurder(s) te starten. Gevreesd werd echter dat dit het systeem, waarin de curator fungeert als belangenbehartiger van de gezamenlijke crediteuren, zou doorkruisen.⁹¹⁷ Daarnaast wilde de commissie het mogelijk maken om bij de verdeling van de opbrengsten uit een dergelijke vordering, rekening te houden met de tussen de crediteuren bestaande verschillen. Denkbaar is bijvoorbeeld dat bepaalde crediteuren ten tijde van het contracteren met de vennootschap, van de financiële moeilijkheden op de hoogte waren en het risico van niet nakoming op de koop toe hebben genomen. De uiteindelijke wettekst maakt het echter niet mogelijk om bij de verdeling van de opbrengsten uit de *wrongful trading*-vordering rekening te houden met de mate waarin crediteuren door de *wrongful trading* zijn benadeeld. Crediteuren die veel schade hebben geleden ten gevolge van de *wrongful trading* en uit dien hoofde gebrand zouden kunnen zijn op het instellen van een aansprakelijkheidsvordering jegens de bestuurders, delen op gelijke voet met de overige crediteuren in de opbrengsten van de claim. Dit brengt met zich dat voor crediteuren die door de *wrongful trading* benadeeld zijn, weinig prikkels bestaan om de vordering van de curator te financieren.

De kritiek in de literatuur richt zich verder op het toepassingsbereik van de regeling. In tegenstelling tot de ruime reikwijdte die de Commissie Cork in haar aanbevelingen aan de regeling inzake *wrongful trading* toekende, heeft de Engelse wetgever het toepassingsbereik van deze regeling beperkt tot het geval waarin de vennootschap in faillissement verkeert.⁹¹⁸ Insolvente vennootschappen blijken vaak wegens een gebrek aan baten niet in een formele faillissementssituatie terecht te komen. De door de *wrongful trading*-regeling gestelde faillissementseis voorkomt dat bestuurders in dergelijke omstandigheden persoonlijk aansprakelijk worden gesteld.⁹¹⁹ Daarnaast wordt betreurd dat de regeling niet van toepassing is op reddingsoperaties. Wanneer het vooruitzicht bestaat dat de vennootschap na een reorganisatie kan voortbestaan, biedt de regeling niet de mogelijkheid om de ex-bestuurders alsnog aansprakelijk te stellen voor de eventueel door crediteuren geleden schade.⁹²⁰ Een ander nadeel van de reikwijdte van *section 214 IA 1986* is dat de-

⁹¹⁵ Campbell 1994, p. 79; Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 91; Bachner 2004, p. 316 e.v.

⁹¹⁶ Williams & McGee 1992, p. 17; Campbell 1994, p. 80; Griffin 1999, p. 78-79.

⁹¹⁷ Zie voor de voorstellen van de commissie: Report of the Review Committee into Insolvency Law and Practice, Cmnd. 8558 (1982); Griffin 1999, p. 78.

⁹¹⁸ De Commissie Cork wilde, naast het geval waarin de vennootschap in staat van faillissement verkeert, het instellen van een *wrongful trading*-vordering eveneens mogelijk maken in geval van *receivership* of wanneer de vennootschap onderworpen was aan een *administration order*. Zie Report of the Review Committee into Insolvency Law and Practice, Cmnd. 8558 (1982), nr. 1791 e.v.

⁹¹⁹ Campbell 1994, p. 80 e.v.; Griffin 1999, p. 78-79.

⁹²⁰ Campbell 1994, p. 80 e.v.

ze beperkt is tot de aansprakelijkheid van (*de facto*) bestuurders en schaduwbestuurders. De aanbevelingen van de Commissie Cork strekten nog tot een mogelijke aansprakelijkheid van al diegenen die partij waren bij het voortzetten van de vennootschap.⁹²¹ Een dergelijke aanpak sluit mijns inziens het best aan bij de wens om te bewerkstelligen dat diegenen die verantwoordelijk zijn voor het voortzetten van de vennootschap daarvoor ook daadwerkelijk aansprakelijk kunnen worden gesteld.

2.8. Een evaluatie van het Engelse systeem

De genoemde nadelen die kleven aan de wijze waarop in Engeland aan de *wrongful trading*-regeling gestalte is gegeven, mogen echter het potentieel van de daaraan ten grondslag liggende ideeën niet overschaduwen. Door de *wrongful trading*-regeling wordt in Engeland erkend dat het bestuur van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap op enig moment het belang van de crediteuren dient te laten prevaleren boven dat van de aandeelhouders. Het risico van aansprakelijkstelling via de *wrongful trading*-bepaling zorgt ervoor dat bestuurders gedwongen worden de financiële stand van zaken binnen de vennootschap op de voet te volgen en tijdig de nodige maatregelen te nemen.⁹²² De *wrongful trading*-bepaling weerspiegelt, mede met behulp van de daarin opgenomen objectieve en subjectieve test, de eisen die aan het bestuurshandelen kunnen worden gesteld. De bestuurders worden op die manier gedwongen om een bepaalde minimumstandaard in acht te nemen. Voor zover bestuurders doordrenkt zijn van het feit dat zij daarop kunnen worden afge-rekend, komt dit de bestuurskwaliteit mijns inziens ten goede. Het systeem moedigt bestuurders aan om tijdig maatregelen te nemen door bijvoorbeeld de nodige deskundigen in te schakelen en de crediteuren tijdig openheid van zaken te geven.⁹²³ Daarbij wordt de nadruk gelegd op de op de bestuurder rustende inspanningsverbintenis.⁹²⁴ De bestuurder moet namelijk al datgene doen wat naar redelijkheid van hem verwacht kan worden teneinde de schade voor crediteuren te minimaliseren. In tegenstelling tot de Nederlandse *Beklamel*-regel biedt de Engelse bepaling bescherming aan zowel oude schuldeisers, wier vorderingen vóór het omslagpunt zijn ontstaan, als aan nieuwe schuldeisers, wier vorderingen eerst op of na dat moment zijn ontstaan. Beide categorieën crediteuren worden immers door het voortzetten van de insolvente vennootschap benadeeld.⁹²⁵ Het passief van de vennootschap is daardoor immers toegenomen ten gevolge waarvan de spoeling voor de bestaande

⁹²¹ Campbell 1994, p. 80.

⁹²² In de literatuur is er op gewezen dat dit de transactiekosten kan verhogen. Meer toezicht door het bestuur zou meer kosten impliceren en een minder efficiënt gebruik van de vennootschappelijke middelen. Het houden van toezicht op de financiële situatie van de vennootschap behoort mijns inziens echter tot de dagelijkse taak van het bestuur. Van een 'toename' van kosten kan daardoor geen sprake zijn. Zie hierover Keay 2005, p. 449.

⁹²³ Williams & McGee 1992, p. 12-13. Het feit dat de bestuurder toestemming had van de grootste crediteuren om de vennootschap voort te zetten, kan hem bijvoorbeeld helpen in zijn verweer. Griffin 1999, p. 72.

⁹²⁴ In het Nederlandse recht wordt eveneens uitgegaan van een op de bestuurder rustende inspanningsverbintenis jegens de vennootschap. Zie in dit verband hoofdstuk 5.

⁹²⁵ Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 89-90.

crediteuren dunner is. Erkend moet echter worden dat beide typen crediteuren zich niet volledig in dezelfde positie bevinden.⁹²⁶ Betoogd kan worden dat de nieuwe crediteuren in beginsel meer nadeel ondervinden van de voortzetting. Waren zij tijdig van de financiële moeilijkheden op de hoogte geweest, dan zouden zij wellicht niet met de vennootschap hebben gecontracteerd. Een van de kritiekpunten op het Engelse systeem is dat daarin niet de mogelijkheid wordt geboden om met het fundamentele onderscheid in positie rekening te houden.

In de literatuur is gesteld dat de *wrongful trading*-regeling risicomijdend gedrag van bestuurders in de hand werkt en dat deze sneller geneigd zullen zijn de handdoek in de ring te gooien teneinde persoonlijke aansprakelijkheid te voorkomen.⁹²⁷ Dit gevaar dient mijns inziens enigszins te worden gerelativeerd. In de eerste plaats kan gesteld worden dat bestuurders zolang de vennootschap financieel gezond is, volledig vrij zijn om risico's te nemen. Vanaf het moment dat de financiële moeilijkheden zo ver zijn opgelopen dat een faillissement onafwendbaar is, is enige vorm van risicomijdend gedrag door de bestuurders gepast.⁹²⁸ In de tweede plaats biedt de *wrongful trading*-bepaling de bestuurders enige manoeuvreerruimte. De bestuurder dient alle mogelijke maatregelen te nemen teneinde schade voor crediteuren zoveel mogelijk te voorkomen. Ik wees erop dat het aanvragen van het faillissement van de vennootschap niet steeds het meest geëigende middel daartoe behoeft te zijn.⁹²⁹ Door van de bestuurders te eisen dat deze al het mogelijke in het werk stellen teneinde schade voor crediteuren zo veel mogelijk te voorkomen, in plaats van deze zonder meer te verplichten tot het aanvragen van het faillissement, wordt tot op zekere hoogte de mogelijkheid geboden om de vennootschap te reorganiseren.⁹³⁰ Aan de bestuurders wordt daarmee, zoals Lennarts en Schutte-Veenstra in hun onderzoek stellen, een positief signaal afgegeven.⁹³¹ De grenzen van de manoeuvreerruimte van de bestuurders worden onder meer bepaald door de wijze waarop de rechter met de *every step*-disculpatiemogelijkheid omgaat. De Commissie Cork had voorgesteld om het voor zowel bestuurders als crediteuren mogelijk te maken om aan de rechter de afgifte van een anticiperende verklaring te vragen. De rechter zou daarbij moeten anticiperen op de vraag of onder de gegeven omstandigheden van *wrongful trading* sprake was. Indien dat niet het geval was zou, teneinde de rechtszekerheid voor zowel bestuurders als crediteuren te bevorderen,

⁹²⁶ Zie Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 91; Bachner 2004, p. 316 e.v.

⁹²⁷ Zie hierover Keay 2005, p. 438-439.

⁹²⁸ Luiz 1989, p. 585; Keay 2005, p. 438-439.

⁹²⁹ Boyle & Birds 2004, p. 479 zijn van mening dat, hoewel de bepaling niet tot een faillissementsaanvraag dwingt, dit wel de meest waarschijnlijke route is die door de bestuurder gevolgd zal worden, uit angst voor aansprakelijkheid. Een en ander zal mijns inziens afhangen van de mate waarin de rechter bereid is aan de bestuurder beleidsvrijheid toe te kennen.

⁹³⁰ Mülbert 2006, p. 44. Anders Bachner 2004, p. 293-319 die een vergelijking maakt tussen de Engelse *wrongful trading*-regeling en het Duitse systeem van *Insolvenzverschleppungshaftung*. Hij is van mening dat, gezien de invulling die in de rechtspraak aan de *wrongful trading*-regel wordt gegeven, het Engelse systeem in vergelijking met de Duitse regeling niet leidt tot het sneller anticiperen op financiële problemen door het bestuur van de vennootschap.

⁹³¹ Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 89-90.

een daartoe strekkende verklaring kunnen worden afgegeven.⁹³² Dit voorstel is echter niet door de wetgever overgenomen.⁹³³ Door de uitbreiding van het toepassingsbereik naar schaduwbestuurders, biedt de regeling bovendien tot op zekere hoogte⁹³⁴ de mogelijkheid om diegenen die verantwoordelijk zijn voor het door de vennootschap gevoerde beleid daarop aan te spreken. Tegen de achtergrond van het onderhavige onderzoek, dat zich mede uitstrekt naar de vraag in hoeverre aandeelhouders voor het voortzetten van de insolvente vennootschap aansprakelijk kunnen worden gesteld, is het betreuenswaardig dat de aanbevelingen van de Commissie Cork,⁹³⁵ strekkende tot een aansprakelijkheid van al diegenen die bij het voortzetten van de vennootschap betrokken waren, niet zijn overgenomen.

3. Roekeloos en bedrieglijk handelen naar Zuid-Afrikaans recht

3.1. *Inhoud en achtergrond van de regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen*

Ook in het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht ontbreekt de plicht voor bestuurders om in geval van financiële moeilijkheden op enig moment het faillissement van de vennootschap aan te vragen. In de literatuur en de rechtspraak wordt erop gewezen dat wanneer een vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren, de belangen van de crediteuren op de voorgrond treden.⁹³⁶ Voor wat betreft het voortzetten van insolvente vennootschappen, kunnen crediteuren onder omstandigheden echter bescherming ontlenen aan *section 424* van de Companies Act no. 61 van 1973 (verder: CA 1973). Het eerste lid van *section 424* CA 1973 bepaalt dat:

‘(1) When it appears, whether it be in winding-up, judicial management or otherwise, that any business of the company was or is being carried on recklessly or with intent to defraud creditors of the company or creditors of any other person or for any fraudulent purpose, the Court may, on the application of the Master, the liquidator, the judicial manager, any creditor or member or contributory of the company, declare that any person who was knowingly a party to the carrying on of the business in the manner

⁹³² Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice, Cmnd. 8558 (1982), nr. 1798 e.v. Zie hierover onder meer Griffin 1999, p. 60.

⁹³³ A Revised Framework for Insolvency Law 1984, Cmnd. 9175, nr. 52.

⁹³⁴ Een en ander hangt af van de invulling van de term schaduwbestuurder. Ik gaf reeds aan dat de aandeelhouder die als moedervennootschap in concernverhoudingen optreedt, daar onder kan vallen.

⁹³⁵ Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice, Cmnd. 8558 (1982), nr. 1781.

⁹³⁶ Fourie 1994, p. 163 die verwijst naar de uitspraak van het Zuid-Afrikaanse *Appellate Division* in *Sammel v President Brand Gold Mining Co Ltd* 1969 SA 629 (A) waarin terloops werd aangegeven dat in geval van insolventie de rechten, wensen en belangen van crediteuren belangrijker zijn dan die van de aandeelhouders. Zie eveneens Matlata 1994, p. 36; Mackenzie 1997, p. 376.

aforesaid, shall be personally responsible, without any limitation of liability, for all or any of the debts or other liabilities of the company as the Court may direct'.⁹³⁷

De oorspronkelijke versie van deze bepaling⁹³⁸ was gemodelleerd naar de Engelse regeling inzake *fraudulent trading*. Het grootste obstakel bij de toepassing van die bepaling was, evenals in Engeland, het bewijs van het vereiste frauduleuze karakter van de gedraging. Na aanbevelingen van de Van Wyk De Vries Commissie⁹³⁹ werd de Zuid-Afrikaanse bepaling aangepast waardoor niet enkel frauduleus maar ook roekeloos (*reckless*) handelen onder het bereik van de regeling werd gebracht. Vergelijkbare aanbevelingen werden in Engeland gedaan door de Commissie Jenkins.⁹⁴⁰ Deze zijn echter nimmer in de wet opgenomen. Ik wees er reeds op dat het in Engeland de aanbevelingen van de Commissie Cork waren die uiteindelijk aan de wieg stonden van de introductie van de *wrongful trading*-bepaling. Deze latere ontwikkeling in Engeland heeft in het Zuid-Afrikaanse recht geen navolging gekregen. De Zuid-Afrikaanse regeling is in meerdere opzichten ruimer geformuleerd dan haar Engelse *equivalent*. Naar Zuid-Afrikaans recht is het bijvoorbeeld niet enkel de *liquidator* die een vordering op grond van *reckless and fraudulent conduct* kan instellen maar staat dit eveneens vrij aan onder meer de aandeelhouders en de individuele crediteuren van de vennootschap. De bepaling roept daarnaast niet enkel een aansprakelijkheid van de bestuurders in het leven maar van *any person who was knowingly a party*.⁹⁴¹ Tot slot wordt niet enkel frauduleus gedrag maar ook roekeloosheid onder de regeling begrepen waardoor deze zich in de richting van de *wrongful trading* begeeft. Op een aantal van de karakteristieken van de Zuid-Afrikaanse regeling wordt hier verder ingegaan.⁹⁴²

3.2. *Recklessly, with the intent to defraud creditors or for any fraudulent purpose*

De regeling inzake roekeloos en bedrieglijk/frauduleus handelen maakt onderdeel uit van het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht en heeft haar neerslag gevonden in de Companies Act.⁹⁴³ Section 424 CA 1973 biedt gedupeerden de mogelijkheid om

⁹³⁷ Section 64 van de Close Corporations Act bevat een vergelijkbare bepaling voor de 'besloten corporaties'.

⁹³⁸ Section 185 bis (1) van de CA 46 van 1926.

⁹³⁹ Van Wyk De Vries Commission of Enquiry into the Companies Act (RP 45/1970).

⁹⁴⁰ Jenkins Committee Report van 1962, Cmnd 1749.

⁹⁴¹ Dit is vergelijkbaar met de bewoordingen van het oorspronkelijke voorstel van de Cork Commissie voor de *wrongful trading*-regeling in Engeland. Zie Report of the Review Committee into Insolvency Law and Practice, Cmnd. 8558 (1982), nr. 1787 e.v.

⁹⁴² Hierbij staat centraal in hoeverre crediteuren van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen aan deze bepaling bescherming kunnen ontfangen. Andere belanghebbenden die op grond van section 424 CA 1973 een verzoek tot het hof kunnen richten, blijven grotendeels buiten beschouwing.

⁹⁴³ Het is overigens niet verwonderlijk dat deze regeling is opgenomen in het vennootschapsrecht en niet, zoals in Engeland, onderdeel uitmaakt van het faillissementsrecht. De bepalingen inzake het vennootschappelijk faillissementsrecht en het zogenaamde *judicial management*, zijn immers eveneens opgenomen in de Companies Act. Laatstgenoemde procedure wordt in het Afrikaans aangeduid met de term *geregelike bestuur*. Het betreft een procedure

het hof⁹⁴⁴ te verzoeken een verklaring af te geven op grond waarvan diegene die bewust betrokken was bij het roekeloos of frauduleus handelen, verantwoordelijk wordt geacht voor bepaalde dan wel alle schulden van de vennootschap zonder beperking van aansprakelijkheid. De bevoegdheid tot het instellen van een verzoek op grond van *section 424 CA 1973* komt niet alleen toe aan de curator maar eveneens aan de *master*, zijnde de meester van het hooggerechtshof die toezicht houdt op de liquidatie van de vennootschap, de bewindvoerder,⁹⁴⁵ een individuele crediteur, de leden en een *contributory*⁹⁴⁶ van de vennootschap. Voor het instellen van een vordering op grond van *section 424 CA 1973* is niet vereist dat de vennootschap in staat van faillissement verkeert. Het eerste lid van het artikel bepaalt immers dat de regeling van toepassing is wanneer er, kort gezegd, sprake is van *fraudulent* of *reckless* handelen in geval van *winding-up, judicial management or otherwise*. Laatstgenoemde zinsnede maakt duidelijk dat de bepaling eveneens van toepassing is gedurende het 'normale' bestaan van de vennootschap.⁹⁴⁷ *Section 424 CA SA* biedt verschillende gronden voor aansprakelijkheid. Een verzoek op grond van *section 424 CA 1973* kan worden ingediend wanneer: 'any business of the company was or is being carried on recklessly' (i) 'or with the intent to defraud creditors of the company' (ii) 'or creditors of any other person' (iii) 'or for any fraudulent purpose' (iv).

3.2.1. Recklessness

De in *section 424 CA 1973* opgenomen *recklessness*-grondslag biedt een aanmerkelijk lagere toetssteen voor aansprakelijkheid dan de eveneens in dat artikel opgenomen

waarbij het bestuur van de vennootschap wordt vervangen door een *geregelijke bestuurder* en doorgaans een moratorium ten aanzien van de schulden van de vennootschap wordt afgekondigd teneinde tot een sanering te komen.

⁹⁴⁴ Een dergelijk verzoek kan gericht worden tot het *High Court*. Zie *section 15 CA 1973*. Wanneer in het hiernavolgende verwezen wordt naar het hof, wordt daarmee bedoeld op het *High Court* waar het verzoek kan worden ingesteld.

⁹⁴⁵ *Section 424 CA 1973* spreekt over de *judicial manager* wanneer de procedure inzake *geregelijke bestuur* op de vennootschap van toepassing is.

⁹⁴⁶ Met de term *guarantee* wordt een lid van een vennootschap *limited by guarantee* aangeduid. Naast publieke en private vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal, vallen ook vennootschappen *limited by guarantee* onder het bereik van de *Companies Act*. Zie in dit verband onder meer Van Dorsten 1999, p. 372. Zie voor anderen die eveneens onder de term *contributory* vallen Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-531. Dit kan zijn een lid van een *unlimited company* die was opgenomen in het register voor vennootschappen, voorafgaand aan de inwerkingtreding van de wet van 1973 of een houder van een gedeeltelijk volgestort aandeel dat is uitgegeven voorafgaand aan de inwerkingtreding van voornoemde wet.

⁹⁴⁷ *Bowman NO v Sacks* 1986 (4) SA 459 (W) 463; *Body Corporate of Greenwood Scheme v 75/2 Sandown (Pty) Ltd* 1999 (3) SA 480 (W). Discussie bestaat over de vraag of voor de toepassing van s. 424 CA 1973 vereist is dat de vennootschap niet in staat is haar schulden te voldoen en derhalve van enige vorm van insolventie sprake moet zijn. Ik ga hier niet verder op in aangezien het aan de in dit onderzoek centraal staande probleemstelling inherent is dat de vennootschap niet al haar crediteuren kan voldoen. Zie voor een weergave van de discussie onder meer Blackman, Jooste en Everingham (Commentary on the Companies Act), 14-525 en 526. Zie eveneens Sigwadi 2003, p. 303-308.

aansprakelijkheid wegens *fraudulent conduct*.⁹⁴⁸ In de rechtspraak is gesteld dat wanneer, ingeval van bedrieglijk handelen jegens de crediteuren, de frauduleuze component van het handelen niet kan worden bewezen, desalniettemin sprake kan zijn van roekeloos handelen.⁹⁴⁹ Voor aansprakelijkheid op grond van *recklessness* in de zin van *section 424 CA 1973* is vereist dat het gewraakte gedrag kan worden gekwalificeerd als een grove nalatigheid of *gross negligence*, gewoon nalaten is onvoldoende voor aansprakelijkheid.⁹⁵⁰ Niet is vereist dat diegene die roekeloos heeft gehandeld daarbij willens en wetens is voorbij gegaan aan de gevolgen van zijn handelen. De grove nalatigheid omvat eveneens nalatigheid ten aanzien van het zich realiseren van de consequenties van dat handelen.⁹⁵¹ De test die bij het vaststellen van de nalatigheid wordt gehanteerd is in beginsel objectief. Bepalend is datgene wat mag worden verwacht van een redelijk handelend persoon. Slechts een sterke afwijking van deze zorgvuldigheidsmaatstaf kan een kwalificatie van het gewraakte gedrag als zijnde roekeloos rechtvaardigen.⁹⁵² De, in beginsel objectieve, test bevat in zoverre een subjectieve component dat bij het zoeken naar de gepaste maatstaf, gekeken wordt naar subjectieve elementen zoals onder meer de groep waartoe de persoon in kwestie behoort, diens opleidingsniveau, kennis en dergelijke meer.⁹⁵³ De zorgvuldigheidsnorm vertoont daardoor grote gelijkenissen met de Engelse test voor bestuurshandelen die in het kader van de *wrongful trading-rule* wordt gehanteerd. Ook hier zal een strengere maatstaf gelden indien het kennen en kunnen van de persoon in kwestie hoger ligt dan datgene wat naar objectieve maatstaven van een 'redelijk' handelend persoon mag worden verwacht. In de rechtspraak is aangenomen dat bij het toepassen van de zorgvuldigheidmaatstaf, de rechter onder meer de volgende omstandigheden in ogenschouw dient te nemen: '(...) *the scope of the company, the*

⁹⁴⁸ *Ex parte Lebowa Development Corporation Ltd* 1989 (3) SA 71 (T) 111; *Ozinsky v Lloyd* 1992 (3) SA 396 (C) 413. Zie over de invulling van het begrip *recklessness* in de zin van *section 424 CA 1973* in het algemeen onder meer Williams 1984, p. 684-700; Van Dorsten 1999, p. 374 e.v.; Cilliers & Benade 2001, nr. 10.60 e.v.; Henochsberg (losbl.), p. 914 (1) e.v.; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-534 e.v.

⁹⁴⁹ Milne J in *S v Harper* 1981 (2) SA 638 (D). Zie Henochsberg (losbl.), p. 915.

⁹⁵⁰ *S v Goertz* 1980 (1) SA 269 (C) 272; *S v Parson* 1980 (2) SA 397 (D) 440-401; *Fisheries Development Corporation of SA Ltd v Jorgensen* 1980 (4) SA 156 (W) 169-170; *S v Harper* 1981 (2) SA 638 (D); *Ozinsky v Lloyd* 1992 (3) SA 396 (C) 413; *Philotex (Pty) Ltd v Snyman* 1998 (2) SA 138 (SCA) 144. Zie in dit verband onder meer Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-534 en Henochsberg (losbl.), p. 914 (1).

⁹⁵¹ Howie JA in de reeds aangehaalde *Philotex*-zaak, *Philotex (Pty) Ltd v Snyman* 1998 (2) SA 138. Zie Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-534. In de *Philotex*-zaak werd uitspraak gedaan door het *Supreme Court of Appeal*. Deze wordt thans beschouwd als de leidende uitspraak inzake roekeloos en bedrieglijk handelen.

⁹⁵² *S v Goertz* 1980 (1) SA 269 (C) 272; *S v Parson* 1980 (2) SA 397 (D) 440-401; *Fisheries Development Corporation of SA Ltd v Jorgensen* 1980 (4) SA 156 (W) 169-170; *S v Harper* 1981 (2) SA 638 (D); *Ozinsky v Lloyd* 1992 (3) SA 396 (C) 413; *Philotex (Pty) Ltd v Snyman* 1998 (2) SA 138 (verder: de *Philotex*-zaak). Zie in dit verband onder meer Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-534.

⁹⁵³ Howie JA in de *Philotex*-zaak. Zie Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-535.

role, functions and powers of the directors, the amount of the debts, the extent of the company's financial difficulties and the prospects, if any, of recovery'.⁹⁵⁴

Volgens Van Deventer J in de *Ozinsky*-zaak is van *reckless conduct* in de zin van *section 424 CA 1973* sprake wanneer de activiteiten van de vennootschap worden voortgezet alsmede nieuwe schulden worden aangegaan op een moment waarop, naar het oordeel van een redelijk handelende zakenman onder vergelijkbare omstandigheden, niet het vooruitzicht bestond dat de crediteuren zouden kunnen worden voldaan. Hij stelde in dit verband het volgende:

'If a company continues to carry on business and to incur debts when, in the opinion of reasonable businessmen, standing in the shoes of the directors, there would be no reasonable prospect of the creditors receiving payment when due, it will in general be a proper inference that the business is being carried on recklessly'.⁹⁵⁵

Het begrip roekeloosheid in de zin van *section 424 CA 1973* werd nader uitgewerkt in de *Philotex*-zaak. Howie J ging daarbij nader in op het onderscheid tussen gewoene en grove nalatigheid en stelde dienaangaande het volgende:

'Participation in business necessarily involves taking entrepreneurial risks but s 424 only penalises the subjection of third parties to risk where (apart from the case of fraudulent trading) it is grossly unreasonable. If, therefore, in a given case there is some ground for thinking that creditors will be paid but a reasonable businessman would nonetheless, because of circumstances creating a (...) material but not high risk of non-payment, refrain from running that risk, the director who does run that risk by incurring credit, and thus falls short of the standard of conduct of the reasonable businessman, trades unreasonably and therefore negligently vis-à-vis creditors. That departure from the reasonable standard could not fairly be described as gross, however, and the director concerned would not be hit by the section. By contrast, an instance (...) that manifestly would fall foul of the section is where the (...) reasonable businessman would realise that in all the circumstances payment would not be made when due. To incur (...) credit in that situation would, as a matter of degree, be so plainly more serious a departure from the required standard than the conduct in the first example that one has no difficulty categorising it as grossly unreasonable and therefore grossly negligent. This second example, one must emphasise, is an extreme one and it would, in my view, (...) impose an unduly heavy burden on a plaintiff in s 424 proceedings to require proof of circumstances in which a reasonable businessman would assess non-payment as a virtual certainty'.⁹⁵⁶

En verder:

⁹⁵⁴ Zie *Fisheries Development Corporation of SA Ltd v Jorgensen* 1980 (4) SA 156 (W) 169-170; *S v Harper* 1981 (2) SA 638 (D); Howie JA in de *Philotex*-zaak. Zie Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-535 en Henochsberg (losbl.), p. 915.

⁹⁵⁵ *Ozinsky NO v Lloyd* 1992 (3) SA 396 (C) at 414. Zie in dit verband Henochsberg (losbl.), p. 914 (1).

⁹⁵⁶ *Philotex (Pty) Ltd v Snyman* 1998 (2) SA at 146-147.

'It is not possible to attempt to draw the line between negligence and recklessness more exactly. Each case must turn on its own facts and involve a value judgment on those facts'.⁹⁵⁷

Uit de *Philotex*-zaak volgt dat het onderscheid tussen nalatigheid en grove nalatigheid kan worden gezien als een glijdende schaal waarbij voor de aansprakelijkheid bepalend is in hoeverre het gewraakte gedrag afwijkt van dat van een redelijk handelend persoon. De bijzondere omstandigheden van het geval dienen daarbij in acht te worden genomen. Wanneer schulden worden aangegaan op een moment waarop een redelijk handelend persoon zich zou hebben gerealiseerd dat geen redelijk vooruitzicht bestond dat de crediteuren zouden kunnen worden voldaan, is in ieder geval sprake van roekeloos handelen in de zin van *section 424 CA 1973*. Dat is niet zonder meer het geval wanneer de specifieke omstandigheden reden geven om aan te nemen dat de mogelijkheid bestaat dat de crediteuren wel zullen kunnen worden voldaan, ondanks het feit dat een redelijk handelend persoon onder de gegeven omstandigheden gezien het (weliswaar beperkte) gevaar op benadeling van de crediteuren een dergelijk risico niet zou hebben genomen. In laatstgenoemd geval is weliswaar sprake van nalatig handelen, maar de afwijking van de zorgvuldigheidsmaatstaf is niet van dien aard dat deze de kwalificatie grove nalatigheid rechtvaardigt. Als ik het goed zie, dan zal de Zuid-Afrikaanse regeling, in vergelijking met de Engelse *wrongful trading*-bepaling, minder snel tot aansprakelijkheid leiden. Van *wrongful trading* kan immers sprake zijn wanneer de bestuurder nalaat om maatregelen te nemen omdat hij persoonlijk in de overtuiging verkeerde dat het financiële tij nog kon worden gekeerd, terwijl geen redelijk denkend bestuurder ervan uit zou zijn gegaan dat onder de gegeven omstandigheden een faillissement onafwendbaar was.⁹⁵⁸ Van roekeloos handelen kan eveneens sprake zijn indien schulden worden aangegaan terwijl een grote kans bestond dat crediteuren niet zouden kunnen worden voldaan. Howie JA stelde in de *Philotex*-zaak hieromtrent het volgende:

'So, if a plaintiff were to present evidence warranting the conclusion that when credit was incurred there was, objectively regarded, a very strong chance, falling short of a virtual certainty, that creditors would not be paid, that case would, I think, also involve the mischief (...) which the section was intended to combat'.⁹⁵⁹

De objectiviteit van de zorgvuldigheidstest brengt met zich dat het irrelevant is of de persoon in kwestie in de overtuiging verkeerde dat, ondanks de financiële moeilijkheden van de vennootschap, de schulden zouden kunnen worden voldaan.⁹⁶⁰

⁹⁵⁷ *Philotex (Pty) Ltd v Snyman* 1998 (2) SA at 147.

⁹⁵⁸ Zie Schreurs 1993, p. 652.

⁹⁵⁹ *Philotex (Pty) Ltd v Snyman* 1998 (2) SA at 147.

⁹⁶⁰ Howie JA in de *Philotex*-zaak. Zie hierover onder meer Van Dorsten 1999, p. 377-378.

3.2.2. The intent to defraud creditors of the company, of any other person or for any fraudulent purpose

Bedrieglijk handelen (*the intent to defraud*) kan eveneens tot aansprakelijkheid leiden. De woorden *defraud* en *fraudulent purpose* in de zin van *section 424 CA 1973* impliceren '(...) *actual dishonesty involving, according to current notions of fair trading among commercial men, real moral blame*'.⁹⁶¹ Van bedrieglijk handelen jegens de crediteuren van de vennootschap is sprake wanneer de activiteiten van de vennootschap worden voortgezet en schulden worden aangegaan op een moment waarop de bestuurders van de vennootschap wisten dat geen redelijk vooruitzicht bestond dat crediteuren ooit zouden worden voldaan.⁹⁶² Bedrieglijk handelen wordt echter niet aangenomen indien de vennootschap weliswaar niet kan nakomen maar diegene die bedrieglijk handelen wordt verweten, in de overtuiging verkeerde dat de crediteuren op enig moment zouden kunnen worden voldaan. Anders dan bij roekeloosheid is de subjectieve overtuiging van de handelende persoon ten aanzien van de financiële toekomstperspectieven van de vennootschap wel van belang. Zoals reeds aangegeven zal, wanneer het onder de gegeven omstandigheden niet mogelijk blijkt te zijn om de *intent to defraud* aan te tonen, het aangaan van schulden op een moment waarop geen redelijk vooruitzicht bestond dat de crediteuren zouden kunnen worden voldaan, desalniettemin als roekeloos handelen in de zin van *section 424 CA 1973* kwalificeren.⁹⁶³

Naast bedrieglijk handelen jegens de eigen crediteuren van de vennootschap, zijn er nog twee andere redenen voor aansprakelijkheid te weten, *carrying on of the business with the intent to defraud creditors of any other person* en *for any fraudulent purpose*. Onduidelijk is onder welke omstandigheden aansprakelijkheid kan worden aangenomen voor bedrieglijk handelen jegens de crediteuren van een ander.⁹⁶⁴ Denkbaar is dat daarbij wordt gedoeld op concernverhoudingen waarbij de holdingvennootschap niet enkel aansprakelijk is jegens de eigen crediteuren maar eveneens jegens de crediteuren van een van haar dochtermaatschappijen voor schulden die zijn ontstaan als gevolg van haar bedrieglijk handelen.⁹⁶⁵ Hierover zijn echter, noch in de Zuid-Afrikaanse rechtspraak noch in de literatuur, bronnen te vinden. De term *for any fraudulent purpose* illustreert de ruime reikwijdte van *section 424 CA 1973*. Deze bepaling is niet alleen opgezet met het oog op het construeren van een aansprakelijkheid wegens de benadeling van crediteuren maar heeft een

⁹⁶¹ Zie over de invulling van deze termen onder meer Cilliers & Benade 2001, nr. 10.60 e.v.; Van Dorsten 1999, p. 382 e.v.; Henochsberg (losbl.), p. 915 e.v.; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-538.

⁹⁶² Henochsberg (losbl.), p. 916; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-539 e.v.

⁹⁶³ *S v Harper* 1981 (2) SA 638 (D) 681; *Ozinsky v Lloyd* 1992 (3) SA 396 (C) 414. Zie Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-541. Zie eveneens Luiz & Van der Linde 1993, p. 237; Henochsberg (losbl.), p. 915.

⁹⁶⁴ Zie in dit verband Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-542.

⁹⁶⁵ De holdingvennootschap zou onder dergelijke omstandigheden wellicht rechtstreeks aansprakelijk zijn jegens die crediteuren wegens roekeloos of bedrieglijk handelen indien deze kan worden gezien als *knowingly a party to* dat handelen.

veel ruimer toepassingsbereik. Onder laatstgenoemde term vallen omstandigheden waarin sprake is van het uitoefenen van activiteiten voor frauduleuze doeleinden, anders dan bedrieglijk handelen jegens de eigen crediteuren van de vennootschap of jegens de crediteuren van een ander. Een voorbeeld hiervan is de verkoper van gestolen tweedehands wagens die liegt over de herkomst van de auto's.⁹⁶⁶ In dat geval is geen sprake van bedrieglijk handelen jegens de crediteuren, wel is sprake van frauduleus handelen jegens de klanten. Dergelijke omstandigheden kunnen eveneens onder het toepassingsbereik van *section 424 CA 1973* vallen indien de activiteiten van de vennootschap daarmee een frauduleus doel dienen.

3.3. Aansprakelijkheid van bestuurders en anderen

Section 424 CA 1973 kan worden ingeroepen jegens '(...) any person who was knowingly a party to the carrying on of the business in the manner aforesaid'. Vereist is dat de desbetreffende persoon op de hoogte was van de feiten. De vereiste wetenschap is aanwezig wanneer hij voorzag dat het handelen tot de in *section 424 CA 1973* genoemde gevolgen zou leiden en desalniettemin het bedoelde handelen heeft voortgezet dan wel heeft nagelaten om in te grijpen.⁹⁶⁷ Naast wetenschap is vereist dat de desbetreffende persoon kan worden aangemerkt als '*a party to the carrying on of the business in the manner aforesaid (...)*'. De term *party to* geeft aan dat de persoon in kwestie dient te hebben deelgenomen aan het tot aansprakelijkheid leidende gedrag.⁹⁶⁸ Het louter op de hoogte zijn van roekeloos of bedrieglijk handelen is onvoldoende om aansprakelijkheid op grond van *section 424 CA 1973* te rechtvaardigen.⁹⁶⁹ Dit is echter anders indien voor de persoon in kwestie de plicht bestond om de belangen van de vennootschap te behartigen en deze veilig te stellen. In dit verband kan worden gedacht aan de bestuurders van de vennootschap. Bestuurders kunnen ook zonder een actieve deelname aan het gewraakte handelen als *party to* kwalificeren. Vereist is echter dat zij over de nodige wetenschap beschikken en dat zij het desbetreffende handelen oogluikend hebben toegestaan of daaraan hebben meegewerkt.⁹⁷⁰ Uit de uitspraak inzake *Cronje NO v Stone en 'n ander*⁹⁷¹ blijkt dat bestuurders zich niet steeds achter hun onwetendheid kunnen verschuilen. Zij dienen

⁹⁶⁶ *R v Kemp* [1998] QB 645 (CA). Zie hierover Henochsberg (losbl.), p. 915; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-542.

⁹⁶⁷ *Simon NO v Mitsui and Co Ltd* 1997 (2) SA 475 (W) 526. Zie Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544.

⁹⁶⁸ Zie onder meer *Howard v Herrigel* 1991 (2) SA 660 (A) 674; *Simon NO v Mitsui and Co Ltd* 1997 (2) SA 475 (W) 525; *Philotex*-zaak. Henochsberg (losbl.), p. 920 e.v.; Van Dorsten 1999, p. 379 e.v. en p. 388 e.v.; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544.

⁹⁶⁹ *Howard v Herrigel* 1991 (2) SA 660 (A) 674; *Ozinsky v Lloyd* 1995 (2) SA 915 (A) 917. Zie Henochsberg (losbl.), p. 920 (1) en Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544.

⁹⁷⁰ Zie in dit verband onder meer *Howard v Herrigel* 1991 (2) SA 660 (A) 674; *Ozinsky v Lloyd* 1995 (2) SA 915 (A) 925; *Simon NO v Mitsui and Co Ltd* 1997 (2) SA 475 (W) 525; *Philotex*-zaak. Zie voor een volledige verwijzing Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-536 en 14-544-1. Zie voor de aansprakelijkheid van bestuurders eveneens Luiz 1988, p. 788-793; Havenga 1992, p. 66-67; Van Dorsten 1999, p. 388.

⁹⁷¹ 1985 (3) SA 597 (T).

actief bezig te zijn met het management van de vennootschap. In deze uitspraak werd datgene wat de bestuurder had behoren te weten doorslaggevend geacht.⁹⁷² De maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid convergeert daarmee in de richting van de dubbele maatstaf die in Engeland gehanteerd wordt voor de aansprakelijkheid van bestuurders in de zin van *section 214 IA 1986*.⁹⁷³ Uit de bespreking van de bestuurdersaansprakelijkheid naar Nederlands recht in hoofdstuk 5 blijkt dat bestuurders van Nederlandse kapitaalvennootschappen geacht worden op de hoogte te zijn van de financiële situatie binnen de vennootschap en zich derhalve niet eenvoudig achter een gebrek aan kennis kunnen verschuilen. De krachtens Zuid-Afrikaans recht op de bestuurder rustende zorgplicht lijkt omvangrijker dan de zorgplicht die terzake naar Nederlands recht wordt aangenomen. Een onrechtmatige daad van een bestuurder wegens het aangaan van overeenkomsten op een moment waarop deze wist of behoorde te weten dat de vennootschap haar verplichtingen terzake niet zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden voor de daaruit voortvloeiende schade, leidt naar Nederlandse opvattingen in beginsel niet tot aansprakelijkheid van zijn medebestuurders. Voor aansprakelijkheid van die medebestuurders is vereist dat zij nauw betrokken zijn geweest bij het sluiten van de desbetreffende overeenkomst. Naar Zuid-Afrikaans recht is voor de betrokkenheid van de bestuurder geen actieve participatie vereist. Die betrokkenheid wordt kennelijk afgeleid uit de plicht van de bestuurder om de belangen van de vennootschap te behartigen. Dit heeft tot gevolg dat voor betrokkenheid van de bestuurder niet vereist is dat hij zich actief opstelt bij het voortzetten van de activiteiten van de vennootschap.⁹⁷⁴ Het gedrag van de bestuurder moet wel kwalificeren als het oogluikend hebben toegestaan of hebben meegewerkt aan het gewraakte handelen.⁹⁷⁵

Het bovenstaande illustreert dat de reikwijdte van *section 424 CA 1973* niet louter beperkt is tot bestuurdersaansprakelijkheid. Ook derden kunnen onder het

⁹⁷² In casu stond de aansprakelijkheid van een *non-executive director* centraal. Met het feit dat de desbetreffende bestuurder zich niet bezighield met het dagelijks bestuur van de vennootschap werd rekening gehouden door in het aansprakelijkheidsoordeel de desbetreffende bestuurder een zekere speelruimte toe te kennen. Desalniettemin werd in casu tot aansprakelijkheid geconcludeerd. Van belang was daarbij onder meer dat het ging om een klein bedrijf waarvan de bestuurder en de *non-executive director* de enige twee aandeelhouders en bestuurders waren. Bovendien bestonden destijds de nodige indicaties voor de slechte financiële toestand waarin de vennootschap verkeerde.

⁹⁷³ Zie S. Luiz 1988, p. 788-793 en Luiz 1989, p. 582-585.

⁹⁷⁴ De naar Nederlands recht vereiste nauwe betrokkenheid werd door A-G Hartkamp in het arrest *Pelco/Sturkenboom* als volgt aangeduid: '(...) de situatie dat de medebestuurder in staat was het sluiten van de overeenkomst te voorkomen of de schadelijke gevolgen daarvan voor de wederpartij tijdig af te wenden, maar zulks heeft nagelaten hoewel dat van hem, gelet op de omstandigheden van het geval (met name de financiële toestand van de vennootschap en de wetenschap of voorzienbaarheid van wanprestatie), kon worden gevergd'. HR 8 januari 1999, NJ 1999/318 (*Pelco/Sturkenboom*), conclusie van de A-G onder nr. 8. Wanneer de nauwe betrokkenheid op die manier wordt ingevuld, is ook naar Nederlands recht geen actieve participatie van de bestuurder vereist. Zie in dit verband Kortmann 2006, p. 387. Het verschil tussen de zorgplicht van de bestuurder naar Zuid-Afrikaans en naar Nederlands recht wordt daarmee kleiner.

⁹⁷⁵ Van Dorsten 1999, p. 379 onder verwijzing naar de *Philotex*-zaak; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544-1.

bereik van deze regeling vallen. Aansprakelijkheid van derden is onder meer mogelijk wanneer deze op bedrieglijke wijze samenwerken met de bestuurders teneinde krediet voor de vennootschap te verkrijgen of wanneer een schuldeiser betaling aanvaardt wetende dat de desbetreffende gelden op een frauduleuze manier zijn verkregen.⁹⁷⁶ Iedereen die de activiteiten van de vennootschap heeft georganiseerd of georkestreerd of in staat is om de controle over de vennootschap naar zich toe te trekken, kan in beginsel onder het bereik van de regeling vallen.⁹⁷⁷ Interessant is in het kader van het onderhavige onderzoek in hoeverre deze regeling een basis biedt voor de aansprakelijkheid van aandeelhouders. In tegenstelling tot het Engelse recht, wordt in het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht het concept *shadow director* niet erkend.⁹⁷⁸ Gezien de ruime formulering van *section 424 CA 1973* zou een gezaghebbende aandeelhouder die zich bezighoudt met het beleid van de vennootschap onder het bereik van die bepaling kunnen vallen.⁹⁷⁹ Een aandeelhouder kan aansprakelijk worden gesteld indien en voor zover deze geacht kan worden over de vereiste wetenschap ten aanzien van het gewraakte handelen te hebben beschikt en bovendien kan worden gekwalificeerd als *party to* dat handelen. Dit wil zeggen dat hij op de hoogte moet zijn geweest van en bovendien actief moet hebben deelgenomen aan het tot aansprakelijkheid leidende gedrag. Op de crediteuren rust daarmee een zware bewijslast.⁹⁸⁰ Die bewijslast zou wellicht enigszins kunnen worden verlicht indien voor de aandeelhouder de plicht zou bestaan om zorg te dragen voor de belangen van de vennootschap in het algemeen. We hebben immers geconstateerd dat voor wat betreft het aanmerken van de bestuurders als *party to*, niet de eis wordt gesteld dat zij actief hebben deelgenomen aan het gewraakte handelen aangezien op de bestuurders immers een dergelijke algemene zorgplicht rust. Volgens de heersende leer rusten op de aandeelhouder echter geen *fiduciary duties* jegens de vennootschap.⁹⁸¹ Wel wordt aangenomen dat diegene die een zogenaamde *puppet of dummy* bestuurder aanstuurt, onder het bereik van de regeling kan vallen.⁹⁸² In dit verband kan gedacht worden aan de holdingvennootschap in concernverhoudingen. Naast natuurlijke personen, kunnen ook rechtspersonen onder het bereik van de regeling vallen.⁹⁸³ De in *section 424 CA 1973* gestelde eis dat diegene die aansprakelijk wordt gesteld, dient te kunnen worden aangemerkt als *party to* het roekeloos of frauduleus handelen brengt met zich dat de vennootschap zelf dient te hebben gehandeld. Hiervan is sprake wanneer de gedragingen van de bestuurders van de

⁹⁷⁶ Zie Van Dorsten 1999, p. 379 voor een verwijzing naar de relevante jurisprudentie. Zie eveneens Henochsberg (losbl.), p. 920 (2).

⁹⁷⁷ Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544-1.

⁹⁷⁸ Zie hierover Van Dorsten 1999, p. 22-23; Locke 2002, p. 420-437. Zie over het verschil tussen *shadow directors* en *de facto directors* naar Engels recht paragraaf 7.2.5 van dit hoofdstuk. Het concept *de facto* bestuurder wordt daarentegen wel erkend in het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht. *Section 1* van de CA 1973 bepaalt immers dat als *director* wordt aangemerkt: 'any person occupying the position of director or alternate director of a company, by whatever name he may be designated'.

⁹⁷⁹ Milo 1998, p. 322.

⁹⁸⁰ Milo 1998, p. 322.

⁹⁸¹ Zie Locke 2002, p. 430 en de in voetnoot 63 aangehaalde jurisprudentie.

⁹⁸² Van Dorsten 1999, p. 379.

⁹⁸³ Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-543.

vennootschap aan laatstgenoemde kunnen worden toegerekend en dientengevolge hebben te gelden als gedragingen van de vennootschap zelf.⁹⁸⁴ Een vennootschap die de bestuurders van een andere vennootschap benoemt kan bijvoorbeeld aansprakelijk worden gesteld onder *section 424 CA 1973* voor de handelingen die de desbetreffende bestuurders hebben verricht namens eerstgenoemde vennootschap.⁹⁸⁵

3.4. *De omvang van de aansprakelijkheid en de positie van de crediteuren*

Wanneer van roekeloos of frauduleus handelen sprake is, zal de rechter een verklaring afgeven waaruit blijkt dat diegene die daarbij bewust betrokken was, persoonlijk verantwoordelijk wordt gehouden voor bepaalde dan wel alle schulden van de vennootschap zonder enige beperking van aansprakelijkheid. *Section 424 CA 1973* kent de rechter daarbij een ruime discretionaire bevoegdheid toe. Niet wordt geëist dat in de verklaring de omvang van het bedrag wordt vastgesteld maar wel voor welke schulden de desbetreffende persoon verantwoordelijk wordt geacht.⁹⁸⁶ Anders dan in de Engelse regeling, komt de bevoegdheid tot het vorderen van een gerechtelijke verklaring op grond van *section 424 CA 1973* niet enkel toe aan de *liquidator*. Individuele crediteuren kunnen eveneens een dergelijke vordering instellen.⁹⁸⁷ Zowel in als buiten faillissement staat het de individuele crediteuren vrij ten eigen bate een verzoek op grond van *section 424 CA 1973* tot het hof te richten zonder dat zij daarbij verplicht zijn de aldus verkregen compensatie met de overige crediteuren te delen.⁹⁸⁸ De rechter is vrij om in de in *section 424 CA 1973* bedoelde verklaring aan te geven jegens wie de aangesprokene aansprakelijk wordt geacht. De verklaring kan zich uitstrekken tot de individuele crediteur die de zaak voor de rechter heeft gebracht, een bepaalde groep crediteuren of alle schuldeisers gezamenlijk.⁹⁸⁹ Het intreden van het faillissement of gerechtelijk bestuur van de vennootschap doet niet af aan de bevoegdheid van de individuele crediteuren om een verklaring op grond van *section 424 CA 1973* te verzoeken. Wanneer de vennootschap in liquidatie verkeert of onder gerechtelijk bestuur staat en de curator c.q. de bewindvoerder erin slaagt om op basis van *section 424 CA 1973* een verklaring te verkrijgen op grond waarvan diegene die roekeloos of frauduleus heeft gehandeld aansprakelijk wordt geacht jegens bepaalde crediteuren, kan de rechter oordelen dat, hoewel betaling aan de curator of bewindvoerder het meest voor de hand ligt, deze betaling recht-

⁹⁸⁴ *Anderson v Dickson and Another NNO* 1985 (1) SA 93 (N). Zie Van Dorsten 1999, p. 387-388; Henochsberg (losbl.), p. 920 (2)-920 (3); Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544-3.

⁹⁸⁵ *Fisheries Development Corporation of SA Ltd v Jorgensen* 1980 (4) SA 156 (W). Zie Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544-3.

⁹⁸⁶ *Cronje v Stone* 1985 (3) SA 593 (T) 615. Zie Henochsberg (losbl.), p. 919; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544-4.

⁹⁸⁷ Naast de *liquidator* en de crediteuren, kunnen ook de *master*, de bewindvoerder, de leden of een contributory van de vennootschap om een dergelijke verklaring verzoeken.

⁹⁸⁸ *Bowman NO v Sacks and Others* 1986 (4) SA 459 (W). Zie hierover Van Dorsten 1999, p. 371-372; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-550.

⁹⁸⁹ Havenga 1992, p. 67 e.v.; Henochsberg (losbl.), p. 919.

streeks aan de desbetreffende crediteuren dient te geschieden.⁹⁹⁰ De rechter kan eveneens oordelen dat de betaling aan de curator of bewindvoerder dient te gebeuren ten voordele van de desbetreffende crediteuren. Hiermee wordt voorbijgegaan aan het beginsel van de *paritas creditorum* dat in Engeland een van de voornaamste redenen vormde om enkel de curator bevoegd te verklaren tot het instellen van een vordering op grond van *wrongful trading*. Wanneer de bijdrage van de verantwoordelijk gehouden persoon onvoldoende blijkt te zijn teneinde alle schulden te voldoen, dan mag de curator of bewindvoerder niet zonder meer overgaan tot een *pro rata parte* verdeling aan de crediteuren. Het is de rechter die in dat geval aanwijzingen dient te geven ten aanzien van de verdeling van de opbrengst van de vordering.⁹⁹¹ Opmerkelijk is dat voor de toepassing van *section 424 CA 1973* en het verkrijgen van een gerechtelijke verklaring op grond van deze regeling geen causaal verband vereist is tussen het roekeloos of bedrieglijk handelen en de schade waarvoor de desbetreffende persoon aansprakelijk wordt gesteld.⁹⁹² Dit vergroot het bereik van de regeling. Diegenen die reeds voor het moment waarop van roekeloos of bedrieglijk handelen sprake was, als crediteur van de vennootschap hadden te gelden, vallen daarmee onder de reikwijdte van de bepaling.⁹⁹³ De regeling is zowel van civielrechtelijke als van strafrechtelijke aard. Een daarop gebaseerde sanctie kan dientengevolge zowel een compensatoire als een punitieve component bevatten. Het staat de rechter vrij om de punitieve aard van de voorziening te laten weerspiegelen in de omvang van het bedrag waarvoor de persoon in kwestie verantwoordelijk wordt geacht.⁹⁹⁴

⁹⁹⁰ Henochsberg (losbl.), p. 920. Anders Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-550. De uitspraak in de *Bowman*-zaak is mijns inziens echter duidelijk. Flemming J stelde in dit verband het volgende: 'Recovery of assets because of a declaration in terms of s 424 is a step in the administration of the company in liquidation. The object of obtaining an increase in assets does not disappear because in the process the steps are not devoid of a punitive element. It is true that the wording of the *section* allows the Court, on the application of a creditor, properly to declare a director liable to the specific (...) creditor, in a determined amount, with a resultant right for the creditor to exact payment from that director Cf. In *Re William C Leitch Bros* (2) 1933 Ch 261; *Re Cyona Distributors Ltd* [1967] 1 All ER 281 (CA) and *Dorklerk Investments (Pty) Ltd v Bhyat* 1980 (1) SA 443 (W). Sometimes it will be more appropriate (...) even then, *mero motu* or at the request of the liquidator, to exercise the Court's powers to the advantage of all creditors and not only the applying creditor. See *Re Gerald Cooper Chemicals Ltd* 1978 Ch 262 ([1978] 2 All ER 49 (Ch) at 54); and cf. the *Cyona* case *supra* at 284. The object of s 424 is not to alter priorities amongst creditors as a matter of allowing favoured treatment (In *Re William C Leitch Bros* J (*supra*)) except perhaps where called for by special equitable considerations'. Zie *Bowman NO v Sacks and Others* 1986 (4) SA 459 (W) 464-465.

⁹⁹¹ Henochsberg (losbl.), p. 920.

⁹⁹² *Howard v Herrigel & Others NNO* 1991 (2) SA 660 (A) at 672.

⁹⁹³ *Kalinko v Nisbet & Others* 2002 (5) SA 766 (W). Zie in dit verband Havenga 2003, p. 70 e.v.; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act) 2, p. 14-544-3.

⁹⁹⁴ Zie in dit verband onder meer Henochsberg (losbl.), p. 918 e.v. en Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-544-3.

3.5. *De gevolgen van section 424 CA 1973 voor het voortzetten van insolvente vennootschappen*

In de Zuid-Afrikaanse rechtspraak en literatuur is uitgebreid aandacht besteed aan de vraag vanaf welk moment een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap haar activiteiten dient te staken. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen feitelijke en commerciële insolventie.⁹⁹⁵ Van feitelijke insolventie is sprake wanneer de passiva van de vennootschap de activa overtreffen en dientengevolge niet alle crediteuren zullen kunnen worden voldaan. Commerciële insolventie ziet daarentegen op de illiquiditeit waardoor de vennootschap niet in staat is om haar lopende schulden te voldoen. Het is niet uitgesloten dat een vennootschap die op enig moment (feitelijk) insolvent is, op termijn desalniettemin in staat blijkt te zijn haar crediteuren te voldoen. In *section 344 CA 1973* wordt voor het toewijzen van een liquidatieverzoek aangehaakt bij de commerciële insolventie. Dit brengt met zich dat een vennootschap eerst insolvent wordt geacht wanneer deze haar lopende verplichtingen niet kan voldoen.⁹⁹⁶ De vraag is in hoeverre de regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen bestuurders, en anderen die onder het bereik van die regeling vallen, dwingt om de activiteiten van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap te staken. Het was vooral de uitspraak van Stegmann J in de *Lebowa-zaak*⁹⁹⁷ die in dit verband heel wat stof heeft doen opwaaien. Stegmann J stelde in genoemde zaak onder meer het volgende:

'There is a fundamental distinction between exposing (...) a company's capital to the risks faced in the course of its business and exposing a company's creditors to those risks. The former exposure is authorized by the company's members and is therefore lawful. There is frequently no authorization for the latter, and in the absence of authorization it is unlawful.

This distinction lies at the heart of the bargain underlying (...) the provision in the Companies Act for the benefit of limited liability. To secure that benefit the members undertake, as they must, to provide a capital sum which (and which alone) is to be exposed to the risks of the company's venture'.⁹⁹⁸

En verder:

'The idea underlying the Companies Act is, of course, that the members of a company should subscribe and pay for, and that the company should issue, shares representing an amount of capital which they consider to be appropriate for the risk-venture on which they wish their company (...) to embark. (...) As soon as the company's assets are reduced so that they exceed its liabilities by less than the amount of the issued capital, capital begins to be lost. When assets are reduced to such (...) an extent that they

⁹⁹⁵ *Ex Parte De Villiers and Another NNO: In re Carbon Developments (Pty) Ltd* 1993 (1) SA 493 (A). Zie onder meer Luiz & Van der Linde 1993, p. 230-237; Fourie 1994, p. 148-175; Matlala 1994, p. 34-38; Mackenzie 1997, p. 370-379; Van Dorsten 1999, p. 396 e.v.

⁹⁹⁶ Van Dorsten 1999, p. 398.

⁹⁹⁷ *Ex Parte Lebowa Development Corporation Ltd* 1989 3 SA 71 (T). Zie over deze uitspraak en de daaropvolgende uitspraken Luiz & Van der Linde 1993, p. 230-237; Fourie 1994, p. 148-175; Matlala 1994, p. 34-38; Mackenzie 1997, p. 370-379; Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act), p. 14-541.

⁹⁹⁸ 1989 3 SA 71 (T) 105.

equal liabilities, the entire capital has been lost. At this point, reasonable men wind up their company and pay creditors in full, unless they have access to further capital and can revitalise their company with some appropriate form of capital reconstruction'.⁹⁹⁹

Later in dezelfde uitspraak duidt Stegmann J het voortzetten van insolvente vennootschappen aan als *social evil*.¹⁰⁰⁰ De visie van Stegmann J werd in een later uitspraak afgewezen door Van Deventer J¹⁰⁰¹ en door Goldstone J A in de *De Villiers*-zaak die in dit verband stelde:

'If the view taken by Stegmann J in this regard is correct, it would follow that for decades in South Africa the officers of a vast number of (...) private companies (...) have acted unlawfully and dishonestly. It is a common occurrence for a private company to embark on trading with a nominal paid-up share capital and to finance its business operations by way of members' loans. Frequently, those loans are treated (...) as if they were part of the capital of the company'.¹⁰⁰²

Goldstone J A citeerde daarbij de woorden van Buckley J in een eerdere niet gepubliceerde uitspraak die de lezer, al was het enkel uit eerbied voor de literaire kunsten van laatstgenoemde rechter, niet mogen worden onthouden:

'In my judgment, there is nothing wrong in the fact that directors incur credit at a time when, to their knowledge, the company is not able to meet (...) all its liabilities as they fall due. What is manifestly wrong is if directors allow a company to incur credit at a time when the business is being carried on in such circumstances that it is clear that the company will never be able to satisfy its creditors. However, there is nothing to say that directors who genuinely believe that the clouds will roll away and the sunshine of prosperity will shine upon them again and disperse the fog of their depression are not entitled to incur credit to help them get over the bad time'.¹⁰⁰³

Bestuurders van een vennootschap die (feitelijk) insolvent is, kunnen met andere woorden de activiteiten van de vennootschap voortzetten indien zij oprecht geloven dat deze haar schulden zal kunnen nakomen op het moment dat deze opeisbaar worden. Dit wil overigens niet zeggen dat de bestuurder nimmer roekeloos handelt wanneer hij de activiteiten in die situatie voortzet.¹⁰⁰⁴ De omstandigheden van het geval zijn steeds bepalend. In de *Philotex*-zaak werd in dit verband het volgende gesteld:

⁹⁹⁹ 1989 3 SA 71 (T) 113.

¹⁰⁰⁰ 1989 3 SA 71 (T) 117.

¹⁰⁰¹ Ozinsky NO v Lloyd 1995 (2) SA 915 (A).

¹⁰⁰² *Ex Parte De Villiers & Another NNO: In re Carbon Developmenst (Pty) Ltd (in liquidation)* 1993 (1) SA 493 (A) at 503.

¹⁰⁰³ 1993 (1) SA 493 (A) at 504.

¹⁰⁰⁴ *Lordan NO v Dusky Dawn Investments (Pty) Ltd (in liquidation) (Pearmain and Another Intervening)* 1998 (4) SA 519 (SE). Zie over deze zaak Van Dorsten 1999, p. 398.

'Insofar as Buckley J (...) was saying that it is never dishonest or fraudulent for directors to incur credit at a time when, to their knowledge, the company is not able to meet all its liabilities as they fall due, we would respectfully disagree'.¹⁰⁰⁵

Voor de vraag of de bestuurder onder de gegeven omstandigheden het gerechtvaardigd vertrouwen mocht hebben dat de vennootschap op enig moment zou kunnen nakomen, is van belang welke grondslag voor bestuurdersaansprakelijkheid wordt gehanteerd. Wanneer de bestuurder roekeloos handelen wordt verweten, is bepalend datgene wat van een redelijk denkend bestuurder kon worden verwacht. Voor aansprakelijkheid op grond van frauduleus of bedrieglijk handelen, is de subjectieve overtuiging van de desbetreffende bestuurder doorslaggevend aangezien enige vorm van opzet vereist is.¹⁰⁰⁶ Bestuurders die daarentegen toelaten dat een commercieel insolvente vennootschap nieuwe schulden aangaat, kunnen daarvoor aansprakelijk worden gesteld in de zin van *section 424 CA 1973*.¹⁰⁰⁷ Van belang is of voor hen duidelijk was dat de aangegane schulden niet zouden kunnen worden voldaan. Zodra een vennootschap feitelijk insolvent is dient de alarmbel te worden geluid. Bestuurders moeten op hun hoede zijn en nagaan of de vennootschap ook commercieel insolvent (illiquide) is. Zolang dat niet het geval is, kunnen de activiteiten van de vennootschap worden voortgezet.¹⁰⁰⁸ Aansprakelijkheid op grond van *section 424 CA 1973* is in dat geval echter niet zonder meer uitgesloten. Uit de *Philotex*-uitspraak blijkt dat van roekeloos handelen sprake kan zijn wanneer er aanwijzingen zijn dat een niet te verwaarlozen kans bestaat dat de crediteuren onvoldaan zullen blijven.

3.6. Een evaluatie van het Zuid-Afrikaanse systeem

Section 424 CA 1973 houdt het midden tussen de Engelse *fraudulent trading*-regeling enerzijds en de regeling inzake *wrongful trading* anderzijds. Evenals de bepaling inzake *fraudulent trading*, roept de Zuid-Afrikaanse regeling zowel een civiele als een strafrechtelijke aansprakelijkheid in het leven. De bewijsproblemen waarmee de Engelse *fraudulent trading*-regeling is omgeven zijn, door de uitbreiding van de reikwijdte van *section 424 CA 1973* waardoor deze ook ziet op roekeloos gedrag, minder pregnant. Niet is vereist dat de frauduleuze component van het gewraakte handelen wordt aangetoond. De Zuid-Afrikaanse regeling biedt daarmee een grondslag voor aansprakelijkheid die convergeert in de richting van de Engelse *wrongful trading*. Dit neemt echter niet weg dat diegene die een verklaring op grond van *section 424 CA 1973* wil uitlokken, met een zware bewijslast wordt geconfronteerd. Voor roekeloos handelen is immers grove nalatigheid vereist. In de wettelijke bepaling wordt evenmin als in de jurisprudentie een algemene regel gegeven voor het vaststellen van bedrieglijk of frauduleus handelen. Een en ander hangt nauw samen met de omstandigheden van het geval. Een belangrijke verduidelijking voor

¹⁰⁰⁵ 1998 (2) SA p148. Howie J citeerde hierbij de *Court of Appeal in R v Grantham* [1984] QB 675 (CCA) [1984] 3 All ER 166.

¹⁰⁰⁶ Van Dorsten 1999, p. 398 e.v.

¹⁰⁰⁷ Van Dorsten 1999, p. 400.

¹⁰⁰⁸ Van Dorsten 1999, p. 397.

de toepassing van *section 424 CA 1973* werd gegeven in de *Philotex*-zaak. Deze uitspraak vormde een belangrijke ontwikkeling voor het hanteren van *section 424 CA 1973* als middel om bestuursgedrag, en het gedrag van andere zeggenschaphouders die onder het bereik van de regeling vallen, te beteugelen.¹⁰⁰⁹ De uitspraak kan gezien worden als een leidraad voor het toepassen van *section 424 CA 1973*. Een van de obstakels bij de toepassing van *section 424 CA 1973* in het pré-*Philotex* tijdperk was gelegen in de bestaande onduidelijkheid over de grens tussen zakelijk optimisme enerzijds en roekeloos handelen anderzijds.¹⁰¹⁰ Als vuistregel wordt thans gehanteerd dat van roekeloos, en onder omstandigheden zelfs van frauduleus handelen sprake is wanneer schulden worden aangegaan op een moment waarop de handelende persoon wist dat de vennootschap deze niet zou kunnen nakomen. Voor het vaststellen van roekeloos handelen is bepalend datgene wat verwacht kan worden van een redelijk handelend persoon die zich in vergelijkbare omstandigheden bevindt. Wanneer een beroep wordt gedaan op frauduleus handelen als grondslag voor aansprakelijkheid, dient te worden uitgegaan van de subjectieve overtuiging van de persoon in kwestie. We hebben gezien dat zowel voor wat betreft het Engelse recht als voor wat betreft het in Nederland geldende regime voor bestuurdersaansprakelijkheid, het vaststellen van het omslagpunt een struikelblok vormt. Het bepalen van dat omslagpunt is in de Zuid-Afrikaanse regeling minder relevant doordat de omvang van de vergoeding in dat rechtstelsel niet is gerelateerd aan het moment waarop van roekeloos of frauduleus handelen sprake is en geen causaal verband vereist is tussen de schade van de crediteuren en het roekeloos of frauduleus handelen.

De Zuid-Afrikaanse regeling heeft een ruimer toepassingsbereik dan de Engelse *wrongful trading*-bepaling. *Section 424 CA 1973* biedt de crediteuren¹⁰¹¹ de mogelijkheid om ook gedurende het normale bestaan van de vennootschap buiten surséance van betaling of faillissement, diegene die de zeggenschap over de vennootschap in handen heeft voor zijn handelen aansprakelijk te stellen. Dit brengt met zich dat de regeling eveneens van toepassing kan zijn op reddingsoperaties waarbij crediteuren worden benadeeld. Het aangaan van de verplichtingen in naam van de vennootschap die in staat van commerciële insolventie verkeert, in die zin dat duidelijk is dat de verplichtingen niet zullen kunnen worden nagekomen, is volgens de Zuid-Afrikaanse regeling niet toegestaan. Van roekeloos handelen kan daarnaast eveneens sprake zijn indien schulden worden aangegaan terwijl de vennootschap (feitelijk) insolvent is en een niet te verwaarlozen kans bestaat dat crediteuren niet zullen kunnen worden voldaan. *Section 424 CA 1973* biedt niet alleen de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van bestuurders maar van eenieder die van het roekeloos of frauduleus handelen op de hoogte was en daarbij betrokken was. De bewoording van de Zuid-Afrikaanse regeling biedt daarmee ruimte om onder omstandigheden niet alleen de bestuurders maar ook aandeelhouders van de vennootschap aansprakelijk te stellen voor het roekeloos of bedrieglijk handelen. Het ontbreken van de erkenning van het begrip schaduwbestuurder naar Zuid-Afrikaans

¹⁰⁰⁹ Havenga 1998, p. 719.

¹⁰¹⁰ Zie over de nadelen van *section 424 CA 1973* Fourie 1994, p. 170.

¹⁰¹¹ Crediteuren en anderen die op grond van *section 424 CA 1973* een verzoek tot het hof kunnen richten.

recht behoeft daarbij geen opstakel te vormen. De aandeelhouder zal echter enkel aansprakelijk kunnen worden gesteld indien aangetoond kan worden dat hij over de vereiste wetenschap beschikte en bovendien actief heeft geparticipeerd in het roekeloos of bedrieglijk handelen.¹⁰¹² Een belangrijk voordeel van de Zuid-Afrikaanse regeling is dat deze de individuele crediteuren te allen tijde de mogelijkheid biedt om een verklaring op grond van *section 424 CA 1973* te verzoeken. Het intreden van het faillissement van de vennootschap doet daaraan niet af. Bovendien biedt de regeling de mogelijkheid om te differentiëren tussen de verschillende crediteuren. De rechter heeft een grote vrijheid bij het vaststellen van de verklaring en kan daarbij bepalen dat de handelende persoon enkel aansprakelijk kan worden geacht jegens bepaalde crediteuren. Dat geldt zowel in als buiten faillissement. De regeling biedt daarmee de mogelijkheid om rekening te houden met de mate waarin een crediteur door het gewraakte handelen werd benadeeld, hoewel een dergelijk causaal verband strikt genomen niet vereist is. Dit kan een belangrijke prikkel vormen voor crediteuren om daadwerkelijk over te gaan tot het instellen van een vordering op grond van *section 424 CA 1973*.¹⁰¹³ De crediteur heeft immers steeds de bevoegdheid om ten eigen baten een verzoek op grond van *section 424 CA 1973* tot de rechter te richten zonder dat hij de opbrengsten daarvan per definitie met de overige crediteuren dient te delen.

4. Bevindingen

Het spanningsveld waartoe de beperkte aansprakelijkheid aanleiding geeft wanneer de vennootschap zich in de buurt van de insolventie begeeft, wordt in de Nederlandse wetgeving niet gereguleerd. Doordat in het in Nederland geldende vennootschapsrecht vooral de nadruk wordt gelegd op de *ex ante* bescherming van crediteuren door middel van onder meer de regels van de kapitaalbescherming, dienen vennootschapscrediteuren voor een *ex post* bescherming met name een toevlucht te zoeken tot de algemene regels van het civiele aansprakelijkheidsrecht. Het risico van aansprakelijkheid op grond van een onrechtmatige daad bewerkstelligt tot op zekere hoogte dat bestuurders (en onder omstandigheden ook andere zeggenschapshouders) van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap op enig moment gedwongen worden rekening te houden met de mogelijke benadeling van crediteuren. Deze vorm van *ex post* bescherming is met name in de rechtspraak tot ontwikkeling gekomen.

Een andere benadering van deze problematiek treffen we aan in Engeland en Zuid-Afrika. In Engeland dient de crediteurenbescherming met name gevonden te worden in de zorgplicht van de bestuurders.¹⁰¹⁴ Het voordeel van de Engelse *wrong-*

¹⁰¹² Zoals reeds aangegeven, is dit een zware bewijslast aangezien de aandeelhouder niet enkel over de nodige wetenschap dient te hebben beschikt maar eveneens moet kunnen worden gekwalificeerd als *party to* het bedrieglijk of roekeloos handelen.

¹⁰¹³ Zie in dit verband Havenga 1992, p. 67 e.v. die de Zuid-Afrikaanse regeling vergelijkt met de Engelse regeling inzake *fraudulent trading* en van mening is dat deze mogelijkheid tot het toekennen van een vergoeding aan individuele crediteuren een belangrijk voordeel is van de Zuid-Afrikaanse regeling.

¹⁰¹⁴ Schreurs 1993, p. 1019.

ful trading-regeling is dat hiermee uitdrukking wordt gegeven aan de suprematie van het crediteurenbelang bij naderende insolventie. Bestuurders worden gedwongen om met dit gegeven rekening te houden en kunnen achteraf voor het door hun gevoerde beleid onder omstandigheden aansprakelijk worden gesteld. Een en ander komt de bestuurskwaliteit ten goede. De dreiging van aansprakelijkheid dwingt hen tot het periodiek evalueren van de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert. Aantrekkelijk aan dit systeem is bovendien dat de nadruk wordt gelegd op de inspanningsverbintenis van de bestuurders. Teneinde aansprakelijkheid te vermijden, dienen zij niet noodgedwongen het faillissement van de vennootschap aan te vragen maar al datgene te doen wat, naar redelijkheid, van hen kan worden verwacht om de schade voor crediteuren te minimaliseren. Het nadeel van de aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad en de wijze waarop daaraan in de Nederlandse jurisprudentie gestalte is gegeven, is dat deze enkel bescherming biedt aan contractuele schuldeisers die bovendien met de vennootschap hebben gecontracteerd op een moment waarop duidelijk was of behoorde te zijn dat de vennootschap haar schulden niet zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden voor de daaruit voortvloeiende schade. De Engelse *wrongful trading*-regeling en de Zuid-Afrikaanse regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen bieden een *ex post* bescherming voor zowel oude als nieuwe crediteuren. In vergelijking met de *wrongful trading*-bepaling, biedt de Zuid-Afrikaanse regeling in dit opzicht een ruimere mogelijkheid tot flexibiliteit. Het staat de individuele schuldeisers vrij om zelf ten eigen bate een vordering op grond van roekeloos en bedrieglijk handelen in te stellen. De rechter komt bovendien bij de afgifte van een verklaring een ruime vrijheid toe om met de onderlinge verschillen in positie tussen de schuldeisers rekening te houden.

De maatstaven die in het Nederlandse, Engelse en Zuid-Afrikaanse recht voor het beoordelen van het bestuurshandelen worden gehanteerd, zijn vergelijkbaar. In alle drie de rechtstelsels is de aan het handelen van de bestuurders te stellen zorgvuldigheidsnorm geobjectiveerd. Hierbij dient evenwel te worden opgemerkt dat deze objectieve zorgvuldigheidsnorm die voor wat betreft het Nederlandse recht blijkt uit de door de Hoge Raad geformuleerde maatstaf in het *Staleman/Van de Ven*-arrest, ontwikkeld is tegen de achtergrond van de interne aansprakelijkheid van de bestuurder jegens de vennootschap en niet jegens derden zoals bijvoorbeeld de vennootschapscrediteuren. Zowel in de Engelse als in de Zuid-Afrikaanse regeling wordt aan de objectieve maatstaf een subjectieve component toegevoegd waardoor rekening kan worden gehouden met het specifieke kennen en kunnen van de desbetreffende bestuurder, voor zover dit meer is dan dat van een gemiddelde bestuurder die redelijk handelt. De drie beschreven stelsels van *ex post* crediteurenbescherming bieden de mogelijkheid om naast de bestuurders ook andere zeggenschapshouders aansprakelijk te stellen. Voor aansprakelijkheid van anderen dan de bestuurders, is steeds een zekere vorm van beleidsbemoeienis vereist. De aansprakelijkheid van moedervennootschappen wegens benadeling van de crediteuren van een dochtermaatschappij, kwam in het vorige hoofdstuk aan de orde. De *wrongful trading*-regeling strekt zich mede uit tot schaduwbestuurders. Onder die term kan de moedervennootschap in concernverhoudingen worden begrepen wanneer deze zich actief met het beleid van de dochtervennootschap heeft bemoeid. Een volledige terzijdestelling van het formele bestuur over het gehele beleidsterrein is daarvoor

niet vereist. De Zuid-Afrikaanse regeling heeft een ruim toepassingsbereik. Voor roekeloos of bedrieglijk handelen kan eenieder die kwalificeert als *knowingly a party to the carrying on of the business*, aansprakelijk worden gesteld. Dit impliceert dat de desbetreffende persoon op de hoogte dient te zijn geweest van het roekeloos of bedrieglijk handelen en daarenboven dient te hebben 'geparticipeerd' in het tot aansprakelijkheid leidende gedrag. Bestuurders kunnen ook zonder een actieve deelname aan het gewraakte handelen als *party to* kwalificeren aangezien op hen een algemene verplichting tot de behartiging van de belangen van de vennootschap rust. Vereist is echter dat zij over de nodige wetenschap beschikken en dat zij het desbetreffende handelen oogluikend hebben toegestaan of daaraan hebben meegewerkt.

BELANGENBEHARTIGING EN AANDEELHOUDERS- VERANTWOORDELIJKHEID/AANSPRAKELIJKHEID

1. Inleiding

Het bestuur en de gezamenlijke aandeelhouders verenigd in de aandeelhoudersvergadering, kunnen worden aangemerkt als de belangrijkste protagonisten in de vennootschappelijke besluitvorming. Binnen het Rijnlands model heeft het bestuur de opdracht om bij de uitoefening van zijn taak, anders dan in het traditionele Angelsaksische model, niet enkel het aandeelhoudersbelang voorop te stellen. De delegatie van de bestuursmacht aan het bestuur vormt één van de rechtvaardigingen voor de beperkte aansprakelijkheid en een waarborg voor de behartiging van andere bij de vennootschap betrokken belangen. De aandeelhouder staat het daarentegen in beginsel vrij om bij de uitoefening van de aan het aandeel verbonden rechten zijn eigen belang voorop te stellen.¹⁰¹⁵ In hoofdstuk 2 heb ik erop gewezen dat binnen de vennootschappelijke structuur voor de aandeelhouders een belangrijke taak is weggelegd als waakhond of toezichthouder op het bestuur. De hypothese dat de belangen van aandeelhouders grotendeels parallel lopen aan die van de overige vennootschappelijke *stakeholders*, loopt onder meer spaak wanneer de vennootschap geconfronteerd wordt met (opkomende) financiële moeilijkheden. Binnen de vennootschappelijke orde is aan de aandeelhoudersvergadering een aantal belangrijke bevoegdheden toebedeeld die deze in staat moet stellen om adequaat toezicht uit te oefenen op het bestuur van de vennootschap. Interessant is de vraag in hoeverre de aandeelhoudersvergadering als collectief alsook de individuele aandeelhouders, bij de uitoefening van die taak gehouden zijn met de belangen van anderen rekening te houden. Deze vraag wordt met name pregnant wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden verkeert of daarmee wordt bedreigd. In dat geval neemt het belang van de crediteuren immers toe. Ik heb in hoofdstuk 4 betoogd dat het in lijn ligt met de bestaande vennootschappelijke bevoegdheidsverdeling zoals neergelegd in Boek 2 BW om de gezamenlijke aandeelhouders in de be-

¹⁰¹⁵ Maeijer 1964; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 172.1; Mendel 1997, p. 207-215; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 287; Dortmund 2000 II, p. 11; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 67; Slagter 2005, p. 14.

sluitvorming ten aanzien van de (naderende) financiële moeilijkheden te betrekken. Tegen deze achtergrond is het met name relevant om, alvorens aan de aandeelhoudersvergadering een dergelijke vergaande bevoegdheid toe te kennen, na te gaan in hoeverre de aandeelhoudersvergadering en de individuele aandeelhouder gehouden zijn met de belangen van anderen rekening te houden. Dat een aandeelhouder niet geheel vrij is in de uitoefening van zijn bevoegdheden binnen de vennootschap, bleek reeds in hoofdstuk 6 voor wat betreft de moedervennootschap in concernverhoudingen.

In dit hoofdstuk staat de aandeelhoudersverantwoordelijkheid en de belangenbehartiging door zowel de aandeelhoudersvergadering als de individuele aandeelhouders centraal. Daarbij wordt in de eerste plaats de heersende leer, die de uitoefening van de aan de aandeelhouder toekomende rechten in het eigen belang voorop stelt, geschetst. Dit uitgangspunt werd reeds in 1970 door Cahen bestreden.¹⁰¹⁶ Hij was destijds van mening dat de taak van de rechtspersoon, die bestaat uit het behartigen van alle in de rechtsbetrekking verankerde belangen, doorwerkt in de wijze van taakvervulling door alle vennootschapsorganen, inclusief de aandeelhoudersvergadering. In dit hoofdstuk wordt in de tweede plaats aandacht besteed aan de verbreding van de bij de vennootschap betrokken belangen in het algemeen. Daarbij wordt de door Cahen voorgestane invloed van die belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder geschetst. Vervolgens wordt onderzocht welke vorm van belangenbehartiging naar huidige opvattingen van de aandeelhouders mag worden verwacht. Een onderscheid wordt gemaakt tussen de belangenbehartiging door de aandeelhoudersvergadering als collectief en door de individuele aandeelhouders. Het voorgaande leidt tot de vraag in hoeverre de belangenbehartiging of het gebrek daaraan en de verantwoordelijkheid van de aandeelhouder in aansprakelijkheid kunnen resulteren, waarop in het kader van dit hoofdstuk eveneens wordt ingegaan. Aandacht wordt voorts besteed aan de financieringsverantwoordelijkheid van de aandeelhouders zoals die in Duitsland tot uitdrukking wordt gebracht in de mogelijkheid tot het achterstellen van aandeelhoudersleningen. Deze figuur kan eveneens worden ingezet teneinde te bewerkstelligen dat de aandeelhouders tot op zekere hoogte rekening houden met de belangen van de crediteuren en dat de kosten van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten ten laste van de aandeelhouders worden gebracht. De belangrijkste bevindingen ten aanzien van de belangenbehartiging die van de aandeelhouders mag worden verwacht en de daarbij behorende aandeelhoudersverantwoordelijkheid alsmede de eventuele aansprakelijkheid worden aan het eind van het hoofdstuk samengebracht.

2. Uitgangspunt: eigen belang eerst

De aandeelhouder is in beginsel bevoegd zijn stemrecht in zijn eigen belang uit te oefenen.¹⁰¹⁷ Deze, thans heersende, leer werd door de Hoge Raad in 1944 ontwik-

¹⁰¹⁶ Cahen 1970, p. 71 e.v.

¹⁰¹⁷ Maeijer 1964; Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 172.1; Mendel 1997, p. 207-215; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 287; Dortmund 2000 II, p. 11; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 67; Slagter 2005, p. 14.

keld in het zogenaamde *Wennex*-arrest¹⁰¹⁸ en later meermaals herhaald.¹⁰¹⁹ De Hoge Raad overwoog dienaangaande: '(...) dat toch den aandeelhouder eener N.V. 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; (...)'. Desalniettemin wordt door een aantal auteurs verdedigd dat de aandeelhouder bij de uitoefening van zijn zeggenschapsrechten binnen de vennootschap niet louter oog mag hebben voor zijn eigen belang.¹⁰²⁰ De Hoge Raad stelde in het *Wennex*-arrest reeds zelf een grens aan de vrijheid van de aandeelhouder in diens stemuitoefening door te bepalen dat diens vrijheid om zijn eigen belang te dienen, niet mag ontfaan in 'misbruik van recht'.¹⁰²¹ Maeijer merkt in dit verband op dat:

'(...) het kader van samenwerking, in casu gevormd door de vennootschap-rechtspersoon, zekere grenzen stelt aan dit behartigen van eigen belang. Deze grenzen zullen enger moeten worden getrokken, naarmate het kader straffer is: naarmate de rechtspersoonlijkheid aan betekenis en inhoud heeft gewonnen'.

Een en ander brengt, aldus Maeijer, met zich dat de aandeelhouder naast zijn eigen belang, eveneens oog moet hebben voor het belang van de vennootschap en de belangen van de overige aandeelhouders.¹⁰²² Van Schilfgaarde stelt dienaangaande:

'De gedachte dat de aandeelhouder zijn stemrecht mag gebruiken om zijn belang in de vennootschap te dienen mag niet zo worden begrepen dat hij *uitsluitend* zijn eigen belang mag dienen. Mijns inziens moet hij verplicht worden geacht zijn stemrecht te gebruiken onder afweging van alle bij de vennootschap betrokken belangen, zij het dat bij deze belangenafweging zijn eigen belang een gewichtige rol mag spelen'.¹⁰²³

3. Belangenverbreding rond de vennootschappelijke sfeer

3.1. Verbreding van het belang in het algemeen

Vennootschappen hebben in toenemende mate te maken met een verruiming van de bij hun ondernemingsactiviteiten betrokken belangen. Cahen schreef in 1970 reeds een verhandeling over de invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder.¹⁰²⁴ De belangenverbreding waar hij destijds op doelde bestond uit de erkenning van het vennootschappelijk belang en het werknemers belang naast dat van de aandeelhouders. Deze belangenverbreding ging ten koste van de centrale positie die het aandeelhoudersbelang toentertijd binnen de vennootschap

¹⁰¹⁸ HR 30 juni 1944, NJ 1944/465.

¹⁰¹⁹ HR 13 november 1959, NJ 1960/472 (*Distilleerderij Melchers*) en HR 19 februari 1960, NJ 1960/473 (*Aurora*).

¹⁰²⁰ Maeijer 1964, p. 16 e.v.; Cahen 1970, p. 71 e.v.; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 67. Zie hierover in rechtsvergelijkende zin Mendel 1997, p. 207-215. Zie enigszins anders Dortmund 2000 II, p. 11 e.v.

¹⁰²¹ HR 30 juni 1944, NJ 1944/465. Zie ook Maeijer 1964, p. 16-17; Mendel 1997, p. 211.

¹⁰²² Maeijer 1964, p. 17 e.v.

¹⁰²³ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 67. Zie naar aanleiding hiervan Van den Ingh 2000 II, p. 203-213.

¹⁰²⁴ Cahen 1970, p. 71-84.

innam.¹⁰²⁵ Hoewel de naamloze en besloten vennootschap oorspronkelijk gericht zijn op het behalen van winst ten behoeve van hun aandeelhouders,¹⁰²⁶ kan naar huidige opvattingen niet louter het aandeelhoudersbelang maatgevend worden geacht voor bijvoorbeeld het bestuurshandelen. Binnen het in Nederland gehanteerde vennootschappelijk kader staat het Rijnlands model centraal waarin, in tegenstelling tot het Angelsaksische *shareholders*-model, wordt uitgegaan van een zogenaamde *stakeholders*-benadering.¹⁰²⁷ Sinds 1970 is de belangensfeer waarmee de vennootschap omgeven is nog verder verruimd. Aan de belangenverruiming ligt, naast de opkomst van het Rijnlands model, een aantal andere redenen ten grondslag. In de eerste plaats kan gewezen worden op de concernvorming in combinatie met het feit dat het Nederlandse vennootschapsrecht ingericht is met het oog op enkelvoudige vennootschappen. De uitbreiding van de juridische structuur van de onderneming en de aaneenschakeling van verschillende vennootschappen, leidt noodzakelijkerwijs tot een uitbreiding van de bij de onderneming betrokken belangen. In hoofdstuk 6 werd dit reeds geïllustreerd. De juridische figuur stemt in geval van concernvorming niet langer overeen met de economische realiteit, met alle gevolgen van dien. Dit knelpunt kan enerzijds ondervangen worden door het creëren van een nieuw juridisch concept dat ziet op concernverhoudingen, waarbij gedacht kan worden aan een concernrecht naar Duits model.¹⁰²⁸ Anderzijds kan getracht worden het bestaande normenkader aan te passen teneinde dit in overeenstemming te brengen met de economische realiteit en aldus aan de noden van de dag het hoofd te bieden. De deficits in de kapitaalbescherming die de laatste jaren, zowel op nationaal als op Europees niveau, werden gesignaleerd, vormen eveneens aanzet tot een belangenverruiming. De bescherming van de belangen van crediteuren door het hen ter beschikking stellen van een bepaald minimumkapitaal is gebrekkig en onvoldoende gebleken. Aan het behartigen van het schuldeisersbelang zal dientengevolge op andere wijze gestalte moeten worden gegeven. De manier waarop dit dient te geschieden is in verschillende gremia onderzocht.¹⁰²⁹ Wanneer daarbij de

¹⁰²⁵ Cahen 1970, p. 72-73. In hoofdstuk 2 en hoofdstuk 4 wees ik reeds op de discussie ten aanzien van de inhoud van het zogenaamde vennootschappelijk belang. Ook hier ga ik daar niet verder op in. Zie in dit verband onder meer Maeijer 1964 en Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 293.

¹⁰²⁶ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 12.

¹⁰²⁷ Zie over dit model Slagter 2005, p. 9-10. Zie over het verschil tussen de Angelsaksische en de Continentale benadering van het vennootschapsrecht hoofdstuk 2. Ik wees er op dat deze visie voor wat betreft Engeland enigszins dient te worden genuanceerd in verband met de ontwikkeling van de ideeën omtrent *enlightened shareholders interests* op grond waarvan tot op zekere hoogte de mogelijkheid wordt gecreëerd tot het behartigen van andere belangen dan dat van de aandeelhouders.

¹⁰²⁸ Zie hierover Houwen 1993; Timmerman 2002 I, p. 1-11; Bartman & Dorresteyn 2006, p. 1 e.v. Zie over de opkomst van concernrechtelijke regels in Nederland onder meer Slagter 1991, p. 191-204; Bartman 2000, p. 1-15.

¹⁰²⁹ In dit verband kan worden gewezen op de herziening van de tweede EG-richtlijn door richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 september 2006 tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG van de Raad met betrekking tot de oprichting van de naamloze vennootschap, alsook de instandhouding en wijziging van haar kapitaal (*PbEG* 2006 L 264/32). Zie voorts een tweetal reeds eerder aangehaalde rapporten: Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004 en Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2005 alsmede het ambtelijk voorontwerp van de derde tranche van het wetsvoorstel strekkende tot wijziging van Boek 2

nadruk wordt gelegd op de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling van zeggenschapshouders, wordt duidelijk dat het crediteurenbelang in toenemende mate een rol gaat spelen bij het handelen door de verschillende vennootschapsactoren. Tot slot kan in dit verband gewezen worden op de discussie inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen. Dit debat laat eveneens een tendens zien in de richting van een uitbreiding van de belangensfeer waarmee de vennootschap, en de daarmee verbonden onderneming, omgeven is. Ten gevolge van de geschetste ontwikkelingen dient zich voor de vennootschap en haar gezaghebbers een kleurrijk pallet aan te behartigen belangen aan. Deze belangenverruiming heeft ongetwijfeld een weerslag op het doen en laten van de aandeelhoudersvergadering in het algemeen en de individuele aandeelhouder in het bijzonder. Dat geldt met name wanneer aan de aandeelhouder een belangrijke functie wordt toebedeeld als 'waakhond' op het bestuur.

3.2. *'De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder'*¹⁰³⁰

Cahen ging, in zijn reeds aangehaald werk, op zoek naar een invulling van de eisen die gesteld kunnen worden aan het gedrag van aandeelhouders van een NV in hun onderlinge verhouding. Zijn theorie is gebaseerd op de goede trouw, een begrip dat de voorloper vormde voor de thans geldende redelijkheid en billijkheid. Hij brengt de taak van de vennootschapsorganen in verband met die van de rechtspersoon in het algemeen namelijk: '(...) de behartiging van alle in de rechtsbetrekking verankerde belangen'.¹⁰³¹ Dit gegeven werkt zijns inziens door in de wijze van taakvervulling door alle vennootschapsorganen, hetgeen hij aanduidt als het causale principe. De verhouding tussen vennootschap en aandeelhouder wordt op haar beurt ingekleurd door twee verschillende principes, te weten het individualiteits- en het gemeenschapsprincipe. Eerstgenoemd principe weerspiegelt het gegeven dat de aandeelhouder in zijn eigen belang toetreedt tot de vennootschap. Het gemeenschapsprincipe geeft uitdrukking aan het feit dat dat eigen belang ten gevolge van die toetreding onderdeel gaat uitmaken van een groter geheel. Hij stelt dat de regels van het gemeenschappelijk verband tevens de inhoud van de rechtsbetrekking tussen de leden bepalen, hetgeen met zich brengt dat aandeelhouders in hun handelen steeds de eisen van de goede trouw in acht moeten nemen. Ter beantwoording van de vraag of van schending van die eisen sprake is, maakt hij een onderscheid tussen de bevoegdheden die de aandeelhoudersvergadering zijn toegekend op basis van dwingend recht en die bevoegdheden die zij aan regelend recht ontleen. De bevoegdheden krachtens dwingend recht zijn, in zijn optiek, de aandeelhouders bij uitstek verleend teneinde hun eigen belang te dienen. Bij de uitoefening van deze rechten mogen zij dan ook de prioriteit geven aan het aandeelhoudersbelang. Dit neemt overigens niet weg dat op de aandeelhouders de verplichting rust om met de

van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid.

¹⁰³⁰ Titel van het opstel van Cahen uit 1970.

¹⁰³¹ Cahen 1970, p. 73.

overige belangen rekening te houden. Bij de uitoefening van de uit regelend recht voortvloeiende bevoegdheden, is de aandeelhoudersvergadering tot een meervoudige belangenbehartiging gehouden. Een op basis van dwingend recht genomen meerderheidsbesluit is in strijd met de eisen van de goede trouw indien de achterstelling van de overige belangen gekwalificeerd kan worden als misbruik van recht. Bij besluiten genomen op basis van regelend recht, kan in de visie van Cahen sneller sprake zijn van strijd met de eisen van de goede trouw, namelijk wanneer het belangenevenwicht apert is verbroken. In het eerste geval mocht het aandeelhoudersbelang immers voorop staan terwijl in het tweede geval de aandeelhoudersvergadering tot een evenwichtige belangenbehartiging gehouden was.

4. Belangenbehartiging door aandeelhouders

4.1. *De aandeelhouder binnen de vennootschappelijke sfeer*

Het betoog van Cahen ziet op het handelen van de aandeelhouder binnen de vennootschappelijke sfeer. Hiervan onderscheidt hij handelingen van de aandeelhouder buiten de vennootschappelijke kring waarbij deze over zijn aandeel beschikt als '(...) een hem individueel toekomend vermogensbestanddeel'.¹⁰³² Het is het handelen van de aandeelhouder in de interne rechtsbetrekking dat ook in dit onderzoek centraal staat. Onderzocht wordt welke grenzen gesteld kunnen worden aan het dienen van het eigen belang door de aandeelhouders. Mohr¹⁰³³ schrijft 27 jaar na het verschijnen van de bijdrage van de hand van Cahen naar aanleiding daarvan in de *Cahen*-bundel het volgende: 'Het valt mijns inziens ernstig te betreuren dat de Hoge Raad de aandeelhouders niet de etiquette heeft bijgebracht van hoe zich binnen de vennootschappelijke deelrechtsorde 'maatschappelijk' te gedragen'. En verder: 'Kortom: men had er beter aan gedaan destijds naar Cahen te luisteren'. Het is dat door Mohr zo treffend omschreven, maatschappelijk wenselijke gedrag van de aandeelhouder waar ik hier naar op zoek ga. De vraag die in dit verband gesteld wordt is tweeledig. In de eerste plaats kan men zich afvragen in hoeverre de aandeelhoudersvergadering als orgaan in haar besluitvorming rekening dient te houden met andere belangen dan louter het aandeelhoudersbelang. Daarnaast is van belang in hoeverre dit van de individuele aandeelhouder mag worden verwacht.

4.2. *Belangenbehartiging door de aandeelhoudersvergadering*

Door zijn participatie in het kapitaal van de vennootschap, treedt de aandeelhouder toe tot het vennootschappelijk verband. De toetreding schept een verwachtingspatroon ten aanzien van het handelen van diegenen die onderdeel uitmaken van dat verband. Dit principe, waarbij het eigen belang van de aandeelhouder onderdeel gaat uitmaken van het geheel, werd door Cahen omschreven als het gemeenschapsprincipe. In het thans vigerende recht is dit concept tot uitdrukking gebracht in de eisen van de redelijkheid en billijkheid die de interne verhoudingen binnen de ven-

¹⁰³² Cahen 1970, p. 74.

¹⁰³³ Mohr 1997, p. 227.

nootschap beheersen. Artikel 2:8 BW bepaalt dat de vennootschap en diegenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie betrokken zijn, zich dienen te gedragen conform de eisen van de redelijkheid en billijkheid. De redelijkheid en billijkheid beheerst met andere woorden de onderlinge verhouding tussen diegenen die institutioneel bij de vennootschap betrokken zijn. Tot deze categorie behoren de aandeelhouders, bestuurders, commissarissen, houders van bewilligde certificaten alsmede vruchtgebruikers en pandhouders van aandelen aan wie stemrecht is toegekend.¹⁰³⁴ Bij het vaststellen van datgene wat redelijk en billijk wordt geacht dient, volgens de algemene bepaling ten aanzien van deze begrippen in Boek 3 BW, rekening te worden gehouden met: algemeen erkende rechtsbeginselen, de in Nederland levende rechtsovertuigingen en de betrokken maatschappelijke en persoonlijke belangen.¹⁰³⁵ Zoals gezegd, staat het de aandeelhouder vrij om in de uitoefening van zijn stemrecht het eigen belang als predominant te laten gelden. Het besluit waarin de stemuitbrenging heeft geresulteerd, kan echter worden aangetast. De aandeelhoudersvergadering dient zich bij haar besluitvorming steeds te houden aan de bepalingen van de wet en de statuten. Besluiten in strijd hiermee zijn nietig op grond van Artikel 2:14 BW.¹⁰³⁶ Besluiten van de aandeelhoudersvergadering die in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid, kunnen worden aangevochten. Het moet daarbij gaan om de uit Artikel 2:8 BW voortvloeiende redelijkheid en billijkheid. Sub b van het eerste lid van Artikel 2:15 BW bepaalt dat besluiten van organen van de rechtspersoon vernietigbaar zijn wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid die door Artikel 2:8 BW wordt geëist. Met de expliciete verwijzing naar Artikel 2:8 BW wordt beoogd tot uitdrukking te brengen dat het gaat om de eisen van de redelijkheid en billijkheid die gelden in de interne verhouding binnen de vennootschap, dit wil zeggen tussen diegenen die krachtens de wet en de statuten bij de organisatie van de rechtspersoon betrokken zijn.¹⁰³⁷ Strijd met de redelijkheid en billijkheid jegens diegenen die niet bij de interne organisatie van de vennootschap betrokken zijn, kan diensgevolge niet tot de vernietigbaarheid van het door de aandeelhoudersvergadering genomen besluit leiden.¹⁰³⁸ Een besluit van de aandeelhoudersvergadering waarbij onvoldoende rekening wordt gehouden met de belangen van derden, zoals de crediteuren, zal derhalve niet voor vernietiging in aanmerking komen. Het is evenwel niet uitgesloten dat een besluit waarbij de belangen van derden op flagrante wijze worden geschonden, nietig is op grond van strijd met de openbare orde.¹⁰³⁹ Onder omstandigheden kan ook het vennootschappelijk belang onderdeel uitmaken van het door de redelijkheid en billijkheid voorziene toetsingskader voor

¹⁰³⁴ Zie onder verwijzing naar de wetsgeschiedenis Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 172.1. Zie over de redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen Koelemeijer 1999. Zie over diegenen die institutioneel bij de vennootschap betrokken zijn verder Steins Bisschop 2004, p. 89 e.v. die deze categorie ruim uitlegt. Naar zijn mening is het niet ondenkbaar dat daaronder ook houders van niet-bewilligde certificaten en NGO's worden begrepen.

¹⁰³⁵ Art. 3:12 jo. 3:15 BW.

¹⁰³⁶ Besluiten in strijd met wettelijke of statutaire bepalingen die de totstandkoming daarvan regelen zijn vernietigbaar, zie Art. 2:15 lid 1 sub a BW.

¹⁰³⁷ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 96.

¹⁰³⁸ Vergelijk Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 96.

¹⁰³⁹ Vergelijk Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 96 jo. 95. Art. 3:40 bepaalt dat rechtshandelingen in strijd met de openbare orde nietig zijn.

de door vennootschapsorganen genomen besluiten.¹⁰⁴⁰ Dat het vennootschappelijk belang een begrenzing vormt voor de behartiging van het eigen belang door de aandeelhouder blijkt, zoals Van den Ingh opmerkt, eveneens uit Artikel 2:336 BW op grond waarvan de schending van het belang van de vennootschap een reden kan vormen voor uitstoot van de desbetreffende aandeelhouder.¹⁰⁴¹

De redelijkheid en billijkheid stellen in ieder geval een grens aan het behartigen van het eigen belang door de aandeelhoudersvergadering. Deze grens geldt echter enkel jegens diegenen die krachtens wet of statuten betrokken zijn bij de organisatie van de vennootschap. De aandeelhoudersvergadering dient met andere woorden rekening te houden met de belangen van andere bij de interne kring van de vennootschap betrokkenen. Een stap verder gaat de vraag of de aandeelhoudersvergadering en de individuele aandeelhouders in die interne sfeer rekening moeten houden met belangen afkomstig van buiten die interne sfeer zoals de belangen van vennootschapscrediteuren. Deze crediteuren behoren, anders dan bijvoorbeeld de minderheidsaandeelhouders immers niet tot de betrokkenen bij de organisatie van de vennootschap. Voor zover de redelijkheid en billijkheid ruimte bieden om te toetsen aan het vennootschappelijk belang, dient deze vraag bevestigend te worden beantwoord. In het vennootschappelijk belang zijn meerdere deelbelangen verdisconteerd waardoor dit mijns inziens niet zonder meer kan worden gekwalificeerd als een louter 'intern' belang in de zin van Artikel 2:8 BW. In concernverhoudingen kunnen de redelijkheid en billijkheid een rol spelen bij de bescherming van crediteuren van de dochtervennootschap. De redelijkheid en billijkheid dwingen de moedervennootschap om rekening te houden met het vennootschappelijk belang van die dochtervennootschap.¹⁰⁴² Cahen stelt dat het causale principe met zich brengt dat de taak van de rechtspersoon in het algemeen, doorstraalt naar de wijze waarop de vennootschapsorganen hun taak dienen uit te oefenen. Mij is niet geheel duidelijk wat Cahen bedoelt met 'alle in de rechtsbetrekking verankerde belangen'. Zijn dat enkel de belangen van institutioneel bij de vennootschap betrokkenen of kunnen belangen van derden daar eveneens onder worden gebracht? Volgens voornoemd auteur¹⁰⁴³ is het '(...) minimaal een belangendriehoek die voortaan het handelen van de rechtspersoon determineert', bestaande uit het werknemersbelang, het vennootschappelijk belang en het belang van de aandeelhouders.¹⁰⁴⁴ De werknemers behoren niet tot de kring van belanghebbenden tot wie de redelijkheids- en billijkheid van Artikel 2:8 BW zich uitstrekt. Het werknemersbelang kan dientengevolge mijns inziens als een extern belang worden gekwalificeerd.¹⁰⁴⁵ De werknemers kunnen in ieder geval niet tot de groep van de institutioneel bij de vennootschap betrokkenen worden gerekend. Hieruit zou kunnen worden afgeleid dat Cahen des-

¹⁰⁴⁰ Van den Ingh 2000 II, p. 205; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 96.

¹⁰⁴¹ Van den Ingh 2000 II, p. 206.

¹⁰⁴² Schreurs 1993, p. 1031-1032.

¹⁰⁴³ Cahen 1970, p. 72.

¹⁰⁴⁴ Cahen 1970, p. 72. Hij wijst er echter op dat nog meerdere belangen in de vennootschapsverhouding verdisconteerd kunnen zijn. Als voorbeeld wordt daarbij verwezen naar de positie van de houders van winstbewijzen. Zie Cahen 1970, p. 72 voetnoot 3.

¹⁰⁴⁵ Zie voor een ruime uitleg van de redelijkheid en billijkheid en de daarop gebaseerde vernietigingsgrond van besluiten Timmerman 2004 II, p. 28.

tijds mede het oog had op externe belangen.¹⁰⁴⁶ Gaan we er gemakshalve vanuit dat onder de ‘in de rechtsbetrekking verankerde belangen’ inderdaad de belangen van derden dienen te worden begrepen, dan kan worden betoogd dat het causale principe ertoe leidt dat de aandeelhoudersvergadering eveneens oog dient te hebben voor andere belangen dan het eigen belang waartoe onder omstandigheden de belangen van derden, zoals de crediteuren, kunnen worden gerekend.¹⁰⁴⁷ Cahen is van mening dat de aandeelhoudersvergadering ten aanzien van bevoegdheden die voortvloeien uit regeland recht, een zorgvuldige belangenafweging dient te maken terwijl bij bevoegdheden die hun oorsprong vinden in dwingendrechtelijke bepalingen, het aandeelhoudersbelang prioriteit geniet.¹⁰⁴⁸ Ik zie niet in waarom de dwingendrechtelijke oorsprong een rechtvaardiging vormt voor het in mindere mate laten meewegen van de overige bij de vennootschap betrokken belangen. Uit de bespreking van de vennootschappelijke bevoegdheidsverdeling in hoofdstuk 4 blijkt dat met name de bevoegdheden die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap, dwingendrechtelijk aan de aandeelhoudersvergadering zijn toebedeeld. Het zijn met name deze bevoegdheden die belangrijke gevolgen kunnen hebben voor de niet-institutioneel bij de vennootschap betrokken belanghebbenden, zoals pregnant tot uitdrukking kwam bij de bespreking van de verschillende reorganisatievormen. De machtspositie waarin deze wettelijke bepalingen de aandeelhouders beogen te brengen, behoort voor de aandeelhoudersvergadering een extra prikkel te vormen om met de belangen van anderen rekening te houden. De aandeelhoudersvergadering dient zich terdege bewust te zijn van de machtspositie waarin zij zich bevindt en deze niet als een quasi-alleenheerser¹⁰⁴⁹ uit te oefenen maar eerder als een verlicht despoot, een bekwaam heerser met oog voor de belangen van anderen. Het vennootschappelijk verband waar de aandeelhouders door het participeren in het kapitaal van de vennootschap tot toetreden, kan met andere woorden gevolgen hebben voor de wijze waarop zij binnen dat interne verband handelen. Besluiten van de gezamenlijke aandeelhouders die in strijd zijn met de belangen van institutioneel bij de vennootschap betrokkenen, zijn vernietigbaar wegens strijd met de redelijkheid en billijkheid. Daarnaast heb ik betoogd dat van de aandeelhoudersvergadering tot op zekere hoogte eveneens mag worden verwacht dat deze oog heeft voor de belangen van anderen. Het veronachtzamen van die belangen leidt echter niet zonder meer tot vernietiging van de besluitvorming of tot aansprakelijkheid.

¹⁰⁴⁶ Met de term externe belangen wordt hier bedoeld op belangen van niet institutioneel bij de vennootschap betrokkenen. Het gaat met andere woorden om belangen van diegenen die niet tot de kring van personen kunnen worden gerekend waarvoor Art. 2:8 BW geldt.

¹⁰⁴⁷ Ik heb betoogd dat de belangenanalyse die is aangepast aan de huidige ontwikkelingen in het vennootschapsrecht, noopt om ook de crediteuren onder de belangenverruiming te plaatsen.

¹⁰⁴⁸ Waarbij hij weliswaar aangeeft dat dit niet wegneemt de verplichting om met de overige belangen rekening te houden. Zie Cahen 1970, p. 77.

¹⁰⁴⁹ Zoals reeds opgemerkt erkent Cahen immers dat het feit dat de prioriteit mag worden gegeven aan het aandeelhoudersbelang, de plicht tot een zekere behartiging van de overige belangen onverlet laat. Daarom kan hier niet worden gesproken van volledige alleenheerschappij.

4.3. Belangenbehartiging door de individuele aandeelhouders

4.3.1. Meervoudige belangenbehartiging: redelijkheid en billijkheid en externe belangen

Interessant is de vraag of de redelijkheid en billijkheid die geldt voor de besluitvorming van de aandeelhoudersvergadering eveneens van toepassing is op het handelen van de individuele aandeelhouders binnen die vergadering. Ik ben met onder meer Mendel en Van der Grinten¹⁰⁵⁰ van mening dat dat inderdaad het geval is. Het zou inconsequent zijn indien de eisen die aan een besluit worden gesteld, niet zouden gelden voor diegenen die dat besluit tot stand brengen.¹⁰⁵¹ Volgens Van den Ingh rust op de individuele aandeelhouder eveneens een afwegingsplicht. Hiertoe concludeert hij onder verwijzing naar onder meer de *Ogem* en de *Gucci*-beschikking.¹⁰⁵² Hij merkt daarbij echter op dat aan de toepassing van deze eisen op de individuele gedragingen van aandeelhouders enkel behoefte bestaat indien deze niet tot een gedraging van de aandeelhoudersvergadering zijn te herleiden.¹⁰⁵³ Zowel een grootaandeelhouder als een minderheidsaandeelhouder dient zich te gedragen naar de eisen van de redelijkheid en billijkheid. Naast het risico van misbruik van meerderheidsmacht, dient immers te worden gewaakt voor het frustreren van de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering door een minderheid, hetgeen eveneens strijd kan opleveren met de beginselen van redelijkheid en billijkheid.¹⁰⁵⁴ De plicht van de aandeelhouder om met de belangen van andere belanghebbenden bij de vennootschap rekening te houden, blijkt eveneens uit de rechtspraak.¹⁰⁵⁵ Van den Ingh wijst er wel op dat de afweging die van de aandeelhouder mag worden verwacht, afhankelijk is van het type aandeelhouder. Aan een minderheidsaandeelhouder, die vooral belegger is in een beursgenoteerde vennootschap zullen in het kader van de te betrachten redelijkheid en billijkheid bijvoorbeeld minder strenge eisen worden gesteld dan aan een aandeelhouder die binnen de vennootschap beslissende zeggenschap uitoefent.¹⁰⁵⁶ Van den Ingh spreekt in dit verband over een

¹⁰⁵⁰ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 172.1; Mendel 1997, p. 211. Zie in vergelijkbare zin eveneens Cahen 1970, p. 75 e.v.

¹⁰⁵¹ Mendel 1997, p. 211. Zie over de redelijkheid en billijkheid en de rol van de institutionele belegger Verdam 2003.

¹⁰⁵² In de *Ogem*-beschikking was de Hoge Raad van oordeel dat diegene die deel uitmaakt van een orgaan, bij het beleid betrokken is in de zin van Art. 2:345 BW. In de *Gucci*-beschikking was de OK van mening dat het handelen of nalaten van personen die het beleid van de rechtspersoon kunnen bepalen wanbeleid kan opleveren. Zie Van den Ingh 2000 II, p. 206.

¹⁰⁵³ Van den Ingh 2000 II, p. 207.

¹⁰⁵⁴ Mendel 1997, p. 214.

¹⁰⁵⁵ President Rechtbank Middelburg 14 april 1998, *JOR* 2000/25. Zie in dit verband eveneens Van den Ingh 2000 II, p. 205. Zie eveneens de uitspraak van de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam van 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 (*Westfield/Rodamco*).

¹⁰⁵⁶ Van den Ingh 2000 II, p. 207 e.v.; De Kluiver 2000, p. 239. Anders Cahen 1970, p. 84 die van mening is dat ten aanzien van een minderheidsaandeelhouder in een beursgenoteerd fonds, waarbij vooral de beleggingsfunctie van het aandeel voorop staat, eenzelfde plicht tot meervoudige belangenbehartiging geldt als ten aanzien van een aandeelhouder die bijvoorbeeld samen met vier anderen de dienst uitmaakt. Hij erkent dat beide aandeelhouders een geheel andere identificatiegraad tot de vennootschap hebben. Deze identificatiegraad heeft welis-

→

gekwalficeerd aandeelhouder waarmee bedoeld wordt op een aandeelhouder die wezenlijke zeggenschap kan uitoefenen en op wie uit dien hoofde in het kader van de redelijkheid en billijkheid een strengere afwegingsplicht rust. Verdam geeft er de voorkeur aan te spreken over wezenlijke invloed omdat de invloed van de aandeelhouder niet enkel kan voortvloeien uit diens zeggenschap maar ook uit andere feitelijke omstandigheden, bijvoorbeeld blokvorming door aandeelhouders.¹⁰⁵⁷ Hoe dit ook zij, naarmate de machtspositie van de aandeelhouder toeneemt, expandeert ook de plicht om met de belangen van anderen rekening te houden.¹⁰⁵⁸ De Kluiver wijst er nog op dat de eisen die door de redelijkheid en billijkheid worden gesteld, eveneens worden beïnvloed door de aard, inhoud en gevolgen van het genomen besluit. Bij een inhoudelijk ingrijpend besluit, zal er een nadrukkelijke toetsing zijn. De ingrijpendheid van het besluit hangt af van de gevolgen daarvan.¹⁰⁵⁹ Het uitgangspunt dat de plicht tot een meervoudige belangbehartiging expandeert naarmate de machtspositie van de aandeelhouder toeneemt, geldt mijns inziens niet enkel voor wat betreft het rekening houden door de aandeelhouder met de belangen van diegenen die betrokken zijn bij de organisatie van de vennootschap in de zin van Artikel 2:8 BW. Onder omstandigheden mag van de aandeelhouder eveneens worden verwacht dat deze met de belangen van derden, zoals crediteuren, rekening houdt. Uit het in hoofdstuk 6 besproken *Nimox*-arrest blijkt bijvoorbeeld dat een moeder-vennootschap zich in de uitoefening van haar aandeelhoudersrechten binnen de dochtermaatschappij kennelijk niet steeds uitsluitend door eigen belang mag laten leiden.¹⁰⁶⁰ Afgezien van de belangen van minderheidsaandeelhouders en de door iedere aandeelhouder in acht te nemen redelijkheid en billijkheid,¹⁰⁶¹ wordt haar gedrag onder omstandigheden eveneens geconditioneerd door de gerechtvaardigde

waar gevolgen voor de verdeling van bevoegdheden, de aandeelhouder in de beursvennootschap zal doorgaans over minder bevoegdheden beschikken. Maar de identificatiegraad heeft zijns inziens geen invloed op de wijze waarop die bevoegdheden dienen te worden uitgeoefend. De wijze van uitoefening is rechtstreeks gerelateerd aan de oorsprong van die bevoegdheden, waarbij hij wederom wijst op het onderscheid tussen uit dwingend en uit regelend recht voortvloeiende bevoegdheden. Zie in dit verband eveneens Steins Bisschop 2006 II, p. 217 die van mening is dat de aandeelhouder die in de aandeelhoudersvergadering de meerderheidsmacht kan uitoefenen, met de belangen van andere *stakeholders* rekening dient te houden.

¹⁰⁵⁷ Verdam 2003, p. 20 e.v.

¹⁰⁵⁸ De Ondernemingskamer oordeelde in de *Versatel*-enquête dat het bestaan van een joint venture verhouding van invloed kan zijn op het gedrag dat van de aandeelhouder kan worden verwacht en met zich brengt dat deze niet louter zijn eigen belang mag nastreven. Zie Hof Amsterdam (OK) 20 mei 1999, *JOR* 2000/72. Zie hierover eveneens Van den Ingh 2000 II, p. 208.

¹⁰⁵⁹ De Kluiver 2000, p. 239.

¹⁰⁶⁰ Schoonbrood-Wessels 1993, p. 916. In dit verband kan eveneens worden verwezen naar de uitspraak van de President van de Rechtbank Middelburg van 14 april 1998, *JOR* 2000/25 waarin werd aangenomen dat aandeelhouders mede een verantwoordelijkheid dragen voor de belangen van andere betrokkenen bij de vennootschap zoals werknemers. De werknemers kunnen in het licht van de kring van Art. 2:8 BW als externen worden aangemerkt.

¹⁰⁶¹ Zie over de redelijkheid en billijkheid in kapitaalvennootschappen en de positie van minderheidsaandeelhouders onder meer Koelemeijer 1999.

belangen van de vennootschapscrediteuren.¹⁰⁶² Ondanks het feit dat het genomen dividendbesluit niet in strijd was met de geldende regels van kapitaalbescherming, leverde de uitvoering daarvan dan wel het door uitoefening van het stemrecht bewerkstelligen van de totstandkoming van dat besluit desalniettemin jegens derden zoals vennootschapscrediteuren een onrechtmatige daad op.¹⁰⁶³

4.3.2. Diversiteit

In het tweede hoofdstuk gaf ik aan dat bij het zoeken naar een afbakening van de rol van de aandeelhouder waarbij rekening wordt gehouden met het huidige tijdsgewricht, de in de praktijk bestaande verscheidenheid in de aandeelhouderspopulatie dient te worden erkend. Datgene wat van een aandeelhouder binnen de vennootschappelijke orde mag worden verwacht, wordt immers mede bepaald door de wijze waarop deze aan het aandeelhouderschap invulling heeft gegeven. De identificatiegraad tussen de individuele aandeelhouders en de vennootschap kan onderling sterk verschillen.¹⁰⁶⁴ Het in hoofdstuk 4 geschetste theoretisch beeld van de aandeelhouder, wijkt af van diens rol met daaraan gekoppeld de feitelijke machtsverdeling binnen de vennootschap in de praktijk.¹⁰⁶⁵

Een onderscheid kan in de eerste plaats worden gemaakt naar gelang het type vennootschap waarin de aandeelhouder participeert. Bij de besloten vennootschap staat typologisch een meer persoonsgebonden karakter op de voorgrond.¹⁰⁶⁶ Het besloten karakter impliceert in beginsel een sterkere verbondenheid van de aandeelhouders met de vennootschap ten gevolge waarvan de afstand tussen aandeelhouders en bestuur relatief kort is. Vanuit typologisch oogpunt zou de identificatiegraad tussen de aandeelhouder en de vennootschap bij de BV dientengevolge groter moeten zijn dan bij een NV. Beide ondernemingsvormen kunnen echter onderdak bieden aan verschillende soorten aandeelhouders en de samenstelling van de aandeelhoudersvergadering kan in beide rechtsvormen onderlinge gelijkenissen vertonen.¹⁰⁶⁷ Zowel een BV als een NV kan bijvoorbeeld dienst doen als joint ventureconstructie waarin twee ondernemingen hun krachten bundelen. Familie BV's kun-

¹⁰⁶² In de literatuur wordt in dit verband nog verwezen naar een aantal andere arresten waarin een vergelijkbare problematiek speelde. Het gaat om de ongepubliceerde uitspraken van de Rechtbank Almelo in de *Heka*-zaak Rb. Almelo 2 november 1977, rolno. 1402/1976 en 12 maart 1986, rolno. 487/1978 en de wel gepubliceerde uitspraak van het Hof Arnhem van 22 januari 1986, *NJ* 1988/476. Zie hierover Schoonbrood-Wessels 1993, p. 917 e.v. en Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 625. Daarnaast kan worden gewezen op het arrest van de Hoge Raad waarin echter geen aanleiding was tot doorbraak van aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad HR 28 april 2000, *NJ* 2000/411 (*Montedison*). Zie hierover Lennarts 1999, p. 215 e.v. nr. 156 van vóórdat de uitspraak van de Hoge Raad uit 2001 in deze zaak was gegeven.

¹⁰⁶³ Zie r.o. 3.3.1 van de Hoge Raad. Zie in dit verband eveneens Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 40.

¹⁰⁶⁴ Cahen had het in zijn reeds aangehaalde werk eveneens over deze identificatiegraad. Zie Cahen 1970, p. 84. Ik wees hier reeds op in voetnoot 1056.

¹⁰⁶⁵ Zie over de soorten aandeelhouders en de machtsverhoudingen in de praktijk Slagter 2005, nr. 31.

¹⁰⁶⁶ Zie Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 205 e.v.

¹⁰⁶⁷ Zie in dit verband Lennarts 2006, p. 6.

nen een sterk verspreid aandelenkapitaal hebben ten gevolge waarvan de aandeelhouders minder nauw betrokken zijn bij de vennootschap. De afstand tussen de aandeelhouders en het bestuur is diengevolge groter. De BV en de NV kunnen tevens dienst doen als rechtvormen waarin een beperkt aantal natuurlijke personen samenwerkt of waarin de bestuurder tevens enig aandeelhouder is.¹⁰⁶⁸ Bij een dergelijke opzet van de bedrijfsactiviteiten ligt de keuze voor een BV als rechtsvorm evenwel meer voor de hand. Naast het vennootschapstype dient derhalve in de tweede plaats de aard van de verschillende aandeelhouders te worden onderkend.

In hoofdstuk 2 werden twee functies van het aandeel onderscheiden, in de eerste plaats de zeggenschapsfunctie en in de tweede plaats de beleggingsfunctie. Verschillende typen aandeelhouders kunnen worden onderscheiden al naar gelang een van beide functies pregnanter aanwezig is. Voor de aandeelhouder in een beursgenoteerde NV zal doorgaans de beleggingsfunctie van zijn aandeel voorop staan. Zijn deelname in het kapitaal doet louter dienst als investering en heeft niet primair ten doel hem zeggensmacht binnen die vennootschap te verschaffen.¹⁰⁶⁹ De aandeelhouder is diengevolge weinig betrokken bij de gang van zaken binnen de vennootschap.¹⁰⁷⁰ Een geheel andere voorstelling van zaken geldt voor de moeder-vennootschap in concernverhoudingen. Deze oefent centrale leiding uit binnen het concern waardoor zij vaak mede het beleid binnen de dochtervennootschappen bepaalt. Uit de definitie van het begrip dochtermaatschappij in Artikel 2:24a BW blijkt dat de zeggenschapsfunctie van het aandeel hier op de voorgrond staat. De kwalificatie als dochtermaatschappij wordt daarin immers rechtsreeks gerelateerd aan de zeggenschapsrechten waarop de beheersende rechtspersoon aanspraak kan maken. Ik heb gesteld dat een verspreid aandelenkapitaal een inbreuk kan vormen op het model van de aandeelhoudersvergadering als toezichthouder op het bestuur. De aandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap heeft een informatieachterstand ten opzichte van het bestuur. Het bestuur is nauw betrokken bij de bedrijfsvoering en de dagelijkse gang van zaken binnen de onderneming terwijl de aandeelhouder, in vergelijking daarmee, te kampen heeft met een gebrek aan kennis en deskundigheid.¹⁰⁷¹ Wanneer het aandelenkapitaal daarenboven over vele verschillende aandeelhouders is verspreid, zal het verwerven van de nodige kennis de aandeelhouders moeite kosten en een grote investering vergen.¹⁰⁷² Hetzelfde geldt voor

¹⁰⁶⁸ Zie ten aanzien van de verschillende soorten BV's Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 240. Zie over de rol van de aandeelhouder binnen de BV en het persoonsgebonden karakter eveneens Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 205 e.v. Doordat de wettelijke regelingen van de BV een sterk verwachting vertoont met die van de NV, blijft van het persoonsgebonden karakter van de BV weinig over tengevolge waarvan deze volgens Raaijmakers kan worden gekarakteriseerd als een 'pseudo-NV'.

¹⁰⁶⁹ Rensen 2005, p. 32. Zie over de positie van de grootaandeelhouder in de beursgenoteerde vennootschap het proefschrift van Trojanowski 2004.

¹⁰⁷⁰ In die zin Verdam 2003, p. 13 e.v.

¹⁰⁷¹ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 62. Hierbij dient te worden opgemerkt dat er een toenemende aandacht is voor de positie van de institutionele belegger waarbij op diens schouders steeds meer druk wordt gelegd om als aandeelhouder een actieve rol binnen beursvennootschappen te vervullen.

¹⁰⁷² Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 62. Ik ben hier reeds op ingegaan in hoofdstuk 2, paragraaf 3.2.1.

een aandeelhouder in een BV met een sterk verspreid aandelenkapitaal. Daarnaast wordt de macht van de aandeelhoudersvergadering vaak gekortwiekt door beschermingsconstructies of statutaire bepalingen die de bevoegdheden van dit orgaan inperken.¹⁰⁷³ In dit verband kan onder meer worden gedacht aan certificering van aandelen, waardoor de eigenlijke kapitaalverschaffer zijn zeggensmacht wordt ontnomen, of het toekennen van bepaalde belangrijke bevoegdheden aan houders van prioriteitsaandelen.¹⁰⁷⁴ Een en ander brengt met zich dat een dergelijke aandeelhouder niet in staat is gedegen tegenstand te bieden tegen de suprematie van het bestuur waardoor het niet wenselijk is een dergelijke aandeelhouder de rol van 'belangenbewaker' binnen de vennootschap toe te dichten. Naast particuliere beleggers, kan de populatie van de aandeelhoudersvergadering in een beursvennootschap nog uit een groot aantal andere soorten kapitaalverschaffers bestaan.¹⁰⁷⁵ In dit verband kan worden gedacht aan professionele aandeelhouders zoals institutionele beleggers. Daarnaast kan worden gedacht aan beleggers met een strategische of financiële participatie in de vennootschap zoals een administratiekantoor, aandelenbezit door families of een aandeelhouder die als zogenaamde *white knight* optreedt bij de dreiging van een vijandige overname. Onder deze categorie kunnen eveneens *private equity*-investeerdere met een belang in een beursgenoteerde vennootschap worden gebracht. Professionele beleggers kunnen, vanwege hun deskundigheid en de hun ter beschikking staande middelen, onder omstandigheden dan weer een informatievoorsprong hebben ten opzichte van particuliere beleggers. Tot slot kan nog worden gedacht aan publieke investeerders zoals de overheid.¹⁰⁷⁶ De diversiteit van aandeelhouders in de beursgenoteerde vennootschap brengt met zich dat de belangen van deze aandeelhouders onderling sterk kunnen verschillen.¹⁰⁷⁷ De aandeelhoudersvergadering zal diensgevolge minder daadkrachtig kunnen optreden dan wanneer deze gevormd zou worden door een homogenere groep kapitaalver-

¹⁰⁷³ Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 62. Zie over de rol van aandeelhouders en beleggers in beursondernemingen en de wijze waarop deze zich daarvan kwijten Raaijmakers 2005, p. 106-112. Hij onderscheidt daarbij verschillende soorten beleggers en aandeelhouders in beursvennootschappen.

¹⁰⁷⁴ Zie over de inperking van de macht van de aandeelhouders. Schwarz 1990. Een statutaire inperking van de bevoegdheden van de AvA is mogelijk voor zover deze niet op dwingendrechtelijke bepalingen berusten.

¹⁰⁷⁵ Winter onderscheidt twee categorieën beursvennootschappen. De eerste categorie betreft beursvennootschappen waarbij het aandelenkapitaal verspreid is over verschillende aandeelhouders zonder dat sprake is van een grootaandeelhouder die de feitelijke macht uitoefent. Onder dergelijke omstandigheden ligt de macht bij het bestuur en de raad van commissarissen en zijn de kosten die het beïnvloeden van het beleid voor de aandeelhouders met zich brengt, te hoog. De tweede categorie zijn beursvennootschappen die wel een of meerdere grootaandeelhouders hebben. Bij laatstgenoemde categorie ligt de feitelijke macht niet bij het bestuur of de commissarissen maar bij de grootaandeelhouder; zie Winter 2005, p. 110. Zie over de rol van de aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen Tabaksblat 2006, p. 596-598.

¹⁰⁷⁶ Deze onderverdeling is afkomstig van Raaijmakers 2005, p. 106-112. Hij geeft nog een extra categorie namelijk die van de beleggers gericht op de korte termijn. *Private equity*-investeerdere doen zich vooral voor in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Raaijmakers wijst er echter op een recent fenomeen: de *Private Investment in Public Equity*.

¹⁰⁷⁷ Raaijmakers 2005, p. 110 e.v.

schaffers. Deze overweging illustreert eens te meer waarom het model van de aandeelhouder als ideale *watchdog* voor het bestuur spaak loopt bij een verspreid aandelenkapitaal.¹⁰⁷⁸ De diversiteit heeft gevolgen voor de belangenbehartiging die van aandeelhouders mag worden verwacht. Hierna wordt ingegaan op de wijze waarop de diversiteit zich in een verschil in belangenbehartiging en zorgplicht voor de aandeelhouders vertaalt.

4.3.3. Verschillende typen aandeelhouders

De belangenbehartiging die van de aandeelhouder mag worden verwacht, hangt nauw samen met de positie die deze binnen het vennootschappelijk verband inneemt. De eisen die aan het aandeelhoudersgedrag worden gesteld, kunnen variëren naar gelang het type aandeelhouder. Teneinde te kunnen vaststellen welke mate van belangenbehartiging van de individuele aandeelhouder mag worden verwacht, dienen de bestaande verschillen tussen aandeelhouders te worden erkend. Deze diversiteit in de praktijk noopt tot een differentiatie naar de verschillende soorten aandeelhouders. De vraag is wanneer een aandeelhouder een dermate ‘wezenlijke’ zeggenschap of invloed kan uitoefenen, dat hij tot een meervoudige belangenbehartiging gehouden is. Differentiatie naar de verschillende typen aandeelhouders is daarbij van belang nu dit bepalend kan zijn voor de inhoud die aan het aandeelhouderschap wordt gegeven. Het uitgebreide assortiment aan variëteiten kan worden weergegeven op een glijdende schaal van aandeelhouders waarbij aan de ene kant van de schaal zich de minderheidsaandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap bevindt die louter belegger is. Aan het andere uiterste van de schaal staat de holding die 100% aandeelhouder is in de dochtervennootschap en daarin (mede) het beleid bepaalt.¹⁰⁷⁹ Daartussen zitten een heleboel andere aandeelhouders op een glijdende schaal van minder naar meer betrokkenheid bij de gang van zaken binnen de vennootschap. In dit verband kunnen onder meer worden onderscheiden de grootaandeelhouder met een meerderheidsbelang die nauwe banden heeft met de vennootschap, de aandeelhouder zonder meerderheidsbelang maar die desalniettemin een feitelijk overwicht heeft in de aandeelhoudersvergadering omdat de overige aandelen verspreid zijn,¹⁰⁸⁰ de aandeelhouder die tevens bestuurder dan wel commissaris is van de vennootschap. Zoals reeds aangegeven, kunnen deze typen aandeelhouders zowel bij een BV als bij een NV voorkomen. Ten aanzien van de beursvennootschap werd nog een aantal andere aandeelhouders getypeerd. Bijzondere aandacht verdient in dit kader de rol van de institutionele belegger.¹⁰⁸¹ Een an-

¹⁰⁷⁸ Zie hierover en over de wijze waarop corporate governance-bewaking door deze aandeelhouders zou kunnen worden aangemoedigd, Raaijmakers 2005, p. 106-112.

¹⁰⁷⁹ Bij een 100% aandeelhouderschap hoeft niet steeds sprake te zijn van medebeleidsbepaling. Zie in dit verband hoofdstuk 6.

¹⁰⁸⁰ Ervan uitgaande dat tussen de overige aandeelhouders geen aandeelhoudersovereenkomsten zijn gesloten teneinde hier tegenwicht tegen te bieden.

¹⁰⁸¹ In het voorgaande nam ik het onderscheid dat Raaijmakers maakte ten aanzien van verschillende typen aandeelhouders in de beursvennootschap over. Een andere aandeelhouder die een bijzondere positie inneemt en door Raaijmakers wordt aangehaald is de zogenaamde publieke aandeelhouder. Denkbaar is dat voor de overheid, in sterkere mate dan voor andere aandeelhouders niet zijnde publieke instellingen, de verplichting geldt om rekening te hou-

der type aandeelhouder treffen we aan bij een joint venture-constructie, waarbij vooral de samenwerkingsgedachte tussen de aandeelhouders op de voorgrond treedt.¹⁰⁸² Tot slot bevinden ook de prioriteitsaandeelhouder, de houder van preferente aandelen en de aandeelhouder bij een certificeringsconstructie (het administratiekantoor) zich in een bijzondere positie. Laatstgenoemde typen aandeelhouders kunnen overigens eveneens zowel bij de beursvennootschap als bij de niet-beursgenoteerde NV of BV voorkomen. Ik ga hier nader in op een aantal van de geschetste typen aandeelhouders en het daaruit voortvloeiende verwachtingspatroon ten aanzien van de invulling van het aandeelhouderschap alsmede de daarmee samenhangende belangenbehartiging. Gezien het onderwerp van deze dissertatie ligt de nadruk vooral op de behartiging van externe belangen die van de aandeelhouder mag worden verwacht en minder op de plicht tot behartiging van de belangen van medeaandeelhouders.

4.3.3.1. *De aandeelhoudende bestuurder/commissaris*

Hoe dient een aandeelhouder die tevens bestuurder is van de vennootschap, zijn stem in de algemene vergadering uit te brengen? In zijn hoedanigheid van bestuurder van de vennootschap, dient hij prioriteit te geven aan het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming.¹⁰⁸³ De aandeelhouder is echter in beginsel, binnen de grenzen die gesteld worden door de redelijkheid en billijkheid, bevoegd zijn stemrecht in zijn eigen belang aan te wenden. Een bestuurder die tevens aandeelhouder is, wordt bij zijn stemuitbrenging in de aandeelhoudersvergadering geconfronteerd met een intrinsiek tegenstrijdig belang doordat twee potentieel conflicterende bevoegdheden in één persoon verenigd zijn. Als aandeelhouder mag hij zich in beginsel voornamelijk laten leiden door eigen belang terwijl hij als bestuurder het belang van de vennootschap voorop dient te stellen. Beide belangen kunnen parallel lopen maar dat hoeft niet steeds het geval te zijn.¹⁰⁸⁴ Is met

den met belangen van maatschappelijke aard en over haar handelen als aandeelhouder verantwoording af te leggen. Nu het niet mijn bedoeling is de zorgplicht van publieke instellingen vast te stellen, blijft deze aandeelhouder hier buiten beschouwing. Zie hierover Raaijmakers 2005, p. 110. Zie over aandeelhoudersgedrag van institutionele beleggers eveneens Verdam 2005, p. 196-207.

¹⁰⁸² Rensen 2005, p. 32. Zie voor een andere indeling van aandeelhouders in zeven verschillende soorten Slagter 1988 IV, p. 18. Hij onderscheidt achtereenvolgens: '(...)de individuele aandeelhouder, de institutionele belegger, de certificaaathouder in combinatie met het administratiekantoor, de "raider", de groot- of enig aandeelhouder tevens bestuurder, de moeders van een joint venture en de moeder met een 100% dochteronderneming'. Uit zijn toepassing van de *property rights*-theorie en de transactiekostenbenadering op deze diverse soorten aandeelhouders concludeert Slagter dat deze verschillende machtsposities innemen die onderling dermate verschillen dat de rechtswetenschap daaraan niet voorbij mag gaan. Hij merkt daarbij op dat slechts één van die machtsposities in de rechtspraktijk verder tot ontwikkeling is gekomen, te weten de concernverhouding. Zie Slagter 1988 IV, p. 27-28.

¹⁰⁸³ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 293. Zie in verband met de bestuurder/enig aandeelhouder eveneens Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 205 e.v.

¹⁰⁸⁴ De *best practice* bepalingen van de commissie Tabaksblat stellen in dit verband dat het aandelenbezit van een bestuurder in de door hem bestuurder beursgenoteerde vennootschap, als belegging op de lange termijn heeft te gelden. Zie principe II.2, p. 10 van de Nederlandse

andere woorden een belangenconflict niet inherent aan de combinatie van beide hoedanigheden? Van tegenstrijdig belang in de zin van Boek 2 BW is sprake wanneer een bestuurder of aandeelhouder een persoonlijk belang heeft dat niet te verenigen is met het belang van de vennootschap.¹⁰⁸⁵ De tegenstrijdig belang-bepaling van Artikel 2:146/256 BW ziet enkel op tegenstrijdig belang van het bestuur en heeft louter betrekking op de vertegenwoordigingshandeling die onder de aanwezigheid van een tegenstrijdig belang wordt verricht.¹⁰⁸⁶ De bepaling ziet niet op de totstandkoming van het aan de vertegenwoordigingshandeling ten grondslagliggende besluit.¹⁰⁸⁷ De regeling inzake tegenstrijdig belang biedt derhalve geen oplossing voor de geschetste belangentegenstelling waarvoor de bestuurder zich in de aandeelhoudersvergadering gesteld ziet.¹⁰⁸⁸ Ondanks de aanwezigheid van een tegenstrijdig belang, kan de aandeelhouder op rechtsgeldige wijze zijn stem uitbrengen. Het genomen besluit zal slechts vernietigbaar zijn indien deze resultante van de stemuitbrenging in strijd is met de redelijkheid en billijkheid van Artikel 2:8

corporate governance code opgesteld door de Commissie Tabaksblat. Dit kan wellicht bijdragen tot een vermindering van het belangenconflict waarmee de bestuurder wordt geconfronteerd.

¹⁰⁸⁵ In de literatuur wordt een onderscheid gemaakt tussen direct, indirect en kwalitatief tegenstrijdig belang. Van direct tegenstrijdig belang is sprake wanneer een rechtshandeling wordt verricht tussen de bestuurder en de vennootschap. Een rechtshandeling tussen de vennootschap en een derde tot wie de bestuurder in een bijzondere relatie staat, levert een indirect tegenstrijdig belang op. De situatie waarin de bestuurder tevens optreedt als bestuurder van een andere vennootschap, wordt aangeduid met de term kwalitatief tegenstrijdig belang. In de literatuur bestaat discussie over de vraag of laatstgenoemde variant van tegenstrijdig belang onder de regeling van Art. 2:146/256 BW valt. Aangenomen wordt dat inderdaad sprake is van een (indirect) (kwalitatief) tegenstrijdig belang indien de bestuurder zowel bestuurder als aandeelhouder is van de vennootschap waarmee wordt gecontracteerd; HR 9 juli 2004, NJ 2004/519 m.nt. Maeijer (*Duplicado*); Hof Arnhem 11 oktober 2005, JOR 2005/294; HR 14 juli 2006 NJ 2006/570 m.nt. Maeijer (*ABN Amro/ Dijkema q.q.*). Zie verder De Kluiver rapport 2004, p. 97 noot 4 naar aanleiding van de voorgestelde flexibilisering van het BV-recht en Asser/Maeijer 2000, nr. 295. Zie over tegenstrijdig belang bij overnames Schwarz 1999, p. 436-441.

¹⁰⁸⁶ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 297 en HR 9 juli 2004, NJ 2004/519 m.nt. Maeijer (*Duplicado*); zie ook De Kluiver rapport 2004, p. 97 e.v.

¹⁰⁸⁷ In het kader van de flexibilisering van het BV-recht wordt voorgesteld dit te wijzigen in die zin dat de externe werking aan de regeling wordt ontnomen in ruil voor een intern werkende regeling. Voorgesteld wordt om voor rechtshandelingen waarbij een bestuurder of commissaris een tegenstrijdig belang heeft met de vennootschap, voorafgaande goedkeuring door de aandeelhoudersvergadering of een ander door de statuten aangewezen orgaan verplicht te stellen. Zie De Kluiver rapport 2004.

¹⁰⁸⁸ Onder tegenstrijdig belang moet volgens Verdam 2003, p. 14 worden verstaan: '(...) het conflict tussen twee of meer belangen binnen één en dezelfde persoon handelend in twee of meer hoedanigheden (...). Het leidt tot een loyaliteitsconflict bij een persoon met als gevaar dat de belangenafweging wordt beïnvloed door van "buiten" komende belangen die vreemd zijn aan het doel of kader ten behoeve waarvan respectievelijk waarin de belangenafweging dient te worden gemaakt'. Het gaat daarbij doorgaans niet om belangen die de aandeelhouder heeft uit een andere hoedanigheid binnen de desbetreffende vennootschap. Zie Verdam 2003, p. 16 voetnoot 51. Het belangenconflict dat hier centraal staat, namelijk de bestuurder die tevens aandeelhouder van de vennootschap is, valt reeds daarom buiten datgene wat in de literatuur en de wet wordt verstaan onder de term tegenstrijdig belang.

BW.¹⁰⁸⁹ Artikel 2:12 BW voorziet in de mogelijkheid om statutair aan bepaalde personen het stemrecht te ontfemen. Deze ontzeggingsmogelijkheid is echter beperkt tot het stemrecht over besluiten waarbij de rechtspersoon aan bepaalde personen, anders dan in hun hoedanigheid van aandeelhouder of lid van een orgaan, rechten toekent of verplichtingen kwijtscheldt. Betoogd kan worden dat de bestuurder in de aandeelhoudersvergadering louter als aandeelhouder optreedt en diens gevolg zijn eigen belang mag dienen terwijl hij bij de besluitvorming als bestuurder het vennootschappelijk belang centraal moet stellen. Deze opvatting vergt enige vorm van schizofrenie van de aandeelhoudende bestuurder teneinde zijn taken en bevoegdheden naar behoren te kunnen uitoefenen. Brenninkmeijer¹⁰⁹⁰ stelt in dit verband dat, voor zover aan de bestuurder prioriteitsaandelen zijn toegekend, de uitoefening van het aan deze aandelen verbonden stemrecht dient te worden gezien als onderdeel van de bestuurstaak. Dit brengt met zich dat het vennootschappelijk belang voorop dient te worden gesteld. De bestuurder verkrijgt door deze constructie immers extra zeggenschap ten koste van de bevoegdheden van de overige aandeelhouders in de aandeelhoudersvergadering teneinde de continuïteit of de zelfstandigheid van de vennootschap te waarborgen. In dit geval worden de eisen die aan de stemuitbrenging worden gesteld gerechtvaardigd door het oogmerk dat aan de uitgifte van de prioriteitsaandelen ten grondslag ligt. Wanneer de bestuurder, in plaats van over prioriteitsaandelen, over een pakket gewone aandelen in de vennootschap beschikt, kan mijn inziens van hem, in vergelijking tot gewone aandeelhouders, een verhoogde behartiging van de bij de vennootschap betrokken belangen worden verwacht. De bestuurder beschikt, in vergelijking tot andere aandeelhouders, uit hoofde van zijn bestuursfunctie over relevante bedrijfsinformatie. Ik wees er bijvoorbeeld reeds op dat iedere bestuurder geacht wordt op de hoogte te zijn van de financiële situatie binnen de vennootschap. Van deze informatievoorsprong kan hij zich niet ontdoen wanneer hij de pet van aandeelhouder op zet.

4.3.3.2. *De joint venture-constructie*

Een joint venture-constructie wordt gehanteerd wanneer twee of meer ondernemingen op bepaalde terreinen wensen samen te werken maar voor het overige zelfstandig willen blijven functioneren.¹⁰⁹¹ De partijen bij een joint venture hebben een keuzevrijheid voor wat betreft de wijze waarop zij in juridische zin aan deze samenwerking gestalte geven. De krachten kunnen worden gebundeld door de samenwerking in de vorm van een personenvennootschap te gieten maar de gezamenlijke activiteiten kunnen eveneens worden ondergebracht in een kapitaalvennootschap.¹⁰⁹² Aan de joint venture wordt een overeenkomst ten grondslag gelegd waarin afspraken worden gemaakt over onder meer het bestuur en de leiding over de onderneming. Wanneer gekozen wordt voor een kapitaalvennootschap als rechtsvorm, dan zijn de aandeelhouders doorgaans nauw betrokken bij de gang van zaken binnen de vennootschap waarin de samenwerking is geformaliseerd. Het doel

¹⁰⁸⁹ Slagter 2005, p. 296.

¹⁰⁹⁰ Brenninkmeijer 1973, p. 128.

¹⁰⁹¹ Van Duuren 2002, p. 2 e.v.

¹⁰⁹² Zie over de bruikbaarheid van de BV-vorm als joint venture-vennootschap Van Duuren 2002.

van de joint venture-verhouding is een samenwerking op basis van gelijkheid. Aan die gelijkheid kan in kapitaalvennootschappen gestalte worden gegeven door, in plaats van de vennootschappelijke besluitvorming te laten plaatsvinden op basis van de meerderheidsregel die aan het systeem van Boek 2 BW ten grondslag ligt, te opteren voor besluitvorming op basis van unanimiteit.¹⁰⁹³ De participanten willen doorgaans zelf het beleid van de vennootschap bepalen waardoor de scheiding tussen kapitaalverschaffers en de leiding over de vennootschap niet duidelijk aanwezig is.¹⁰⁹⁴ Bovendien hechten de joint venture-partners veel waarde aan de benoeming van de bestuurders en hun invloed daarop. Daaromtrent worden doorgaans duidelijke afspraken gemaakt die contractueel worden vastgelegd.¹⁰⁹⁵ Een en ander brengt mee dat de identificatiegraad tussen de aandeelhouders en de vennootschap in joint venture-verhoudingen doorgaans groot is, hetgeen gevolgen kan hebben voor de eisen die gesteld kunnen worden aan het aandeelhoudersgedrag. De Ondernemingskamer was in de *Versatel*-zaak van oordeel dat het joint venture-karakter van de samenwerking met zich kan brengen dat de aandeelhouder naar beste vermogen het totstandbrengen van een gemeenschappelijk gedragen beleid dient te bevorderen en dus niet louter het eigen belang voorop mag stellen.¹⁰⁹⁶

4.3.3.3. De prioriteitsaandeelhouder en de houder van preferente aandelen

Prioriteits- en preferente aandelen onderscheiden zich van gewone aandelen door de bijzondere rechten die daaraan verbonden zijn. Voor wat betreft prioriteitsaandelen zijn die bijzondere rechten gelegen op het terrein van de zeggenschap terwijl aan houders van preferente aandelen bijzondere winstrechten worden toegekend. Aangezien de preferente aandeelhouder aan zijn aandelen geen bijzondere zeggenschapsrechten ontleent, staat deze voor wat betreft zijn invloed op de vennootschappelijke besluitvorming op gelijke voet met de gewone aandeelhouder.¹⁰⁹⁷ Door de uitgifte van prioriteitsaandelen worden de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering beperkt ten gunste van een selecte (groep) aandeelhouder(s), de prioriteit. In dit verband kan onder meer worden gedacht aan het toekennen van bijzondere rechten voor wat betreft de benoeming van bestuurders. De aandelen worden met het oog op een bepaald doel bij de desbetreffende aandeelhouder(s) geplaatst, bijvoorbeeld ter waarborging van de continuïteit van de vennootschap, als beschermingsmiddel tegen vijandige overnames¹⁰⁹⁸ of ter concentratie van de macht binnen de vennootschap. Voor wat betreft de mate van betrokkenheid van deze aandeelhouder bij de vennootschap, geldt dat diens positie op de glijdende schaal afhankelijk is van de bijzondere bevoegdheden die aan deze aandeelhouder

¹⁰⁹³ Van Duuren 2002, p. 36 e.v.

¹⁰⁹⁴ Van Duuren 2002, p. 37 e.v.

¹⁰⁹⁵ Ik ga niet in op de wijze waarop dit dient te gebeuren en de mogelijkheden die de regels van Boek 2 BW hiervoor al dan niet biedt. Zie daarvoor Van Duuren 2002 die in dit verband spreekt over bindende voordrachtsconstructies in combinatie met *letter*-aandelen.

¹⁰⁹⁶ Hof Amsterdam (OK) 20 mei 1999, *JOR* 2000/72. Van den Ingh 2000 II, p. 208. Zie in deze zin eveneens Hof Amsterdam (OK) 28 december 2005, *JOR* 2006/66.

¹⁰⁹⁷ Brenninkmeijer 1973, p. 126; Hendriks-Jansen 1982, p. 8; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 287.

¹⁰⁹⁸ Zie hierover Voogd 1989.

werden toegekend. Naarmate deze zwaarder zijn, zal hij verhoudingsgewijs opschuiven naar de linker kant van de schaal waar de identificatiegraad van de aandeelhouder tot de vennootschap het grootst is. Voor wat betreft de vraag naar de plicht tot meervoudige belangenbehartiging door de prioriteitsaandeelhouder wordt in de literatuur aangenomen dat daarop geen eenduidig antwoord kan worden geformuleerd. Het antwoord op de vraag of de prioriteitsaandeelhouder bij het uitoefenen van zijn stemrecht zijn eigen belang voorop mag stellen dan wel daarbij meerdere belangen dient te behartigen, wordt rechtstreeks gerelateerd aan de intentie waarmee de prioriteitsaandelen zijn gecreëerd.¹⁰⁹⁹ Wanneer het doel van de uitgifte van prioriteitsaandelen bijvoorbeeld gelegen is in het bewaken van de continuïteit van de vennootschap, zal de prioriteitsaandeelhouder bij het uitoefenen van zijn stemrecht in beginsel het belang van de vennootschap voorop moeten stellen.¹¹⁰⁰

4.3.3.4. *De institutionele belegger en de stemgerechtigde bij certificering*

De institutionele belegger en de aandeelhouder bij een certificeringsconstructie bevinden zich in een vergelijkbare situatie. Beiden zijn immers tot op zekere hoogte gehouden om in hun functioneren als aandeelhouder de belangen van hun achterban in overweging te nemen. Daarnaast zijn beiden doorgaans belangrijke spelers op de aandeelhoudersvergadering waardoor zij op de besluitvorming hun stempel kunnen drukken.¹¹⁰¹

4.3.3.4.1. *De institutionele belegger*

De institutionele belegger staat in een fiduciaire verhouding tot zijn achterban. Deze loyaliteitsverplichting brengt met zich dat hij oog dient te hebben voor de financiële belangen van die achterban.¹¹⁰² De groeiende participatie van institutionele beleggers in het risicodragend kapitaal van ondernemingen en de daarmee gepaard

¹⁰⁹⁹ Brenninkmeijer 1973, p. 128; Hendriks-Jansen 1982, p. 8; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 287. Wanneer prioriteitsaandelen worden uitgegeven in beursgenoteerde vennootschappen, bepaalt Art. 2 sub c van Bijlage X bij het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam wel dat de stichting of de vereniging die, die aandelen houdt, zich moet richten naar de behartiging van de belangen van de uitgevende instelling, de met haar verbonden ondernemingen en alle daarbij betrokkenen.

¹¹⁰⁰ Hendriks-Jansen 1982, p. 8. Zie in dit verband echter de uitspraak van de Hoge Raad van 29 september 2006, *RvdV* 2006/895 (*The Mill Resort*). De Hoge Raad overwoog in die zaak het volgende: 'De enkele omstandigheid dat de stemmen met het oog op een bepaald belang aan de ontwikkelaar zijn toegekend, leidt niet ertoe dat de stemmen alleen mogen worden gebruikt om dat belang te dienen'. Zie r.o. 3.3.1.

¹¹⁰¹ Zie voor wat betreft de institutionele belegger Verdam 2003, p. 2-3.

¹¹⁰² Raaijmakers 2005, p. 111. Zie ook Verdam 2003 die een onderscheid maakt tussen verschillende soorten institutionele beleggers en telkens aangeeft in hoeverre deze verplicht zijn met de belangen van hun achterban rekening te houden. Ik ga hier verder niet op in nu de aandacht in dit onderzoek met name uitgaat naar de zorgplicht van de aandeelhouder jegens vennootschapscrediteuren en niet naar diens zorgplicht jegens zijn eigen achterban. Zie in dit verband eveneens principe IV.4 van de corporate governance code van de Commissie Takbaksblad.

gaande mogelijkheid om grote invloed uit te oefenen op de ondernemingsleiding alsmede de toegenomen aandacht voor de rol van aandeelhouders in het algemeen, hebben geleid tot een groeiende belangstelling voor de rol en het functioneren van institutionele beleggers.¹¹⁰³ Daarbij wordt steeds vaker de nadruk gelegd op hun verantwoordelijkheden als bewakers van de vennootschappelijke *checks and balances*.¹¹⁰⁴ Vanuit vennootschappelijk oogpunt is er geen reden om van een institutionele belegger meer aandeelhoudersactivisme te verwachten dan van andere aandeelhouders.¹¹⁰⁵ De druk die op de schouders van de institutionele belegger wordt gelegd in verband met het bewaken van de vennootschappelijke *checks and balances*, wordt echter onder meer gerechtvaardigd door de omvang van diens aandelenbezit en de daaraan verbonden zeggenschapsrechten. Dit stelt hem in staat om bij een vennootschap met een verspreid aandelenkapitaal, in verhouding tot de overige aandeelhouders, een belangrijke invloed te doen gelden op de onderneming waarin hij investeert. Institutionele beleggers zijn doorgaans beleggers met een lange- of middellange-termijnvisie.¹¹⁰⁶ Daarnaast beschikt de institutionele belegger, anders dan de particuliere belegger, doorgaans over de nodige deskundigheid en middelen die vereist zijn om het bestuur van de vennootschap te monitoren.¹¹⁰⁷ De betrokkenheid van de institutionele belegger bij de vennootschap kan met andere woorden groter zijn dan die van de gemiddelde belegger in een beursgenoteerde vennootschap. In de praktijk blijkt het aandeelhoudersactivisme door de institutionele beleggers nog te wensen over te laten. Als oorzaak hiervan wordt onder meer aangevoerd dat de institutionele belegger primair deelneemt in het kapitaal van de vennootschap als investering en niet om daarin zeggenschap te verwerven. Gewezen wordt voorts op het gevaar van voorwetenschap,¹¹⁰⁸ de hoge kosten die een actief aandeelhoudersbeleid met zich brengen¹¹⁰⁹ en de aanwezigheid van tegenstrijdig belang bij de institutionele belegger.¹¹¹⁰ De institutionele belegger kan bijvoorbeeld deel uitmaken van een groep die financiële producten en diensten aanbiedt aan de onderneming en op grond daarvan een commercieel belang hebben bij een

¹¹⁰³ Verdam 2003, p. 2; zie hierover eveneens Verdam 2005, p. 196-207; Tabaksblat 2006, p. 568. Zie over de rol van de institutionele beleggers naar aanleiding van de oratie van Verdam, Schwarz 2004 I, p. 179-182 die voorstander is van het invoeren van een stemplicht voor institutionele beleggers.

¹¹⁰⁴ Raaijmakers 2005, p. 111 die een aantal mogelijkheden geeft om institutionele beleggers tot meer aandeelhoudersactivisme te bewegen. Daarvan blijkt bijvoorbeeld ook in de corporate governance code van de Commissie Tabaksblat in principe IV.4.

¹¹⁰⁵ Raaijmakers 2005, p. 110.

¹¹⁰⁶ Raaijmakers 2005, p. 109 die er wel op wijst dat het streven naar optimale beleggingsresultaten kan leiden tot korte termijngerichtheid; zie Raaijmakers 2005, p. 111. Zie over de rol van institutionele beleggers als lange termijn aandeelhouders eveneens Van den Hoek 1998, p. 3-4; Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 326.

¹¹⁰⁷ Raaijmakers 2005, p. 111.

¹¹⁰⁸ Verdam 2003, p. 4-5.

¹¹⁰⁹ Verdam 2003, p. 5 e.v.

¹¹¹⁰ Verdam 2003, p. 9; Raaijmakers 2005, p. 111.

goede relatie met de ondernemingsleiding van de vennootschap waarin hij belegt.¹¹¹¹

4.3.3.4.2. De stemgerechtigde bij certificering

De certificeringsconstructie brengt een feitelijke scheiding aan tussen de zeggenschapsrechten die aan het aandeel verbonden zijn enerzijds en de aan het aandeel gekoppelde beleggingsfunctie anderzijds. De zeggenschapsrechten zijn in handen van het administratiekantoor dat als aandeelhouder kan worden aangemerkt. Het administratiekantoor houdt de aandelen ten titel van beheer voor de certificaathouder, die kan worden aangemerkt als de kapitaalverschaffer. Een en ander resulteert in een fiduciaire relatie tussen administratiekantoor en certificaathouder.¹¹¹² De verhouding tussen beiden wordt vastgelegd in de zogenaamde administratievoorwaarden. Daarnaast kunnen ook in de statuten van het administratiekantoor voor de certificaathouder bepaalde rechten zijn opgenomen die hij jegens het administratiekantoor te gelde kan maken. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan rechten inzake de benoeming van bestuurders van het administratiekantoor. De fiduciaire relatie tussen certificaathouder en administratiekantoor brengt met zich dat laatstgenoemde bij de uitoefening van het stemrecht het belang van de certificaathouder moet dienen.¹¹¹³ Onder omstandigheden kan dit betekenen dat het administratiekantoor de certificaathouders dient te consulteren alvorens op de aandeelhoudersvergadering een bepaald standpunt in te nemen. Tot dit oordeel kwam de President van de Rechtbank Den Bosch die van mening was dat met de certificaathouders overleg dient te worden gepleegd over de overname van de vennootschap waarin deze participeren.¹¹¹⁴ Oplettendheid was in deze zaak eveneens geboden gezien het gevaar van belangenvermenging. De bestuurders van het administratiekantoor handelden onrechtmatig jegens de certificaathouders door, zonder deze daarover te horen, de aandelen in de vennootschap te verkopen aan twee vennootschappen waarvan zij zelf eveneens bestuurder waren. Daarnaast kan in de administratievoorwaarden of in de doelomschrijving van het administratiekantoor in de statuten zijn opgenomen dat het administratiekantoor zich moet richten naar de behartiging van de belangen van de vennootschap, de daarmee verbonden onderneming en de daarbij betrokken belanghebbenden.¹¹¹⁵ Het administratiekantoor zal

¹¹¹¹ Verdam 2003, p. 9 e.v. Ik ga hier niet verder op in aangezien het de omvang van het hier centraal staande onderzoek te buiten gaat. Zie voor de implicaties van dit tegenstrijdig belang de oratie van Verdam.

¹¹¹² Zie onder meer Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 407; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 65.

¹¹¹³ Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 407; Van Schilfgaarde/Winter 2006, nr. 65.

¹¹¹⁴ Pres. Rb. 's-Hertogenbosch 12 augustus 1988 en 1 november 1988; zie hierover Noordraven 1989, p. 74-76; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 407 en Kersten 2004, p. 454-459. Zie over de vraag of certificaathouders dienen te worden geconsulteerd over een overnamebod eveneens Slagter 1988 II, p. 152-155. Betoogd kan worden dat de verkoop van aandelen aan de beheersfunctie van het administratiekantoor voorbij gaat. Een en ander zal afhangen van de inhoud van de statuten van het administratiekantoor en de daarin opgenomen doelomschrijving alsmede de administratievoorwaarden. Anders zie Kersten 2004, p. 454-459 die van mening is dat het in het licht van de uitspraak van de HBG-zaak niet past de certificaathouders te consulteren.

¹¹¹⁵ Asser/Maeijer 2-III 2000 nr. 407.

deze belangen dan bij de uitoefening van de zeggenschapsrechten in acht moeten nemen. De certificaathouders zelf kunnen eveneens jegens de vennootschap bepaalde rechten uitoefenen. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen houders van bewilligde of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten en onbewilligde of zonder medewerking uitgegeven certificaten.¹¹¹⁶ De houder van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten heeft het recht om rechterlijke machtiging tot bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering te vragen, deze bij te wonen en aldaar het woord te voeren alsmede het recht op inzage in en een kosteloos afschrift van de jaarstukken.¹¹¹⁷ Zowel bewilligde als niet bewilligde certificaathouders kunnen een enquête entameren.¹¹¹⁸ Sinds kort kan de houder van bewilligde certificaten van aandelen die zijn toegelaten tot de beurs het administratiekantoor om een volmachtverlening ter uitoefening van het stemrecht verzoeken.¹¹¹⁹ Die volmachtverlening kan echter worden beperkt, herroepen of uitgesloten wanneer de vennootschap wordt bedreigd met een vijandig bod of wanneer het gaat om een grote certificaathouder.¹¹²⁰ Hiermee wordt bedoeld op een certificaathouder of meerdere certificaathouders die krachtens een onderlinge regeling minimaal 25% van het geplaatste kapitaal van de vennootschap verschaffen.¹¹²¹

Voor wat betreft de vraag naar meervoudige belangenbehartiging in geval van certificering, dient vooral te worden gekeken naar het administratiekantoor en niet naar de certificaathouder. Eerstgenoemde heeft immers als aandeelhouder te gelden. De rechten van de certificaathouder gaan in beginsel niet zo ver dat deze een beslissende invloed heeft op de vennootschappelijke besluitvorming. Hij heeft in beginsel geen stemrecht, wel kan hij op de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering feitelijke invloed uitoefenen door ter vergadering te verschijnen en daar het woord te voeren. De houder van certificaten van aandelen die zijn toegelaten tot de beurs heeft weliswaar de mogelijkheid om op basis van volmachtverlening stemrecht uit te oefenen en daardoor de besluitvorming te beïnvloeden. Echter, de zeggenschap die hij op basis daarvan kan uitoefenen is sterk begrensd nu de volmacht kan worden beperkt indien de certificaathouder aanspraak kan maken op een 25%-belang in de vennootschap. Voor wat betreft de uitoefening van het stemrecht door het administratiekantoor en het vaststellen van diens eventuele gehoudenheid tot een meervoudige belangenbehartiging, kan een parallel worden getrokken met de houder van prioriteitsaandelen. Aandelen worden vaak om uiteenlopende redenen gecertificeerd. Een aantal van die redenen komt onder omstandig-

¹¹¹⁶ Ik ga hier voorbij aan de vraag wanneer van bewilliging sprake is. Zie voor een literatuurverwijzing ten aanzien van deze problematiek Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 409. Zie over certificering Van den Ingh 1991.

¹¹¹⁷ Art. 2:110/220 en 2:112/222 BW; Art. 2:117/227 lid 2 BW en Art. 2:102/212 BW. Een ander verschil is dat houders van bewilligde certificaten gerekend worden tot de redelijkheids- en billijkheidskring van Art. 2:8 BW.

¹¹¹⁸ Art. 2:346 BW.

¹¹¹⁹ Art. 2:118a BW.

¹¹²⁰ Zie voor kritische beschouwingen hierover Schwarz 2004 II, p. 223-225.

¹¹²¹ Art. 2:118a lid 2 sub b BW. Daarnaast kan de volmacht worden beperkt, uitgesloten of herroepen wanneer de uitoefening van het stemrecht door de certificaathouder wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming, zie Art. 2:118a lid 2 sub c BW.

heden overeen met de ratio van de uitgifte van prioriteits aandelen. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan het veiligstellen van de continuïteit van de onderneming of de wens om de zeggenschapsrechten binnen de aandeelhoudersvergadering te bundelen.¹¹²² Voor wat betreft de stemuitbrenging op prioriteits aandelen heb ik reeds betoogd dat de mate van meervoudige belangenbehartiging die van de aandeelhouder kan worden verwacht, rechtstreeks gerelateerd is aan de intentie die aan de uitgifte van de prioriteits aandelen ten grondslag ligt. Hetzelfde geldt mijns inziens in geval van certificering. Bij de stemuitbrenging door het administratiekantoor dient de reden voor certificering daarbij in ogenschouw te worden genomen. De fiduciaire relatie tussen administratiekantoor en certificaathouder impliceert echter wel dat daarbij de belangen van de certificaathouders niet mogen worden veronachtzaamd. Een andere reden voor certificering kan bijvoorbeeld gelegen zijn in de wens de verhandelbaarheid van participaties in het risicodragend kapitaal van de vennootschap te bevorderen. De certificering maakt het mogelijk de waarde van het aandeel te splitsen over meerdere certificaten.¹¹²³ Aan de certificering liggen in dat geval geen motieven terzake de bundeling of herverdeling van de zeggenschap ten grondslag. Het administratiekantoor hoeft daar dan ook bij de uitoefening van het stemrecht geen rekening mee te houden. Van belang voor de stemuitbrenging zijn eveneens de administratievoorwaarden. Daarin kan een norm zijn opgenomen die het stemgedrag van het administratiekantoor bepaalt. Die norm kan bijvoorbeeld bestaan uit het behartigen van de belangen van de uitgevende vennootschap, de daarmee verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen.¹¹²⁴ Indien dit het geval is, hebben we te maken met een aandeelhouder voor wie de norm die hij bij zijn stemgedrag moet hanteren overeen komt met de belangen die het bestuur en de raad van commissarissen bij de uitoefening van hun bevoegdheden in acht moeten nemen. De belangen van de crediteuren zijn in deze norm meer of beter verdisconteerd dan in de norm van het *Aurora*-arrest die voor de stemuitbrenging door de aandeelhouders het uitgangspunt vormt. Of op het administratiekantoor verder nog een plicht rust om met de belangen van de crediteuren rekening te houden, is afhankelijk van de wijze van certificering en de overige populatie van de aandeelhoudersvergadering. Indien de certificering ertoe strekt om alle zeggenschapsrechten in een hand te verenigen, zal deze enig aandeelhouder meer oog dienen te hebben voor andere belangen.

¹¹²² Zie uitgebreider over de motieven voor certificering en over certificering in het algemeen Van den Ingh 1991, p. 28 e.v.

¹¹²³ Van den Ingh 1991, p. 28 e.v.

¹¹²⁴ Bijlage X van het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam stelt een dergelijke bepaling in de administratievoorwaarden verplicht voor zogenaamde *ad hoc* administratiekantoren. Dat zijn administratiekantoren die, in tegenstelling tot professionele administratiekantoren waarvoor krachtens art. 15 van Bijlage II van het Fondsenreglement een andere verplichting geldt, slecht aandelen van een bepaalde vennootschap in administratie nemen. Zie hierover Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 414. Principe IV.2.5 van de code Tabaksblat bepaalt voor beursgenoteerde ondernemingen dat het administratiekantoor bij de uitoefening van het stemrecht zich primair moet richten naar het belang van de certificaathouders en rekening dient te houden met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

4.3.4. Identificatiegraad en de glijdende schaal van aandeelhouders

Het verhoogde risico voor aandeelhoudersopportunisme is mijns inziens gelegen in de gezaghebbende rol die de aandeelhouder bekleedt. Een dergelijke gezaghebbende rol kan een aandeelhouder niet enkel toekomen in concernverhoudingen maar ook daarbuiten.¹¹²⁵ Het antwoord op de vraag wanneer van een gezaghebbend aandeelhouder sprake is, is moeilijk in algemene bewoordingen te vatten en zal sterk afhankelijk zijn van de omstandigheden van het geval.¹¹²⁶ Aandeelhouders kunnen zich in verschillende typen voordoen. De identificatiegraad tussen aandeelhouder en vennootschap kan verschillen, afhankelijk van het type aandeelhouder. Een grote afstand bestaat bijvoorbeeld tussen de particuliere belegger en de beursgenoteerde vennootschap met een verspreid aandelenkapitaal waarin deze deelneemt. Dat is anders bij de aandeelhoudende bestuurder. De informatie waarover hij uit hoofde van zijn bestuursfunctie beschikt, noopt hem tot het in acht nemen van de nodige zorg jegens bijvoorbeeld schuldeisers van de vennootschap bij de uitoefening van zijn stemrecht in de aandeelhoudersvergadering. Dat geldt met name wanneer de bestuurder tevens enig aandeelhouder is. Hoe groter de identificatiegraad tot de vennootschap, des te meer zorgvuldigheid van hem mag worden verwacht.¹¹²⁷ De identificatiegraad tussen de vennootschap en de aandeelhouder wordt niet enkel bepaald door het type aandeelhouder waartoe de desbetreffende kapitaalverschaffer kan worden gerekend. De omvang en reikwijdte van de belangenafweging die van een aandeelhouder mag worden verwacht, is voorts mede afhankelijk van de wijze waarop deze zijn aandeelhoudersrol binnen de vennootschap vervult en de (al dan niet) daarmee gepaard gaande feitelijke machtsuitoefening. Wanneer in de aandeelhoudersvergadering naast de aandeelhoudende bestuurder meerdere aandeelhouders zetelen, zal een en ander afhangen van de vraag of hij daarin beslissende invloed uitoefent. Bij de joint venture beogen de aandeelhouders een samenwerking op basis van gelijkheid ten gevolge waarvan hun betrokkenheid bij de lei-

¹¹²⁵ Hertig en Kanda wijzen er op dat vooral in groepsrelaties een verhoogd gevaar voor aandeelhoudersopportunisme bestaat. De concernstructuur kan volgens hen de crediteuren op twee manieren benadelen. In de eerste plaats kan de groepsrelatie leiden tot verminderde transparantie voor crediteuren. Daarnaast kan door intragroepstransacties vermogen van de ene vennootschap worden overgeheveld naar een andere groepsmaatschappij. Hertig & Kanda 2004, p. 75. Zie in verband met het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid dat tot aandeelhoudersopportunisme leidt eveneens Millon 2006.

¹¹²⁶ Zie in dit verband Van den Ingh 2000 II, p. 207 e.v. die spreekt over de gekwalificeerde aandeelhouder. Hierbij dient te worden opgemerkt dat Van den Ingh het stemgedrag van de aandeelhouder bespreekt in het licht van de redelijkheid en billijkheid in de zin van Art. 2:8 BW en de plicht om met de belangen van de medeaandeelhouders en het vennootschappelijk belang rekening te houden.

¹¹²⁷ Anders Cahen 1970, p. 84. Volgens Cahen bestaat een verband tussen de identificatiegraad en het aantal bevoegdheden dat aan de aandeelhouder wordt toegekend. Hij is echter van mening dat de identificatiegraad niet beslissend is voor de wijze waarop die bevoegdheden worden uitgeoefend. Alle aandeelhouders handelen vanuit een rechtsbetrekking die uit gelijke principes is opgebouwd, aldus Cahen. De wijze waarop de desbetreffende bevoegdheid moet worden uitgeoefend, is afhankelijk van de aard van die bevoegdheid waarbij hij wederom wijst op het verschil tussen bevoegdheden op basis van dwingend en op basis van regelend recht.

ding over de vennootschap groot zal zijn. Of de prioriteitsaandeelhouder, de institutionele belegger en de stemgerechtigde bij certificering beslissende invloed uitoefenen op de gang van zaken binnen de vennootschap, is eveneens afhankelijk van de verdere samenstelling van de aandeelhoudersvergadering. Wanneer daarin bijvoorbeeld andere grote aandeelhouders zetelen, die tegenwicht bieden, zal van controlerende invloed geen sprake zijn. Bij een familievennootschap met een beperkt aantal aandeelhouders zal bijvoorbeeld 51% nodig zijn om de macht uit te oefenen terwijl een verschaffer van 10% van het aandelenkapitaal in een beursvennootschap met een gespreid aandelenkapitaal reeds de dienst kan uitmaken.¹¹²⁸ Voor wat betreft de prioriteitsaandeelhouder is eveneens van belang de zwaarte van de aan hem toegekende bevoegdheden. Naast de samenstelling van de aandeelhoudersvergadering, wordt het uitoefenen van controlerende zeggenschap eveneens bepaald door andere feitelijke omstandigheden, zoals het bestaan van stemovereenkomsten tussen bepaalde aandeelhouders waardoor binnen de aandeelhoudersvergadering blokvorming ontstaat.¹¹²⁹ Voorts kan in dit verband worden gedacht aan aandeelhouders die vanuit maatschappelijk oogpunt in staat zijn om de druk op te voeren. In verband met dit laatste kan bijvoorbeeld worden gedacht aan belangenorganisaties die een bepaald maatschappelijk belang vertegenwoordigen en aandelen in de vennootschap nemen om aldus als aandeelhouder actief te participeren in de aandeelhoudersvergadering teneinde de door de vennootschap te varen koers te beïnvloeden.¹¹³⁰ Tegen deze achtergrond past het nog kort enig woorden te wijden aan de zogenaamde *hedge funds*. De recente berichtgevingen in de media en de ontwikkelingen omtrent deze beleggers geven een duidelijk beeld van een aandeelhouder die ervan wordt beticht in zijn aandeelhoudershandelen louter het eigen belang voorop te stellen. De activistische opstelling van deze beleggers stelt hen, al dan niet met behulp van bijvoorbeeld overeenkomsten met andere beleggers, onder omstandigheden in staat een feitelijke machtspositie in te nemen en aldus een vergaande invloed uit te oefenen op het beleid van de vennootschap. Raaijmakers schrijft ten aanzien van deze belegger: 'Zonder te "besturen" blijken zij een grote invloed uit te (kunnen) oefenen op beurs-NV's.(...)'.¹¹³¹ De invloed van de aandeelhouder op het beleid van de vennootschap wordt derhalve niet enkel bepaald door de zeggenschaprechten die hij kan uitoefenen.¹¹³² In het voorgaande sprak ik over een glijdende schaal waarop de diversiteit aan aandeelhouders kan worden aangeduid en waarop deze zich, afhankelijk van de omstandigheden van het geval, van links naar rechts kunnen voortbewegen.

Een afspiegeling van de verschillende aandeelhouders kan in schematische vorm op de volgende glijdende schaal worden weergegeven:

¹¹²⁸ Hertig & Kanda 2004, p. 75.

¹¹²⁹ Hertig & Kanda 2004, p. 75. Zie in dit verband Art. 2:24a lid 1 sub b BW.

¹¹³⁰ Steins Bisschop 2004, p. 86 e.v.

¹¹³¹ Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 326. Hij wijst daarbij op het gevaar dat deze belegger noch aan de markt, noch binnen de vennootschappelijke verhouding gehouden zijn rekening en verantwoording af te leggen. De concrete omvang van de zorgplicht van deze beleggers, ook in gevallen waarin geen sprake is van een vennootschap in financiële moeilijkheden, vormt een interessant onderwerp voor verder onderzoek.

De schaal geeft de afstand tussen de aandeelhouder en de vennootschap aan. Hoe meer de aandeelhouder zich aan de linker kant van de schaal bevindt, des te meer hij bij de vennootschap betrokken is en des te groter de identificatiegraad tussen beiden. De horizontale pijlen geven aan dat de plaats van de desbetreffende aandeelhouder op de glijdende schaal kan verschuiven, onder meer afhankelijk van de verdere samenstelling van de aandeelhoudersvergadering. Het administratiekantoor, dat als aandeelhouder bij certificering dient te worden aangemerkt, en de prioriteitsaandeelhouder zullen zich op de schaal heen en weer bewegen afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Bij het administratiekantoor zal de mate van betrokkenheid bij de vennootschap afhankelijk zijn van de hoeveelheid aandelen die zijn gecertificeerd, de aanwezigheid van andere aandeelhouders en de (on)afhankelijkheid van het bestuur van het administratiekantoor ten opzichte van de vennootschap wiens aandelen worden gehouden. Van nauwe betrokkenheid is sprake wanneer het bestuur van het administratiekantoor gevormd wordt door de bestuurders of commissarissen van de vennootschap wiens aandelen zijn gecertificeerd.¹¹³² Het bestuur c.q. de commissarissen van de vennootschap hebben in dat geval immers te gelden als stemgerechtigden in de aandeelhoudersvergadering. De plaats van de prioriteitsaandeelhouder op de schaal wordt eveneens bepaald door de overige populatie binnen de aandeelhoudersvergadering alsmede door het gewicht dat kan worden toegekend aan de aan hem toekomende bevoegdheden. Hetzelfde geldt voor de aandeelhoudende bestuurder. Zijn plaats op de schaal wordt eveneens bepaald door het percentage aandelen dat hem toekomt en de overige samenstelling van de aandeelhoudersvergadering. De bestuurder met een minderheidsbelang in de vennootschap zal zich meer naar de rechterkant van de schaal bewegen dan de bestuurder die tevens gezaghebbend aandeelhouder is.

¹¹³² Zie in die zin Verdam 2003, p. 20 e.v.

¹¹³³ Principe IV.2.2 van de *best practice*-bepalingen inzake corporate governance van de Commissie Tabaksblat bepaalt dat in het bestuur van het administratiekantoor geen (voormalige) bestuurders, (voormalige) commissarissen, werknemers of vaste adviseurs van de vennootschap zitting mogen nemen. Deze bepalingen zien op certificering bij beursgenoteerde vennootschappen.

4.3.5. Ontwikkeling van een eigen norm voor aandeelhoudershandelen

In de jurisprudentie wordt voor de beoordeling van het gedrag van de aandeelhouder in toenemende mate gebruik gemaakt van een norm die nauw aansluit bij de op het bestuur rustende zorgplicht. In dit verband kan onder meer worden gewezen op de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam¹¹³⁴ van 6 februari 2002 waarin deze gevraagd werd zich te buigen over de zorgplicht van een meerderheidsaandeelhouder jegens de vennootschappelijke minderheid. Het betreft in deze zaak de voorgenomen fusie tussen Vendex en KBB. Vendex heeft ingevolge een openbaar bod een belangrijk pakket aandelen verworven in KBB. Teneinde zich van de resterende minderheidsaandeelhouders te ontdoen, wordt een juridische fusie aangekondigd tussen beide voornoemde bedrijven ten gevolge waarvan de minderheidsaandeelhouders in ruil voor hun aandelen in de verdwijnende vennootschap KBB van rechtswege een belang krijgen in Vendex als verkrijgende vennootschap. Dit voornemen stuit echter op de nodige weerstand. Leyinvest, ten tijde van de fusie minderheidsaandeelhouder van KBB, verwijt meerderheidsaandeelhouder Vendex onvoldoende rekening te houden met haar belangen. De rechtbank overweegt dienaangaande:

‘Vooropgesteld wordt verder dat bij deze besluitvorming de aandeelhouders zich als zodanig jegens elkander dienden te gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid werd gevorderd. Een grond voor vernietiging van het fusiebesluit in voornoemde zin kan zich voordoen indien geen redelijk oordelend aandeelhouder in de omstandigheden van dit geval tot het fusiebesluit had kunnen komen of indien aandeelhouders jegens elkaar niet hebben voldaan aan de maatstaf van redelijkheid en billijkheid’.

De maatstaf die de rechtbank hier aanlegt voor het beoordelen van het gedrag van de meerderheidsaandeelhouder jegens de minderheid, namelijk die van een *‘redelijk oordelend aandeelhouder’*, is vergelijkbaar met de eisen die in het kader van Artikel 2:9BW worden gesteld aan het bestuurlijk optreden in de interne verhouding binnen de vennootschap.¹¹³⁵ Vervolgens stelt de rechtbank vast dat het beleid van KBB in overwegende mate door Vendex werd bepaald. Een en andere brengt met zich dat Vendex gehouden was:

‘(...) met de belangen van Leyinvest bij de voorgenomen fusie rekening te houden op dezelfde wijze als een onafhankelijk bestuur van een fuserende vennootschap de belangen van haar aandeelhouders dient te behartigen, en in dat kader mocht zij zich niet laten leiden door het belang dat Vendex had bij de ruilverhouding niet als meerderheidsaandeelhouder van KBB maar als fusiepartner’.

¹¹³⁴ Rechtbank Amsterdam 6 februari 2002, JOR 2002/61 (*Leyinvest/Vendex*). Hierbij dient erop te worden gewezen dat het in deze zaak niet ging om de zorgplicht van de aandeelhouder jegens derden maar jegens de medeaandeelhouder. Zie voor een vergelijkbare situatie waarin bij het doorvoeren van een fusie tussen Versatel en Tele 2 eveneens onvoldoende rekening werd gehouden met de belangen van de Centaurus als minderheidsaandeelhouder Hof Amsterdam (OK) 24 maart 2006, JOR 2006/98 (*Tele 2*).

¹¹³⁵ Maeijer spreekt bij zijn invulling van Art. 2:9 BW bijvoorbeeld over een redelijk oordelend ondernemer. Maeijer 1991, p. 4; Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 321. Zie in dit verband hoofdstuk 5.

De rechtbank stelt met andere woorden vast dat de grootaandeelhouder zich als feitelijk bestuurder gedraagt. Desalniettemin wordt een maatstaf aangelegd waarin het gedrag van Vendex als ‘aandeelhouder’ centraal staat namelijk ‘*redelijk oordelend aandeelhouder*’. De aandeelhouder had zich in zijn aandeelhoudersgedragingen dienen te conformeren aan de eisen die gelden voor bestuurshandelingen. In dezelfde lijn liggen de uitspraken van de Ondernemingskamer in de procedures rondom *Gucci* en *Breevast*.¹¹³⁶ In deze procedures gaf de Ondernemingskamer naar aanleiding van de vraag naar de eisen die de redelijkheid en billijkheid stellen in geval van een (potentiële) overname te kennen dat:

‘(...) mede gezien het bepaalde in artikel 2:8 van het Burgerlijk Wetboek, [heeft, M.O.] te gelden dat de verwerver van een pakket aandelen als hier in het geding als behoorlijk aandeelhouder in verband met en bij gelegenheid van de verkrijging van die aandelen opening van zaken geeft, met de vennootschap wier aandelen hij verkrijgt redelijk overleg pleegt en in zijn handelen niet alleen zijn eigen belangen maar ook de belangen van de vennootschap in al haar facetten en de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen betreft’.¹¹³⁷

De laatste zinsnede brengt de uitbreiding van de door de aandeelhouder in ogeschouw te nemen belangensfeer tot uitdrukking. Door gebruik te maken van het begrip ‘behoorlijk aandeelhouder’, wordt de maatstaf voor het beoordelen van het handelen van de meerderheidsaandeelhouder eveneens in zekere mate geobjectiveerd. Bepalend is datgene wat van een behoorlijk aandeelhouder mag worden verwacht.¹¹³⁸ Tot slot kan hierbij worden opgemerkt dat de kring van de bij de vennootschap betrokken *stakeholders* steeds verder uitbreidt. Een herdefiniëring van die kring blijkt uit de discussie inzake maatschappelijk verantwoord ondernemen waarbij steeds vaker wordt gewezen op een plicht tot het in acht nemen van de belangen van derden zoals bijvoorbeeld NGO's.¹¹³⁹

5. Aansprakelijkheid jegens derden

5.1. Van meervoudige belangenbehartiging tot aansprakelijkheid

In het voorgaande werd betoogd dat, afhankelijk van de positie die de aandeelhouder binnen de vennootschap inneemt, van hem een meervoudige belangenbehartiging

¹¹³⁶ Hof Amsterdam 3 maart 1999, *NJ* 1999/350 (*Gucci*) en Hof Amsterdam 11 maart 1999, *NJ* 1999/351 (*Breevast*). De term ‘behoorlijk aandeelhouder’ kwam eveneens terug in de beschikking van de Ondernemingskamer van het Hof Amsterdam (OK) van 16 oktober 2001, *JOR* 2001/251 (*Westfield/Rodamco*). Zie hierover het verslag door Bras van de bijdrage van Van der Staay aan de vergadering van de Vereniging Corporate Litigation; Bras 2006, p. 482.

¹¹³⁷ *NJ* 1999/350, r.o. 3.3. Zie voor een vergelijkbare formulering *NJ* 1999/351, r.o. 4.16.

¹¹³⁸ Een vergelijkbare objectivering werd in de jurisprudentie in het arrest *Staleman/Van de Ven* (HR 10 januari 1997, *NJ* 1997/360) aangebracht voor wat betreft de beoordeling van het handelen van bestuurders in het kader van Art. 2:9 BW. Een van de relevante omstandigheden betrof in de ogen van de Hoge Raad: ‘(...) het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult’. Zie over bestuurdersaansprakelijk hoofdstuk 5.

¹¹³⁹ Steins Bisschop 2004.

ging kan worden verwacht. Daarbij gaat het in eerste instantie om een behartiging van de belangen van diegenen die tot de kring behoren waartoe de redelijkheid en billijkheid van Artikel 2:8 BW zich uitstrekt. Uit de in hoofdstuk 6 besproken aansprakelijkheid in concernverhoudingen blijkt dat een aandeelhouder onder omstandigheden eveneens gehouden kan zijn met de belangen van derden, meer in het bijzonder de vennootschapscrediteuren, rekening te houden. In het onderhavige onderzoek staat de problematiek omtrent de in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen centraal. Wanneer een vennootschap in dergelijke omstandigheden terechtkomt, slaat de balans van de op het spel staande belangen door in de richting van de crediteuren. De belangen van de schuldeisers van de vennootschap worden dominant. De vervolgvraag laat zich stellen: wanneer slaat een gebrek aan belangenbehartiging om in aansprakelijkheid? In het hiernavolgende wordt op die vraag een antwoord gezocht. Het gaat daarbij om de (eventuele) aansprakelijkheid van aandeelhouders jegens vennootschapscrediteuren. De verantwoordelijkheden en eventueel daaruit voortvloeiende aansprakelijkheid jegens diegenen die tot de interne kring behoren zoals de aandeelhouders of de schending door de aandeelhouder van het vennootschappelijk belang, blijven hier verder buiten beschouwing. Centraal staat de aansprakelijkheid van de individuele aandeelhouder en niet van de aandeelhoudersvergadering als collectief. Een besluit afkomstig van de aandeelhoudersvergadering waarbij geen rekening wordt gehouden met externe belangen, biedt immers geen grond voor aansprakelijkheid van de aandeelhoudersvergadering als collectief. Een orgaan van de vennootschap kan in beginsel niet door derden op haar besluitvorming worden aangesproken.¹¹⁴⁰ Ruimte voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder(s) zal er enkel zijn indien de schadeberokkenende gedraging kan worden herleid tot een onrechtmatige daad van een individuele aandeelhouder. Het is niet uitgesloten dat besluiten van de aandeelhoudersvergadering als orgaan aan derden schade berokkenen. Deze besluiten zullen echter doorgaans aan de vennootschap worden toegerekend.

5.2. *De aandeelhouder met beleidsbepalende invloed*

Uit de doorbraak-jurisprudentie blijkt dat een individuele aandeelhouder onder omstandigheden gehouden is met externe belangen, meer in het bijzonder de belangen van crediteuren, rekening te houden. Het verwaarlozen van deze belangen kan onder omstandigheden tot het oordeel leiden dat de aandeelhouder in strijd handelt met datgene wat in het maatschappelijk verkeer betamelijk is. Het ging daarbij steeds om de aansprakelijkheid van een moedermaatschappij jegens de crediteuren van de dochtervennootschap. Of op de moedervernootschap daadwerkelijk een dergelijke zorgplicht rust, hangt af van de concernstructuur en de wijze waarop daaraan in concreto nader invulling is gegeven. Het gaat met andere woorden om de wijze waarop de aandeelhouder aan zijn aandeelhouderschap en de daarmee gepaard gaande zeggenschapsrechten inkleuring geeft. De aan de aandeelhouder toegekende zeggenschapsrechten creëren in concernverhoudingen de

¹¹⁴⁰ Met uitzondering van het bestuur dat door de curator wordt aangesproken op grond van Art. 2:138/248 BW. Zie over deze grond voor bestuurdersaansprakelijkheid hoofdstuk 6.

mogelijkheid tot uitoefening van een feitelijke zeggenschap die verder reikt dan het theoretisch model dat aan Boek 2 BW ten grondslag ligt. In dat model wordt uitgegaan van een dualiteit tussen vennootschapsorganen met duidelijk van elkaar gescheiden bevoegdheden en een duidelijk afgebakende rolverdeling tussen het bestuur enerzijds en de aandeelhoudersvergadering anderzijds. Het enkel aan het hoofd staan van een concern en het voeren van de centrale leiding is onvoldoende gebleken voor externe aansprakelijkheid. De zorgplicht om met de belangen van de vennootschapscrediteuren rekening te houden bestaat voor een 'overrijverige' aandeelhouder. Hiermee wordt bedoeld op een moedervernootschap die zich indringend bezighoudt met het beleid en de gang van zaken bij de dochtervernootschap. Het op de hoogte raken van financiële problemen bij de dochtervernootschap, noopt niet tot het nemen van maatregelen door de moedermaatschappij. Echter, indien de moedervernootschap zich indringend met het beleid en de gang van zaken bij de dochteronderneming bemoeit, dient zij deze gedragslijn ook te continueren wanneer de dochtervernootschap met financiële moeilijkheden wordt bedreigd. De moedervernootschap kan zich in dat geval niet langer achter de beschermingsmuur van de beperkte aansprakelijkheid verschuilen.

Uit de bespreking van de relevante jurisprudentie terzake in hoofdstuk 6 blijkt dat voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder op grond van onrechtmatige daad niet vereist is dat deze volledig op de directiestoel is gaan zitten, maar dat deze zich ten gevolge van het uitoefenen van die feitelijke zeggenschap steeds meer in de richting van de bestuurskamer begeeft. Hierin verschilt de aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad met de medebeleidsbepaling in de zin van Artikel 2:138/248 lid 7 BW waarbij een directe bemoeienis met het bestuur alsmede een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur vereist is.¹¹⁴¹ Hoe meer de aandeelhouder zich in de bestuurs sfeer begeeft, des te groter de op hem rustende zorgplicht en het risico op aansprakelijkheid bij schending daarvan. Uit de beschrijving van het Engelse en het Zuid-Afrikaanse systeem in het vorige hoofdstuk blijkt eveneens steeds enige vorm van beleidsinspraak vereist teneinde de aandeelhouder aansprakelijk te stellen op grond van *wrongful trading* c.q. bedrieglijk of roekeloos handelen. Hierbij dient te worden opgemerkt dat de zorgplicht eerder zal worden geactiveerd wanneer de moedervernootschap door haar handelen actief haar eigen risico vermindert ten koste van dat van de crediteuren dan wanneer deze louter nalaat de belangen van de crediteuren in ogenschouw te nemen. Slagter is van mening dat, hoewel een aandeelhouder niet verplicht is om in gelijke mate als het bestuur of de commissarissen het vennootschappelijk belang in ogenschouw te nemen, een grootaandeelhouder zich bij het uitbrengen van zijn stem niet alleen door zijn eigen belang mag laten leiden. De belangenverbreding brengt volgens hem met zich dat een besluit van de aandeelhouders waarbij enkel het eigen belang in ogenschouw is genomen ten detrimente van de vennootschap als geheel, aantastbaar is.¹¹⁴² Uit het voorgaande blijkt dat een dergelijk besluit niet enkel binnen de interne vennootschappelijke kring aantastbaar is maar dat dit ook extern tot aansprakelijkheid van de grootaandeelhouder kan leiden. Dat de moedervernootschap in concernverhou-

¹¹⁴¹ Zie in dit verband hoofdstuk 5, paragraaf 5.1.4 en hoofdstuk 6, paragraaf 3.1.

¹¹⁴² Slagter 2005, p. 14 en p. 311. Zie hierover Van den Ingh 2000 II, p. 203-213.

dingen zich in de uitoefening van haar aandeelhoudersrechten niet uitsluitend mag laten leiden door eigen belang, blijkt duidelijk uit het *Nimox*-arrest. Het stemgedrag van de aandeelhouder resulteerde in strijd met hetgeen in het maatschappelijk verkeer betamelijk was jegens de crediteuren. In de literatuur wordt verdedigd dat de *Nimox*-regel niet alleen van toepassing is in concernverhoudingen, maar dat deze uitspraak ook daarbuiten voor andere aandeelhouders gelding heeft.¹¹⁴³ De aandeelhouder dient derhalve wel degelijk met externe belangen rekening te houden. Met andere woorden, een externe variant van de in de interne vennootschappelijke verhoudingen in acht te nemen beginselen van redelijkheid en billijkheid kan gevonden worden in de maatschappelijke betamelijkheid.

5.3. De maatschappelijke betamelijkheid

Het gebrek aan belangenbehartiging door een aandeelhouder gaat niet zonder meer over op aansprakelijkheid. Voor een onrechtmatige daad van de aandeelhouder is vereist dat deze in strijd handelt met datgene wat volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt.¹¹⁴⁴ Uit de bespreking in hoofdstuk 6 blijkt dat de invulling van deze norm in de jurisprudentie met name in concernverhoudingen aan bod is gekomen.

Een aansprakelijkheid wegens nalaten impliceert een verplichting om 'iets te doen'.¹¹⁴⁵ Het nalaten om aan die verplichting te voldoen kan tot aansprakelijkheid leiden. In dit geval is dat doen gelegen in het handelen in strijd met de op de aandeelhouder rustende zorgplicht. Of onder de gegeven omstandigheden van een dergelijke schending sprake is, hangt af van datgene wat in het maatschappelijk verkeer van de aandeelhouder mag worden verwacht. Vereist is in de eerste plaats dat bij de aandeelhouder de wetenschap van benadeling van crediteuren bestaat. Daarnaast dient hij te beschikken over de mogelijkheid om in te grijpen. Dit laatste veronderstelt twee dingen: enerzijds dat hij het feitelijk in zijn macht dient te hebben gehad om in te grijpen.¹¹⁴⁶ Anderzijds impliceert dit dat juist van deze persoon mocht worden verwacht dat hij zou ingrijpen teneinde de schade te voorkomen. Dit laatste impliceert dat voor de desbetreffende persoon een plicht tot handelen bestond.¹¹⁴⁷ In hoofdstuk 6 wees ik op de volgende, door Bartman en Dorresteyn,

¹¹⁴³ Zie Maeijer in zijn noot bij dit arrest. Volgens hem heeft dit arrest niet enkel belang in groepsverhoudingen maar kan het element van het optreden van Nimox als enig aandeelhouder, waaraan de Hoge Raad betekenis toekent, eveneens relevant zijn wanneer weliswaar sprake is van een enig aandeelhouder maar het groepsverband onderbreekt. Zie ook Boschma 1996, p. 301 en Boschma 1997, nr. 102; Schoonbrood-Wessels 1996 II, p. 40 voetnoot 10 die van mening is dat de *Nimox*-norm voor iedere aandeelhouder geldt zonder daarbij een verschil te maken tussen minderheids- en meerderheidsaandeelhouders. Volgens Lennarts heeft het arrest niet enkel betekenis voor de enig aandeelhouder maar ook voor de moeder vennootschap die niet over alle aandelen beschikt. Zie Lennarts 1999, p. 214 nr. 155.

¹¹⁴⁴ Art. 6:162 lid 2 BW.

¹¹⁴⁵ Van Andel 2006 I, p. 50.

¹¹⁴⁶ Kortmann 2006, p. 388.

¹¹⁴⁷ Zie in verband met het verschil tussen de verplichting tot een doen en nalaten Van Andel 2006 I, p. 50-55 die in dit verband onder meer verwijst naar I. Giesen, Toezicht en aansprakelijkheid, Deventer: Kluwer 2005. Zie in dit verband eveneens de reactie van Kortmann op de

geïdentificeerde stappen die in de jurisprudentie worden gehanteerd voor doorbraak wegens stilzitten in concernverband:

‘(...) 1) vaststellen van de hechte aard van de concernstructuur en de daarbij horende ‘ingrijpmacht’ van de moeder; 2) concluderen tot een zorgplicht van de moeder tegenover de schuldeisers van de dochter vanwege die hechte concernstructuur en moeders voorafgaande intensieve bemoeienis; 3) bepalen van het tijdstip waarop de moeder van de deplorabele toestand van haar dochter geacht mag worden op de hoogte te zijn en haar zorgplicht deswege werd geactiveerd (peildatum) en ten slotte 4) beslissen of moeder haar zorgplicht in voldoende mate is nagekomen’.¹¹⁴⁸

Het is de intensieve bemoeienis dan wel de hechte concernstructuur die tot de vereiste wetenschap en het bewustzijn van de aandeelhouder kunnen leiden. Verdedigbaar is dat ook zonder deze bemoeienis bij de aandeelhouder wetenschap van benadeling van de crediteuren kan bestaan.¹¹⁴⁹ De vraag is echter of de aandeelhouder bovendien in staat was om in te grijpen. Uit het *Hurks II*-arrest blijkt dat dit laatste in concernverhoudingen inderdaad het geval is. De Hoge Raad was van oordeel dat de moedervernootschap, wanneer deze alle aandelen houdt, het feitelijk in haar macht heeft om de naleving van aan het bestuur van de dochter gegeven richtlijnen af te dwingen, desnoods door de bestuurders die dit weigeren, te ontslaan.¹¹⁵⁰ De vervolgvraag is of van de aandeelhouder mocht worden verwacht dat deze zou ingrijpen. In hoofdstuk 6 werd geconstateerd dat een moedervernootschap die op de hoogte raakt van de financiële moeilijkheden bij de dochtermaatschappij, niet zonder meer gehouden is zich met het beleid van die dochter te bemoeien. Het is in de eerste plaats de taak van het bestuur van de dochtervernootschap om de benadeling van crediteuren te voorkomen. Het is op dit punt dat de hechte band tussen moeder en dochter zich doet gevoelen. Naarmate de aandeelhouder zich meer in de richting van het bestuur begeeft, des te sneller mag worden verwacht dat hij ingrijpt. Dat geldt mijns inziens niet enkel in concernverhoudingen. De identificatiegraad en de glijdende schaal van aandeelhouders die in paragraaf 4.3.3 (dit hoofdstuk) werden besproken, kunnen hier een handreiking bieden. De identificatiegraad geeft een indicatie van de betrokkenheid van de aandeelhouder bij de vennootschap. De aandeelhouder die controlerende zeggenschap uitoefent, begeeft zich eerder in de gevarenzone. De zeggenschap kan hem een dusdanige informatievoorsprong jegens andere belanghebbenden verschaffen dat een zorgplicht, en eventuele aansprakelijkheid bij overtreding daarvan, gerechtvaardigd is. Relevant is echter of de aandeelhouder zijn macht ook daadwerkelijk heeft aangewend. De identificatiegraad en de feitelijke machtsuitoefening zijn bepalend voor de beantwoording van de vraag of van de desbetreffende aandeelhouder mocht worden verwacht dat deze zou ingrijpen. Hier dringt zich een vergelijking op met de Zuid-Afrikaanse regeling inzake bedrieglijk en roekeloos handelen. Het louter op de hoogte zijn van het be-

bijdrage van Van Anel; Kortmann 2006, p. 384-388 en het naschrift van Van Anel; Van Anel 2006 II, p. 388-390.

¹¹⁴⁸ Bartman & Dorresteyn 2006, p. 250.

¹¹⁴⁹ Zie in dit verband de discussie tussen Van Anel en Kortmann waarnaar ik reeds verwees in hoofdstuk 6. Zie Kortman 2006, p. 384-388.

¹¹⁵⁰ HR 21 december 2001, *NJ* 2005/96 (m.nt. Kortmann), r.o. 5.3.8.3.

driegelijk of roekeloos handelen is onvoldoende voor aansprakelijkheid op grond van die regeling. Dat is slechts anders wanneer voor de persoon in kwestie de plicht bestond om de belangen van de vennootschap te behartigen.¹¹⁵¹

5.4. *Artificiële dualiteit als reden voor aansprakelijkheid*

Hoe ver moet een aandeelhouder gaan in zijn beïnvloeding van het beleid van de vennootschap? Het tweede lid van Artikel 2:151/261 BW bepaalt dat het goedkeuren van bestuurshandelingen of het daartoe machtigen niet kan worden aangemerkt als een daad van bestuur en dus evenmin tot bestuurdersaansprakelijkheid kan leiden. De reden voor de aansprakelijkheid is gelegen in het met de voeten treden van het principe van de dualiteit waar Boek 2 BW, voor wat betreft de structuur van kapitaalvennootschappen, van uitgaat en dat deels de beperkte aansprakelijkheid rechtvaardigt. Van belang is dat de theoretische scheiding die Boek 2 BW aanbrengt tussen bestuursorgaan enerzijds en de aandeelhouders anderzijds, niet wordt gerespecteerd. Bij de overtreding van deze vennootschappelijke spelregels kan onder omstandigheden aansprakelijkheid als sanctie worden gehanteerd. Hoe dunner de grens tussen bestuur en aandeelhouder, des te meer van de aandeelhouder mag worden verwacht dat deze gepreoccupeerd is met andere belangen dan louter het eigen belang.¹¹⁵² Gezondigd wordt tegen een van de kernbeginselen van het vennootschapsrecht. Statutair kan de in Boek 2 BW neergelegde bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de aandeelhoudersvergadering worden verschoven.¹¹⁵³ Echter, aan de bij dwingend recht gemaakte verdeling mag niet worden getornd. Materieel gezien wordt daaraan voorbijgegaan wanneer de dualiteit in de hier bedoelde zin wordt doorbroken. In hoofdstuk 2 wees ik op het belang van de scheiding tussen *ownership* en *control*. Het is onder meer deze scheiding die de beperkte aansprakelijkheid toelaatbaar maakt.¹¹⁵⁴ Door de dagelijkse leiding over te laten aan een gedelegeerd bestuur, worden de bij de vennootschap betrokken belanghebbenden beschermd tegen opportunistisch gedrag van bijvoorbeeld een meerderheidsaandeelhouder.¹¹⁵⁵ Een gebrek aan meervoudige belangenbehartiging door de aandeelhou-

¹¹⁵¹ Zie in dit verband hoofdstuk 7.

¹¹⁵² Pitlo/Raaijmakers 2000, nr. 1.105 stelt in dit verband: 'Maar neemt persoonsgebondenheid af dan neemt de personificatie van het lichaam en het gewicht van diens "eigen belang" toe, net als de "zelfstandigheid" van het bestuur'. Zie ik het goed, dan wordt hiermee bedoeld dat in een grote vennootschap, met een minder persoonsgebonden karakter en aandeelhouders die ver afstaan van de vennootschap, het belang van het bestuur toeneemt. In het vorige hoofdstuk bleek reeds dat de eisen van redelijkheid en billijkheid met zich brengen dat een aandeelhouder, die dicht bij de vennootschap staat, in versterkte mate rekening dient te houden met de belangen van anderen die bij de organisatie van de vennootschap betrokken zijn en tot de interne kring behoren.

¹¹⁵³ Pitlo/Raaijmakers 2000, nr. 1.105.

¹¹⁵⁴ Muscat 1996, p. 164. Schreurs wees eveneens op het belang van organisatierechtelijke regels en bevoegdheidsverdeling als vorm van bescherming voor crediteuren in concernverhoudingen; zie Schreurs 1993, p. 1019.

¹¹⁵⁵ Hansmann & Kraakman 2004 I, p. 11 e.v. Zie over de relatie tussen aandeelhouders en bestuur en de positie van de aandeelhouder die een belangrijke invloed uitoefent op het beleid van de vennootschap, Schwarz 2006, p. 447-460. Hij maakt daarbij een vergelijking met de positie van de stille vennoot bij de personenvennootschappen.

der kan tot aansprakelijkheid leiden wanneer deze dualiteit verloren gaat. In dat geval is immers niet langer sprake van een bestuur dat dermate daadkrachtig kan optreden dat het in staat is de crediteuren tegen machtsusurpatie en misbruik van bevoegdheden in het eigen belang door de aandeelhouder te beschermen. Relevant is dat de aandeelhouder die macht ook daadwerkelijk uitoefent. Het feit dat hij enkel de mogelijkheid heeft om beslissende invloed uit te oefenen, is onvoldoende. Het gaat immers om de wijze waarop in de feitelijke omstandigheden aan het aandeelhouderschap invulling is gegeven. Verdam schrijft in zijn oratie over de invloed van de aandeelhouder het volgende: 'Een aandeelhouder met wezenlijke invloed draagt in herkenbare mate bij aan de wilsvorming binnen de AvA als vennootschappelijk orgaan. Juist door die invloed dringen de grenzen van de redelijkheid en billijkheid zich eerder op'.¹¹⁵⁶ Naar aanleiding van de vraag of het problematisch is dat een institutionele belegger met een tegenstrijdig belang zijn stemgedrag laat beïnvloeden door de wil van het bestuur teneinde deze gunstig te stemmen, stelt Verdam het volgende: 'Wat in deze redenering evenwel knelt, is dat in die situatie geen recht wordt gedaan aan de machtscheiding (...) binnen de vennootschap die – in ieder geval voor de beursvennootschap (...) – uit ons recht voortvloeit'.¹¹⁵⁷ Een vergelijkbaar risico doet zich hier voor. Door de invloed van de aandeelhouder op het beleid van de vennootschap, mogen aan zijn gedrag strengere eisen worden gesteld voor wat betreft de in acht te nemen zorgplicht. Hier bestaat immers eveneens het gevaar dat de machtscheiding tot nihil wordt gereduceerd.

6. Achterstelling van aandeelhoudersleningen en de financieringsverantwoordelijkheid van de aandeelhouder

Een alternatieve wijze om ervoor te zorgen dat aandeelhouders de belangen van de crediteuren in acht nemen kan gevonden worden in de zogenaamde *equitable subordination* of achterstelling van aandeelhoudersleningen. Door het achterstellen van door de aandeelhouders verstrekte leningen ten opzichte van de vorderingen van overige crediteuren op de vennootschap, worden de kosten van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten gedeeltelijk ten laste van de kapitaalverschaffers gebracht. Een dergelijk systeem wordt in een aantal landen, waaronder Duitsland en de Verenigde Staten, gehanteerd.¹¹⁵⁸ Het leerstuk van de achterstelling van aandeelhoudersleningen heeft zich in Duitsland ontwikkeld vanuit de gedachte dat op de aandeelhouders jegens de vennootschap een financieringsverantwoordelijkheid rust.¹¹⁵⁹ Adequate financiering van de vennootschap kan gezien worden als een van

¹¹⁵⁶ Verdam 2003, p. 22.

¹¹⁵⁷ Verdam 2003, p. 28.

¹¹⁵⁸ België kent een vergelijkbaar systeem. Zie over de situatie in België en Duitsland het rapport van Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004. Zie eveneens Lennarts 2006, p. 18 e.v. Zie over de situatie in de Verenigde Staten het rapport van Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2005. Zie over de Duitse regeling en de regeling in de Verenigde Staten Schimmelpenninck 2003, p. 239-246.

¹¹⁵⁹ Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 130. Schmidt 2002, § 18 III b en § 37 IV, p. 1154 e.v.; Raiser & Veil 2006, § 38 17.

de voorwaarden voor het toekennen van beperkte aansprakelijkheid.¹¹⁶⁰ Het doel van de regeling in beide landen is om zogenaamde onderkapitalisatie tegen te gaan. Getracht wordt te voorkomen dat een aandeelhouder in plaats van het verschaffen van risicodragend kapitaal, door het verstrekken van een lening, de vennootschap uitrust met vreemd vermogen.¹¹⁶¹ Wanneer de vennootschap vervolgens in financiële moeilijkheden komt te verkeren, neemt de aandeelhouder ten gevolge van de ter beschikking gestelde lening de positie van vennootschapscrediteur in terwijl hij uit hoofde van het aandeelhouderschap in principe slechts als postconcurrent crediteur zou kunnen worden aangemerkt.

Het achterstellen van aandeelhoudersleningen geschiedt in de Verenigde Staten via § 510 van de federale *Bankruptcy code* die de rechter daartoe in geval van faillissement onder omstandigheden de mogelijkheid biedt. In tegenstelling tot de Duitse regeling voor de GmbH, zijn de voorwaarden voor achterstelling in dit rechtsstelsel minder nauwkeurig in de wet vastgelegd. De genoemde bepaling geeft immers niet met zoveel woorden aan welke vorderingen voor achterstelling in aanmerking komen.¹¹⁶² Ik besteed daarom hier vooral aandacht aan de achterstellingsregeling zoals die in Duitsland wordt toegepast. De achterstelling van aandeelhoudersleningen heeft in het Duitse rechtssysteem vooral ingang gevonden via de jurisprudentie van het *Bundesgerichtshof* (BGH). De in de jurisprudentie ontwikkelde leer is vervolgens voor wat betreft de GmbH gecodificeerd in § 32a GmbHG. De uit de rechtspraak afkomstige regels werden daarbij enigszins gemodificeerd.¹¹⁶³ Volgens de gecodificeerde regeling kan een aandeelhouder die de vennootschap, in plaats van het verschaffen van eigen kapitaal, een lening heeft vertrekt, zijn daaruit verkregen vordering jegens de vennootschap in geval van insolventie slechts als achtergesteld crediteur geldend maken. Een en ander leidt er overigens niet toe dat de aandeelhouder de vennootschap geen leningen zou kunnen verstrekken. Het gaat hier om leningen die aan de vennootschap ter beschikking zijn gesteld op een moment: '(...) in dem ihr die Gesellschafter als ordentliche Kaufleute Eigenkapital

¹¹⁶⁰ Muscat 1996, p. 314. Muscat is van mening dat idealiter de plicht tot het verstrekken van adequate financiering dient te worden doorgetrokken naar alle controlerende aandeelhouders, dit wil zeggen zowel naar natuurlijke personen als naar holdingvennootschappen. Het beginsel van beperkte aansprakelijkheid staat zijns inziens echter aan het aannemen van een dergelijke plicht voor de controlerende aandeelhouder-natuurlijk persoon in de weg. Hij geeft aan dat in geval van groepsverhoudingen daarentegen meer redenen zijn om de beperkte aansprakelijkheid terzijde te schuiven.

¹¹⁶¹ Zie voor wat betreft het Duitse systeem onder meer Schmidt 2002, § 18 III 4 d; Raiser & Veil 2006, § 38.

¹¹⁶² De faillissementsrechter zal, alvorens tot achterstelling over te gaan, beoordelen of de lening *bona fide* is verstrekt. Wanneer de lening aan de vennootschap ter beschikking is gesteld op een moment waarop de vennootschap van een derde geen financiering zou hebben verkregen, is geen sprake van een *bona fide* lening en dient de lening als eigen vermogen van de vennootschap te worden beschouwd. Voor een verdere uitwerking van de figuur van de *equitable subordination* in de Verenigde Staten verwijs ik naar het onderzoeksrapport van Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2005.

¹¹⁶³ Zie hierover het rapport van Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 129 e.v.; Raiser & Veil 2006, § 38 9-11. Zie over dit leerstuk eveneens Houwen 1993, p. 337 e.v.; Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 1124. Zie Lennarts 1999, nr. 81 e.v.; Bartman 2004, p. 10.

zugeführt hätten (Krise der Gesellschaft) (...).¹¹⁶⁴ Onder deze, enigszins onduidelijk opgestelde passage, kunnen drie situaties worden gebracht. Aangenomen wordt dat van een dergelijke situatie sprake is wanneer de vennootschap het voor de uitoefening van haar bedrijfsactiviteiten benodigde kapitaal, gezien haar financiële situatie, onder reguliere marktvorwaarden niet van een derde had kunnen verkrijgen, wanneer de vennootschap in de toestand van *Zahlungsunfähigkeit* of *Überschuldung* verkeert of wanneer de vennootschap van begin af aan *unterkapitalisiert* was.¹¹⁶⁵ Interessant is dat de Duitse wetgever de aandeelhouder hier een zorgvuldigheidsnorm oplegt die doet denken aan de in de Nederlandse jurisprudentie voor de bestuurder gehanteerde norm van ‘datgene wat van een behoorlijk bestuurder mag worden verwacht’. Het gaat om de situatie waarin *ordentliche Kaufleute* de vennootschap in plaats van een lening, eigen vermogen zouden hebben doen toevloeien. Het bereik van de genoemde wettelijke bepaling is in de loop der jaren uitgebreid.¹¹⁶⁶ Een van die uitbreidingen heeft tot gevolg dat leningen die de aandeelhouder aan de vennootschap ter beschikking heeft gesteld op een ander moment dan wanneer deze in een toestand van *Kreditunwürdigkeit* of *Überschuldung* verkeerde, onder omstandigheden alsnog onder de achterstellingsregeling vallen. Het gaat om gevallen waarin de vennootschap weliswaar ten tijde van het verstrekken van de lening kredietwaardig was maar de aandeelhouder bij later intredende financiële moeilijkheden verzuimd heeft voldoening van zijn vordering te eisen. Voor achterstelling van de aandeelhoudersvordering is vereist dat deze kon worden opgeëist en dat de aandeelhouder van de financiële moeilijkheden op de hoogte kon zijn.¹¹⁶⁷ In verband met laatstgenoemde eis wordt uitgegaan van een bewijsvermoeden. De aandeelhouder dient zelf aan te tonen dat hij niet op de hoogte kon zijn van de financiële moeilijkheden waarin de vennootschap verkeerde.¹¹⁶⁸ De regeling gaat er derhalve van uit dat een aandeelhouder die aan de vennootschap een lening heeft verstrekt, zich steeds vergewist van de financiële situatie binnen de vennootschap. Wanneer hem duidelijk wordt dat de kredietwaardigheid van de vennootschap dient te worden betwijfeld, kan hij twee wegen bewandelen.¹¹⁶⁹ Hij kan eieren voor zijn geld kiezen door tijdig zijn vordering op te eisen. Teneinde te voorkomen dat jegens de crediteuren de schijn van kredietwaardigheid wordt gewekt, dient de aandeelhouder de financiële moeilijkheden tijdig te erkennen en derhalve tijdig voldoening van zijn vordering te eisen. Het alternatief is dat hij zijn lening laat staan met de consequentie dat zijn vordering jegens de vennootschap wordt achtergesteld ten opzichte van die van de overige vennootschapscrediteuren. De regeling inzake de achterstelling van aandeelhoudersleningen wordt gerelativeerd door de twee in

¹¹⁶⁴ § 32a Abs. I GmbHG.

¹¹⁶⁵ Hirte 2006, § 5.106. Zie over deze passage en de verwarring waartoe deze aanleiding heeft gegeven Schmidt 2002, § 37 IV 2; Raiser & Veil 2006, § 38 30-35 en de daar aangehaalde jurisprudentie.

¹¹⁶⁶ Hirte 2006, § 5.125 e.v. De met het oog op de hier centraal staande problematiek belangrijkste uitbreidingen worden hier besproken.

¹¹⁶⁷ Zie onder meer Schmidt 2002, § 37 IV 2 cc; Hirte 2006, § 5.134 e.v.; Raiser & Veil 2006, § 38 36-38 en de aldaar aangehaalde jurisprudentie.

¹¹⁶⁸ Hirte 2006, § 5.134.

¹¹⁶⁹ Hirte 2006, § 5.134; Raiser & Veil 2006, § 38 17-18. Zie hierover rapport van Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 130 e.v.

het derde lid van § 32a GmbHG voorziene uitzonderingen daarop. Het betreft het zogenaamde *Zwerganteilsprivileg* en het *Sanierungsprivileg*. De achterstellingsregeling geldt ingevolge de eerste uitzondering niet voor leningen verstrekt door aandeelhouders die minder dan 10% van het kapitaal vertegenwoordigen en niet tevens bestuurder zijn. De tweede uitzondering beoogt de sanering van noodlijdende vennootschappen niet verder te bemoeilijken. Op grond van het *Sanierungsprivileg* zijn van de achterstellingsregeling uitgezonderd alle leningen die verstrekt zijn door een kredietgever die ten tijde van de crisis aandelen in de vennootschap verwerft met het doel die crisis te overwinnen. Zowel oude als nieuw verstrekte leningen vallen in dat geval buiten de regeling. Deze uitzondering biedt een financier die reeds eerder aan de vennootschap een lening ter beschikking stelde de mogelijkheid ten tijde van de crisis alsnog in het aandelenkapitaal van de vennootschap deel te nemen zonder achterstelling van zijn vordering te hoeven vrezen.¹¹⁷⁰ Hoewel de figuur van de *Kapitalersetzende Gesellschafterdarlehen* in de rechtspraak met name met het oog op de GmbH werd ontwikkeld en het bepaalde in § 32 a GmbHG enkel voor dat type kapitaalvennootschappen geldt, wordt aangenomen dat de regels inzake de kapitaalvervangende aandeelhoudersleningen eveneens op andere vennootschapsmodaliteiten, waaronder de AG, kunnen worden toegepast.¹¹⁷¹ Daarbij dient steeds de aan de achterstelling ten grondslag liggende gedachte in ogenschouw te worden genomen. Aandeelhoudersleningen kunnen als kapitaalvervangend worden aangemerkt wanneer het gaat om leningen die verstrekt worden ter ondervanging van een gebrek aan eigen vermogen. Van belang is dat van een goed aandeelhouder verwacht kon worden dat deze de vennootschap nieuw eigen vermogen zou toevoeren. De vennootschap moet met andere woorden, gezien haar financiële situatie, niet meer de mogelijkheid hebben gehad om van derden onder reguliere marktvoorwaarden financiering te betrekken.¹¹⁷² Dit wil zeggen zonder het verstrekken

¹¹⁷⁰ Beide uitzonderingen zijn in de literatuur bekritiseerd. De ratio van de invoering van het eerste privilege was om het aantrekken van vreemd vermogen door de GmbH aantrekkelijker te maken. In de literatuur wordt betwijfeld of met de genoemde uitzondering dit effect daadwerkelijk wordt bereikt nu de uitzondering juist met zich brengt dat vreemd vermogen niet langer in risicodragend kapitaal wordt omgezet. Betoogd wordt dat juist de aanwezigheid van voldoende eigen vermogen de toevoer van vreemd vermogen aantrekkelijker maakt. Hirte 2006, nr. 5.148. Daarnaast wordt betoogd dat de uitzondering wetsontduiking in de hand werkt. Wanneer bijvoorbeeld verschillende aandeelhouders met een 10%-belang in de vennootschap gezamenlijk overgaan tot het verstrekking van een lening, dient deze constructie eveneens onder de achterstellingsregeling te worden gebracht. Schmidt 2002, § 37 IV 4a; Hirte 2006, § 5.154. De 10%-grens ligt voorts onder vuur omdat daardoor aandeelhouders die de uit § 50 Abs. 1 GmbHG voortvloeiende aandeelhoudersrechten kunnen uitoefenen en diensgevolge het in hun macht hebben om het faillissement van de vennootschap uit te lokken, buiten schot blijven. De uitzondering gaat immers uit van een aandeelhouder met een belang van 10% of minder waardoor de aandeelhouder met een 10%-belang van de achterstellingsregeling wordt vrijgesteld. Het *Sanierungsprivileg* wordt onder meer bekritiseerd omdat daarmee geen correcte afbakening van eigen en vreemd vermogen in saneringssituaties wordt bereikt, hetgeen § 32 a GmbHG juist beoogt te bewerkstelligen. Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 132. Zie verder voor kritiek in de Duitse literatuur onder meer Schmidt 2002 § 37 IV 4a en Hirte 2006, § 5.150.

¹¹⁷¹ Schmidt 2002 § 18 III 4 a e.v.; Hirte 2006, § 5.144 e.v.; Raiser & Veil 2006, § 19 30-33.

¹¹⁷² Schmidt 2002 § 18 III 4 bb.

van zekerheden door de aandeelhouders of een derde. Zonder de lening van de aandeelhouder had de vennootschap dienen te worden geliquideerd.¹¹⁷³ Het moet daarnaast gaan om een aandeelhouder die een nauwe band heeft met de vennootschap, in die zin dat hij invloed kan uitoefenen op de gang van zaken binnen de vennootschap en op de besluitvorming inzake de financiering van die vennootschap.¹¹⁷⁴ In de rechtspraak wordt ervan uitgegaan dat hiervan sprake kan zijn wanneer een aandeelhouder een 25%-belang in het kapitaal van de vennootschap heeft.¹¹⁷⁵ Een dergelijk aandelenpakket biedt hem immers de mogelijkheid om een voorgestelde kapitaalverhoging te frustreren. De aandeelhouder dient over enige *unternehmerischen Einfluss* te beschikken.¹¹⁷⁶ Ook zonder een 25%-belang kan een aandeelhouder op andere wijze dermate bij de vennootschap betrokken zijn dat achterstelling van zijn vordering onder omstandigheden gerechtvaardigd is. Hierbij kan onder meer worden gedacht aan het geval dat de aandeelhouder tevens lid is van de raad van toezicht.¹¹⁷⁷

Tegen de achtergrond van de financieringsverantwoordelijkheid van de aandeelhouders, waar het Duitse recht van uitgaat, is interessant de vraag in hoeverre de aandeelhouder naar Nederlandse vennootschapsrechtelijke normen gehouden is de noodzakelijk gebleken financiering voor eigen rekening te nemen. Het Nederlandse recht kent, anders dan het Duitse recht, niet de mogelijkheid om aandeelhoudersleningen onder omstandigheden als kapitaalvervangend aan te merken dan wel deze achter te stellen bij de vorderingen van andere crediteuren. Enigszins opmerkelijk is in dit verband de uitspraak van het Hof Amsterdam van 5 november 2005 inzake *Carrier*.¹¹⁷⁸ Het ging in deze zaak om een moedervernootschap die opkwam tegen de homologatie van een akkoord bij een in surséance van betaling verkerende dochtervernootschap. In tegenstelling tot de concurrente crediteuren die 33% van hun vordering voldaan zouden krijgen, diende de moedervernootschap genoeg te nemen met een uitkeringspercentage van slechts 5,6%. Zowel rechtbank als hof waren van oordeel dat de ongelijke behandeling van crediteuren in casu niet aan de homologatie van het akkoord in de weg moest staan. De vordering van de moedervernootschap op de dochtermaatschappij vloeiده voort uit een lening aan de 100% dochtermaatschappij die volgens het hof: '(...) in elk geval deels, in de gegeven situatie het karakter heeft van een kapitaalsinjectie'.¹¹⁷⁹ Het hof was voorts van mening dat:

'(...) gelet ook op die omstandigheden, van Carrier SA verwacht mag worden dat zij bij de bepaling van haar positie in deze, de belangen van de overige schuldeisers van Car-

¹¹⁷³ Schmidt 2002 § 18 III 4 bb.

¹¹⁷⁴ Hirte 2006, nr. 5.144.

¹¹⁷⁵ Schmidt 2002 § 18 III 4 c e.v.; Hirte 2006, nr. 5.144.

¹¹⁷⁶ Hirte 2006, nr. 5.144.

¹¹⁷⁷ Hirte 2006, nr. 5.144. Betoogd wordt eveneens dat de 25%-grens naar beneden dient te worden bijgesteld.

¹¹⁷⁸ Hof Amsterdam 2005, *JOR* 2005/51 m.nt. Bartman.

¹¹⁷⁹ R.o. 2.15.

rier BV niet uit het oog verliest en in verband met die belangen, genoeg neemt met 5,6% van haar vordering terwijl de overige crediteuren 33% krijgen uitgekeerd'.¹¹⁸⁰

Bartman wijst in zijn noot bij het arrest van het hof naar de parallel die daarin getrokken wordt met de achterstellingsregeling. Hij wijst erop dat het criterium dat de rechtbank hanteert om de lening van de moeder vennootschap als 'kapitaalvervangend' aan te merken, nauw aansluit bij het criterium dat bijvoorbeeld in Duitsland wordt gebruikt bij de achterstelling van aandeelhoudersleningen. Beslissend was in dit verband volgens de rechtbank of: 'de lening wordt verstrekt op een moment en onder voorwaarden die een willekeurige derde niet zou aanvaarden'.¹¹⁸¹ De uitspraak van de rechtbank en het hof in deze zaak is enigszins opmerkelijk nu de figuur van de kapitaalvervangende aandeelhouderslening niet is opgenomen in de Nederlandse wetgeving. Bartman vraagt zich dan ook af of de motivering van dit oordeel in cassatie voldoende zou worden geacht.¹¹⁸² De uitspraak bevestigt dat een moeder vennootschap in concernverhoudingen onder omstandigheden oog dient te hebben voor de belangen van de overige crediteuren van de dochter vennootschap en dat de achterstelling van haar vordering op die vennootschap gezien kan worden als een manier om aan de zorgplicht jegens die crediteuren te voldoen.

Het huidige recht kent voor de aandeelhouder niet de verplichting tot het verschaffen van additionele financiering.¹¹⁸³ Ik wees reeds op de zorgplicht die op de aandeelhouder rust en die er onder omstandigheden wel toe kan leiden dat deze gehouden is de crediteuren voor de financiële problemen te waarschuwen, te voorkomen dat nieuwe schulden worden aangegaan, een eventuele eigen vordering achter te stellen bij die van de overige crediteuren of zelf in te staan voor de voldoening van de vorderingen van de crediteuren. Dit laatste impliceert een plicht tot het verschaffen van additionele financiering voor zover noodzakelijk teneinde schade voor de crediteuren te voorkomen. De aandeelhouder is derhalve gehouden tot het verstrekken van extra financiering in die gevallen waarin op hem jegens de crediteuren van de vennootschap een zorgplicht rust. Uit de voorgaande hoofdstukken blijkt dat volgens de thans geldende leer daarvan sprake is, wanneer de aandeelhouder zich intensief en indringend heeft beziggehouden met het beleid en de gang van zaken bij de dochter vennootschap en er bovendien een vorm van wetenschap van benadeling van de vennootschapscrediteuren bestond. Instaan voor de voldoening van de crediteuren is echter slechts één manier waarop de aandeelhouder aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad kan voorkomen. Grijpt de desbetreffende aandeelhouder tijdig in door bijvoorbeeld de activiteiten van de dochter vennootschap stop te zetten waardoor wordt voorkomen dat nieuwe schulden worden aangegaan, of worden de crediteuren tijdig gewaarschuwd, dan bestaat er voor de aandeelhouder geen plicht tot het verstrekken van additionele financiële middelen. In het kader van de vraag naar de financieringsverantwoordelijkheid van de aandeelhouder kan tot slot nog worden gewezen op de bevindingen in hoofdstuk 6.

¹¹⁸⁰ R.o. 2.15.

¹¹⁸¹ Zie de noot van Bartman onder punt 5.

¹¹⁸² Zie de noot van Bartman onder punt 6.

¹¹⁸³ Zie over onderkapitalisatie en de verantwoordelijkheden van bestuurders, en onder omstandigheden, aandeelhouders ten aanzien daarvan de oratie van Van den Ingh 1998.

Daaruit blijkt dat het diegene die zich intensief en indringend heeft beziggehouden met het beleid van de vennootschap, niet steeds vrijstaat een door hem verstrekte lening op te eisen dan wel die financieringsbereidheid zonder meer te beëindigen. De verstrekte financiering kan immers tot gevolg hebben dat een niet langer levensvatbare dochteronderneming in leven wordt gehouden en dientengevolge jegens de crediteuren van die vennootschap ten onrechte de schijn wordt gewekt dat hun vorderingen kunnen worden voldaan.¹¹⁸⁴

7. Bevindingen

Een aandeelhouder mag het aan zijn kapitaaldeelname gelieerde stemrecht in zijn eigen belang aanwenden. In het voorgaande werd betoogd dat de mate waarin deze hoofdregel onder omstandigheden dient te wijken, afhankelijk is van de positie die de aandeelhouder inneemt binnen het vennootschappelijk verband. Deze positie geeft een inkleuring aan de mate van meervoudige belangenbehartiging waartoe een aandeelhouder, in afwijking van de genoemde hoofdregel, onder omstandigheden gehouden is. De wenselijkheid van het relateren van deze exceptie aan de relatieve positie van de diverse aandeelhouders binnen het vennootschappelijk verband kan terecht in twijfel worden getrokken. Betoogd kan worden, zoals Cahen destijds deed, dat aan het gedrag van de aandeelhouders in hun onderlinge verhouding gelijke eisen dienen te worden gesteld.¹¹⁸⁵ Op dit uitgangspunt wordt ook in de door mij verdedigde exceptie op de behartiging van het eigen belang door de aandeelhouder geen inbreuk gemaakt. Alle aandeelhouders zijn, evenals de aandeelhoudersvergadering als collectief, gebonden aan de regels van de redelijkheid en billijkheid. De inkleuring van deze eisen in concrete omstandigheden geschiedt echter aan de hand van de wijze waarop aan het aandeelhouderschap invulling is gegeven en de positie die de aandeelhouder daarmee binnen de vennootschap inneemt. Dat geldt niet enkel voor wat betreft het handelen van de aandeelhouder in relatie tot interne belangen. De invulling van de maatstaf voor de behartiging van externe belangen door de individuele aandeelhouder, te weten datgene wat in het maatschappelijk verkeer van de aandeelhouder mag worden verwacht, kan op vergelijkbare wijze geschieden. Voor wat betreft het behartigen van externe belangen komt het gevaar voor aansprakelijkheid op wanneer, door de wijze waarop aan het aandeelhouderschap invulling is gegeven, de dualiteit tussen vennootschapsorganen die aan de structuur van de NV en de BV ten grondslag ligt, verloren gaat. In dat geval is immers niet langer sprake van een bestuur dat in staat is aan eventueel aandeelhoudersopportunisme het hoofd te bieden. De Nederlandse vennootschapswetge-

¹¹⁸⁴ Zie in dit verband hoofdstuk 6. Interessant is in het kader van het voorgaande de vraag hoe ver de zeggenschaphouder moet gaan teneinde actief voor de vennootschap kredietfaciliteiten te verwerven en ervoor te zorgen dat deze eveneens worden aangewend. Ik ga op deze vraag niet verder in aangezien het de omvang van het onderzoek te ver zou uitbreiden. Zie in dit verband Van den Ingh 2006, p. 23-30.

¹¹⁸⁵ Volgens Cahen is de wijze van uitoefening van een bevoegdheid door de aandeelhouder rechtstreeks gerelateerd aan de oorsprong van die bevoegdheden. Ik wees er reeds op dat hij daarbij belang toekent aan het verschil tussen bevoegdheden met een dwingendrechtelijke basis en bevoegdheden op basis van regeland recht. Cahen 1970, p. 84.

ving gaat, zoals ik eerder reeds aangaf, traditioneel uit van een model waarin gezocht moet worden naar een evenwicht tussen de bij de vennootschap betrokken belangen. Aandeelhouders kunnen om verschillende redenen een feitelijke machtspositie binnen de vennootschap innemen. In dit verband kan worden gedacht aan de positie van de moedervennootschap in concernverhoudingen waaraan in hoofdstuk 6 aandacht werd besteed. Buiten concernverhoudingen kan het gedrag van aandeelhouders eveneens tot een benadeling van minderheidsaandeelhouders en eventueel andere belanghebbenden leiden. Een manier om een evenwichtige belangenbehartiging te bereiken in gevallen waarin het traditionele vennootschapsmodel is verstoord, kan mijns inziens gelegen zijn in het aanvaarden van een op de aandeelhouder rustende zorgplicht. Dat doet zich voor in die gevallen waarin het gedrag van de aandeelhouder of de wijze waarop hij aan zijn aandeelhouderschap invulling geeft, het evenwicht tussen de verschillende belanghebbenden verstoort. In het voorgaande werd geconstateerd dat dit zich in ieder geval voordoet wanneer de dualiteit wordt doorbroken. Het gebrek aan behartiging van externe belangen, zoals het belang van crediteuren, kan onder dergelijke omstandigheden tot aansprakelijkheid leiden. Aan het eind van dit hoofdstuk werd ingegaan op de regels met betrekking tot de kapitaalvervangende aandeelhouderslening en de achterstelling van aandeelhoudersleningen naar Duits recht. Daaruit blijkt dat naar Duits recht op aandeelhouders een financieringsverantwoordelijkheid rust. Hoewel een vergelijkbare regeling in het Nederlandse recht ontbreekt, wordt onder omstandigheden desalniettemin aangenomen dat het achterstellen van zijn vordering ten opzichte van die van de overige crediteuren één manier is waarop de aandeelhouder aan de op hem rustende zorgplicht kan voldoen.

SYNOPSIS, BEVINDINGEN EN AANBEVELINGEN**BESTUURDERS EN AANDEELHOUDERS ALS VENNOOTSCHAPPELIJKE
ZEGGENSCHAPHOUDERS IN FINANCIËLE CRISISTIJD****1. Inleiding**

Kapitaalvennootschappen nemen wereldwijd in de hedendaagse maatschappij een prominente plaats in. Niet alleen op economisch vlak maar ook in het rechtsverkeer spelen zij een volwaardige rol en maken zij, naast natuurlijke personen, onderdeel uit van de juridische realiteit. De naamloze en de besloten vennootschap hebben hun succes als ondernemingsvorm voornamelijk te danken aan het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. Deze beperkte aansprakelijkheid, in combinatie met de rechtspersoonlijkheid, biedt ondernemers de mogelijkheid om ondernemingsactiviteiten te ontplooiën zonder dat zij daarbij hun privé-vermogen in de waagschaal moeten stellen. De vennootschap is zelfstandig drager van rechten en plichten en als zodanig verantwoordelijk voor haar eigen handelen. De rechtspersoonlijkheid werpt een sluier over diegenen die de vennootschap aansturen en haar beleid bepalen. Crediteuren die onder beperkte aansprakelijkheid contracteren, dienen in beginsel voor hun eigen belangen te waken. Tot op zekere hoogte hebben zij de mogelijkheid om zich tegen de beperkte aansprakelijkheid te wapenen door de contractsvoorwaarden op de daaraan verbonden risico's af te stemmen. Dit uitgangspunt heeft echter niet voor alle crediteuren in gelijke mate gelding.¹¹⁸⁶ Uit de bespreking van de verschillende reorganisatievormen in hoofdstuk 3 blijkt bijvoorbeeld dat banken zich vaak in een feitelijke machtspositie bevinden die hen in staat stelt op doortastende wijze hun eigen belangen te behartigen. Hiermee contrasteert de positie waarin sommige handelscrediteuren en niet-contractuele schuldeisers zich bevinden.

Het vennootschapsrecht voorziet in beschermingsmechanismen tegen de uitwassen van de beperkte aansprakelijkheid. In de eerste plaats is in het vennootschappelijk functioneren een aantal principes ingebouwd dat de beperkte aansprakelijkheid voor de crediteuren aanvaardbaar moet maken. In dit verband kan onder

¹¹⁸⁶ Zie over de wijze van crediteurenbescherming eveneens Timmerman 2005 I.

meer worden gedacht aan de prioriteitsregel en de bescherming tegen liquidatie die het functioneren van de vennootschap als rechtspersoon bepalen alsmede de delegatie van managementtaken aan het bestuur, resulterende in een dualiteit tussen vennootschapsorganen. Volgens de duale structuur aan de hand waarvan kapitaalvennootschappen zijn opgebouwd, dienen de participanten in een NV of BV de ondernemingstaak uit handen te geven door deze aan het bestuur te delegeren. In dit onderzoek is echter geconstateerd dat die theoretische dualiteit in de praktijk niet steeds wordt gehandhaafd. Wanneer het duale systeem met de voeten wordt getreden, dient de houdbaarheid van de beperkte aansprakelijkheid in ieder geval te worden heroverwogen. Daarbij moet de realiteit van de huidige aandeelhouderspopulatie in ogenschouw worden genomen. Zowel bij de BV als bij de NV zijn verschillende varianten van aandeelhouders te ontwaren die op onderling verschillende wijzen aan het aandeelhouderschap invulling geven. In de tweede plaats is het vennootschapsrecht omgeven door een aantal regels inzake crediteurenbescherming. In het Nederlandse (vennootschaps)recht ligt daarbij traditioneel de nadruk op een ex ante bescherming van schuldeisers. De regels van de kapitaalbescherming nemen in dit verband een belangrijke plaats in. De voorstellen inzake de flexibilisering van het BV-recht lijken een kentering te brengen in deze traditionele aanpak. Voorgesteld wordt om de kapitaalbeschermingsvoorschriften te verminderen in ruil voor alternatieve vormen van crediteurenbescherming, waarbij de nadruk wordt gelegd op bestuurdersaansprakelijkheid.¹¹⁸⁷

Het belangenconflict dat uit de beperkte aansprakelijkheid voortvloeit, bereikt een climax wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren. In dit onderzoek staat de driehoeksrelatie tussen bestuurders, aandeelhouders en vennootschapscrediteuren centraal. De beperkte aansprakelijkheid werkt onder dergelijke omstandigheden risicovol ondernemen door bestuurders in de hand. Zij zullen geneigd zijn om alles op alles te zetten teneinde in een laatste reddingspoging het financiële tij alsnog te keren. Aandeelhouders worden evenmin aangemoedigd om tot beëindiging van de activiteiten of liquidatie van de vennootschap over te gaan. De beperkte aansprakelijkheid voorkomt dat de financiële consequenties van de oplopende verliezen van de vennootschap, ten laste van de aandeelhouders worden gebracht.¹¹⁸⁸ In de Angelsaksische visie op het vennootschapsrecht wordt erkend dat, wanneer de vennootschap op insolventie afstevent, in toenemende mate gewicht dient te worden toegekend aan de belangen van de vennootschapscrediteuren. Het vennootschappelijk model dient bij een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap in die zin te worden bijgesteld. In Engeland heeft de gedachte dat het belang van de crediteuren op enig moment dominant wordt, neerslag gevonden in de *wrongful trading-rule*.¹¹⁸⁹ Deze regeling beoogt het bestuur te dwingen om met dit gegeven tijdig rekening te houden. Een andere regeling voor bestuurdersaansprakelijkheid, die enigszins vergelijkbaar is met de *wrongful trading*-regeling, is te vinden in het Zuid-Afrikaanse vennootschapsrecht.

¹¹⁸⁷ Timmerman 2005 I, p. 8.

¹¹⁸⁸ Zie voor een benadering van deze problematiek mede vanuit economisch perspectief Van Eeghen 2006.

¹¹⁸⁹ Zie in verband hiermee hoofdstuk 7.

In het hiernavolgende worden de belangrijkste bevindingen op een rijtje gezet waaruit vervolgens een aantal conclusies wordt getrokken. In de eerste plaats wordt daarbij nogmaals kort ingegaan op de positie van de belangrijkste betrokkenen bij een in financiële moeilijkheden verkerende onderneming. Vervolgens wordt in de tweede plaats aandacht besteed aan de bestaande normering, mede in rechtsvergelijkend perspectief, van het gedrag van de vennootschapsrechtelijke zeggenschaphouders tegen de achtergrond van de in dit onderzoek centraal staande problematiek. In het onderzoek is met name de nadruk gelegd op de regulering die uitgaat van bepalingen uit het aansprakelijkheidsrecht. De voor en nadelen van de bestaande normering van het bestuurs- en aandeelhoudershandelen binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap en de daaruit voortvloeiende bescherming van crediteuren tegen de nadelige gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid worden geschetst. Van daaruit worden vervolgens, rekening houdend met de bevindingen uit het onderhavige onderzoek, aanbevelingen gedaan voor de bevoegdheidsverdeling en daarbij behorende verdeling van verantwoordelijkheden tussen vennootschappelijke zeggenschaphouders in (financiële) crisistijd. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een beknopte weergave van de belangrijkste bevindingen.

2. De vennootschap in financiële crisistijd

De beperkte aansprakelijkheid in combinatie met de rechtspersoonlijkheid kan ertoe leiden dat door gebruik te maken van een kapitaalvennootschap als rechtsvorm, de risico's van het ondernemerschap worden overgeheveld van diegenen die de ondernemingsactiviteiten ontplooiën en financieren naar de vennootschapscrediteuren. De beperkte aansprakelijkheid biedt diegenen die instaan voor het bijeenbrengen van het kapitaal ten behoeve van de ondernemingsactiviteiten de mogelijkheid om het risico te verleggen naar de crediteuren van de vennootschap. Zij dragen immers niet verder bij in de eventuele verliezen van de vennootschap dan ten belope van het bedrag van hun inbreng. De rechtspersoonlijkheid van de vennootschap zorgt ervoor dat diegenen die haar beleid bepalen, in beginsel niet aansprakelijk kunnen worden gesteld voor de schulden van de vennootschap. Een en ander brengt met zich dat wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren, voor beide groepen weinig prikkels bestaan om de belangen van de crediteuren in ogenschouw te nemen. Vooral wanneer de activiteiten van een vennootschap, ondanks een gebrek aan financiële middelen worden voortgezet, dreigen de belangen van de crediteuren in het gedrang te komen. Doordat de vennootschap, ondanks de financiële moeilijkheden, schulden blijft aangaan, wordt de spoeling voor de crediteuren dunner. Komt de vennootschap vervolgens in staat van faillissement terecht en kunnen niet alle crediteuren worden voldaan, dan zijn het uiteindelijk de crediteuren die de voortzetting hebben bekostigd. Uit de in hoofdstuk 3 besproken reorganisatiemethoden blijkt eveneens dat het doorgaans de crediteuren zijn die de grootste offers moeten brengen wanneer concernbreed een reddings-

operatie wordt doorgevoerd.¹¹⁹⁰ De vraag is echter tot op welke hoogte een afwenteling van het ondernemersrisico geoorloofd is en op welk moment door diegenen die aan het roer van de vennootschap staan, bij het bepalen van de door de vennootschap te varen koers, daadwerkelijk rekening dient te worden gehouden met de belangen van die crediteuren. Er zijn verschillende manieren denkbaar om de crediteuren in financiële crisistijd tot op zekere hoogte tegen de nadelige gevolgen van de beperkte aansprakelijkheid te beschermen. In het onderhavige onderzoek is op een aantal van die manieren nader ingegaan. In Nederland geschiedt de regulering voornamelijk aan de hand van aansprakelijkheidsbepalingen, waarbij de nadruk ligt op de algemene aansprakelijkheidsbepaling van de onrechtmatige daad. In Engeland en Zuid-Afrika wordt gebruik gemaakt van specifieke aansprakelijkheidsbepalingen in het faillissementsrecht c.q. vennootschapsrecht. In Duitsland geschiedt de normering onder meer aan de hand van een regeling die de bestuurder in geval van *Zahlungsunfähigkeit* of *Überschuldung* van de vennootschap binnen drie weken na het intreden van die toestand noopt tot het aanvragen van het faillissement of het starten van een gerechtelijke schuldsaneringsprocedure. Daarnaast bestaat in Duitsland de mogelijkheid om onder omstandigheden het gebrek aan financiële middelen bij de vennootschap ten laste van de aandeelhouders te brengen door middel van het achterstellen van aandeelhoudersleningen.

3. De normerende werking van de bestaande aansprakelijkheidsbepalingen op het handelen van vennootschappelijke zeggenschaphouders

In dit onderzoek wordt onder meer gezocht naar een antwoord op de vraag in hoeverre ons wettelijk systeem vennootschappelijke machthebbers dwingt om in financiële crisistijd op enig moment met de belangen van de crediteuren rekening te houden. Als belangrijkste vennootschappelijke zeggenschaphouders worden daarbij aangemerkt: de raad van bestuur enerzijds en de gezamenlijke aandeelhouders anderzijds. De raad van commissarissen is slechts zijdelings aan de orde gekomen. Het vigerende vennootschapsrecht, noch het faillissementsrecht voorziet in de verplichting om op enig moment de activiteiten van de vennootschap te staken en haar faillissement aan te vragen. De normering van de situatie die ontstaat wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren vloeit, naar de huidige stand van het Nederlandse recht, hoofdzakelijk voort uit het aansprakelijkheidsrecht. Kroeze wijst in zijn oratie op de nuttige functie van het aansprakelijkheidsrecht als normerend instrument in het maatschappelijk leven.¹¹⁹¹ Uit de aansprakelijkheidsprocedures vloeien gedragsnormen voort waarnaar onder meer bestuurders, maar in uitzonderingsgevallen ook aandeelhouders, zich dienen te gedragen.¹¹⁹² Vennootschapscrediteuren kunnen daaraan onder omstandigheden tot op

¹¹⁹⁰ Met de term crediteuren wordt hier niet bedoeld op de banken. Ik wees er onder meer in hoofdstuk 3 reeds op dat deze bij de daar beschreven reorganisatiemethoden doorgaans een bijzondere positie innemen.

¹¹⁹¹ Kroeze 2005.

¹¹⁹² Kroeze 2005, p. 4. Ik wees in hoofdstuk 5 reeds op het door Timmerman gemaakte onderscheid tussen voor de bestuurders geldende aansprakelijkheids- en gedragsnormen waarbij

zekere hoogte een *ex post* bescherming ontleen. In het voorgaande heb ik onderzocht welke normering van de verschillende aansprakelijkheidsbepalingen uitgaat op het handelen van de vennootschappelijke zeggenschaphouders. Daarbij is de nadruk gelegd op de gedragnormen die voor dergelijke zeggenschaphouders gelden wanneer de vennootschap zich in financiële moeilijkheden bevindt of daarmee dreigt te worden geconfronteerd. Ik heb onderzocht in hoeverre niet alleen het Nederlandse recht, maar ook de Engelse en de Zuid-Afrikaanse regeling inzake *wrongful trading* c.q. roekeloos en bedrieglijk handelen, de ruimte bieden voor primair aansprakelijkheid van de bestuurders en secundair aansprakelijkheid van de aandeelhouder wegens het niet in acht nemen van de belangen van de crediteuren. Voor wat betreft het Nederlandse recht blijkt de belangrijkste normerende werking uit te gaan van de aansprakelijkheidsbepalingen die zijn neergelegd in de Artikelen 138/248 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de algemene aansprakelijkheidsbepaling van de onrechtmatige daad.¹¹⁹³

3.1. Normering van het bestuursgedrag

Het vennootschappelijk model gaat uit van een duaal systeem van vennootschapsorganen dat is opgebouwd rond twee grootheden, de aandeelhoudersvergadering en de raad van bestuur. De gezamenlijke aandeelhouders stellen de vennootschap kapitaal ter beschikking waarmee kan worden deelgenomen aan het economisch verkeer. De raad van bestuur bepaalt het beleid van de vennootschap en staat in voor de dagelijkse leiding. Het bestuur dient uit hoofde van deze collectieve taak op de hoogte te zijn van de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert en is dientengevolge als eerste geplaatst om op eventuele financiële moeilijkheden te anticiperen.¹¹⁹⁴ Artikel 2:138/248 BW voorziet in een indirecte normering van het handelen van het bestuur in de drie jaren voorafgaande aan het faillissement. Deze regeling biedt de curator de mogelijkheid om jegens de bestuurders een vordering in te stellen wanneer zij de vennootschap kennelijk onbehoorlijk hebben bestuurd en aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is voor het intreden van het faillisse-

hij aangeeft dat gedragsnormen strenger zijn. Ik wees er eveneens op dat wanneer in het hiernavolgende gesproken wordt over gedragsnormen, daarmee wordt gedoeld op de gedragsnormen die voor de bestuurders uit het aansprakelijkheidsrecht voortvloeien. Zoals ik al eerder zei blijkt uit de aansprakelijkheidsprocedures op welke manier bestuurders zich behoren te gedragen. Naar mijn mening kan iedere aansprakelijkheidsnorm in dit verband worden geformuleerd als een gedragsnorm. Het omgekeerde is echter niet steeds het geval. Timmerman 2006 II, p. 337. Zie over het samenvallen van gedrags- en aansprakelijkheidsnormen Timmerman 2006 III, p. 541.

¹¹⁹³ Verdere normering gaat uit van Art. 36 en 36a van de Invorderingswet 1990, welke regeling in dit onderzoek buiten beschouwing is gelaten omdat de primaire focus in dit onderzoek gericht is op dreigende faillissementssituaties. Dit neemt niet weg dat wanneer de vennootschap in liquiditeitsproblemen verkeert, van de genoemde aansprakelijkheidsbepalingen in de invorderingswet een normering uitgaat. De normering geldt dan echter enkel ten behoeve van de daarin genoemde schuldeisers.

¹¹⁹⁴ Zie in die zin eveneens Van Eeghen 2006, p. 26. Opgemerkt moet worden dat dit uitgangspunt omslaat wanneer de dualiteit verloren gaat en de aandeelhouder de bovenhand krijgt. In hoofdstuk 8 bleek dat onder dergelijke omstandigheden aan het gedrag van de aandeelhouder andere eisen mogen worden gesteld.

ment. Uit het onderhavige onderzoek is gebleken dat deze regeling een weinig geschikte basis biedt voor aansprakelijkheid wegens het voortzetten van verliesgevende activiteiten.¹¹⁹⁵ Voor zover een dergelijk voortzetten als kennelijk onbehoorlijk bestuur kan worden aangemerkt, ontbreekt doorgaans de voor aansprakelijkheid vereiste causaliteit tussen dat kennelijk onbehoorlijk bestuur en het intreden van het faillissement van de vennootschap. De werkelijke oorzaak van het faillissement is immers meestal gelegen in een tijdspanne voorafgaand aan de feitelijke insolventie.¹¹⁹⁶ Op Artikel 2:138/248 BW kan bovendien enkel een beroep worden gedaan wanneer de vennootschap in staat van faillissement verkeert. Dit brengt met zich dat een eventuele benadeling van crediteuren tijdens een ‘geslaagde’ reorganisatie,¹¹⁹⁷ buiten beeld blijft. Het bovenstaande leidt tot de conclusie dat van de genoemde artikelen inzake bestuurdersaansprakelijkheid onvoldoende normering uitgaat van het bestuursgedrag in een vennootschap die met insolventie wordt bedreigd. De toetsingsnorm voor het handelen van het bestuur voorafgaand aan het faillissement, die in de regeling van Artikel 2:138/248 BW is geïncorporeerd, brengt evenmin tot uitdrukking dat op enig moment, binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap, in het bijzonder met het belang van de crediteuren rekening dient te worden gehouden.

Uit de rechtspraak blijkt dat een beroep op de algemene civielrechtelijke aansprakelijkheidsprocedure van de onrechtmatige daad vennootschapscrediteuren tot op zekere hoogte een *ex post* bescherming kan bieden tegen het voortzetten van verliesgevende activiteiten. Deze bescherming is echter zeer beperkt. De uit de aansprakelijkheidsbepalingen voortvloeiende normering van het bestuurshandelen leidt ertoe dat de bestuurder pas wanneer de financiële moeilijkheden van de vennootschap zich in een vergevorderd stadium bevinden, de belangen van de crediteuren op straffe van aansprakelijkheid in acht dient te nemen. Als onrechtmatig in de zin van Artikel 6:162 BW wordt onder andere aangemerkt, een doen of nalaten in strijd met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt. Uit de bespreking van de jurisprudentie terzake in hoofdstuk 5 blijkt dat bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap in beginsel niet gehouden zijn de activiteiten van die vennootschap stop te zetten. Wel kunnen in de rechtspraak van de lagere rechters aanknopingspunten worden gevonden voor een op de bestuurders rustende plicht om de geconstateerde financiële problemen nader te inventariseren en naar aanleiding daarvan maatregelen te treffen. In de rechtspraak wordt gedeeltelijk erkend dat het bestuur van de vennootschap onder omstandigheden het belang van de crediteuren boven dat van de vennootschap dient te stellen.¹¹⁹⁸ Dat is in ieder geval zo wanneer de bestuurder een overeenkomst aangaat op een moment waarop hij wist of behoorde te weten dat de ven-

¹¹⁹⁵ Zie in dit verband hoofdstuk 5.

¹¹⁹⁶ Zie hierover en voor de literatuurverwijzingen hoofdstuk 5.

¹¹⁹⁷ Een reorganisatie kan bijvoorbeeld door sommige belanghebbenden als geslaagd worden aangemerkt wanneer daardoor het merendeel van de bedrijfsactiviteiten wordt gered. Dit neemt niet weg dat bij de desbetreffende reddingsoperatie crediteuren werden benadeeld. Zie in verband met de gevolgen van bepaalde reddingsoperaties voor crediteuren hoofdstuk 3.

¹¹⁹⁸ Zie in dit verband Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 286.

nootschap deze niet (binnen redelijke termijn) zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden voor de daaruit voor de wederpartij ontstane schade. In het *Hurks II*-arrest werd de maatschappelijke betamelijkheid en de daaruit voortvloeiende aansprakelijkheidsnorm voor bestuurders verder bijgesteld doordat de Hoge Raad aannam dat de *Beklamel*-regel eveneens van toepassing is op duurovereenkomsten. Het laten doorlopen van overeenkomsten onder de genoemde omstandigheden, kan derhalve eveneens als onrechtmatig worden aangemerkt. Hoewel het besturen van de vennootschap en het in verband daarmee voeren van het dagelijks beleid tot de collectieve bestuurszaak worden gerekend, leidt het nalaten van de individuele bestuurders om in te grijpen teneinde benadeling van crediteuren te voorkomen wanneer de vennootschap (vermoedelijk) op de insolventie afstevent, niet zonder meer tot aansprakelijkheid. De grens van het toelaatbare wordt afgebakend door de *Beklamel*-norm. In alle andere gevallen waarin het voortzetten van de onderneming tot benadeling van schuldeisers leidt, is voor de aansprakelijkheid van de bestuurder beslissend of hem terzake een voldoende ernstig persoonlijk verwijt kan worden gemaakt. In de rechtspraak wordt in het kader van de bestuurdersaansprakelijkheid vooral de nadruk gelegd op een handelen door de bestuurder in strijd met de maatschappelijke betamelijkheid.¹¹⁹⁹ Wanneer een bestuurder iets nalaat, wordt dit niet snel met aansprakelijkheid gesanctioneerd. Het enkele feit dat een bestuurder er niet op toeziet dat de vennootschap haar verplichtingen nakomt, is immers onvoldoende voor aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad. Voor aansprakelijkheid van de bestuurder die de overeenkomst niet is aangegaan, is vereist dat deze anderszins nauw betrokken is geweest bij het sluiten van die overeenkomst. Dit wil zeggen dat hij in staat moet zijn geweest het sluiten van de overeenkomst te voorkomen of dat hij heeft nagelaten om, hoewel dat van hem kon worden verwacht, de schadelijke gevolgen daarvan af te wenden.¹²⁰⁰ Uit de jurisprudentie kan derhalve geen algemene plicht voor bestuurders worden afgeleid op grond waarvan zij, wanneer de insolventie nabij is, met de belangen van de crediteuren rekening dienen te houden door actief in te grijpen.¹²⁰¹ Kennelijk wordt het beschouwd als een taak van de individuele bestuurder om in geval van naderende insolventie expliciet met de belangen van de schuldeisers rekening te houden en niet als een taak van het bestuur als collectief. De *Beklamel*-regel gaat immers uit van de aansprakelijkheid van de bestuurder die met de crediteur de desbetreffende overeenkomst is aangegaan en niet van het bestuursorgaan als collectief. Ik heb evenwel betoogd dat naarmate de financiële positie waarin de vennootschap verkeert zwakker is, van iedere bestuurder een versterkte nauwlettendheid mag worden ver-

¹¹⁹⁹ Zie hierover Van Andel 2006 I, p. 50-55 en p. 388-390 en Kortmann 2006, p. 384-388. Zie in verband hiermee eveneens hoofdstuk 5.

¹²⁰⁰ Conclusie van A-G Hartkamp onder nr. 8 bij het arrest *Pelco/Sturkenboom*, HR 8 januari 1999, NJ 1999/318 m.nt. Ma.

¹²⁰¹ Dat is alleen anders wanneer het gaat om lopende verplichtingen. De oprekking van de *Beklamel*-norm in het *Hurks II*-arrest naar situaties waarin het gaat om lopende verplichtingen heeft tot gevolg dat een bestuurder, die weet of behoort te weten dat de vennootschap haar verplichtingen niet zal kunnen nakomen noch verhaal zal bieden, actief begaan moet zijn met het lot van de vennootschapscrediteuren, wil hij het risico op aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad vermijden. Zie in dit verband hoofdstuk 5.

wacht.¹²⁰² Dit in combinatie met de aanname dat iedere bestuurder op de hoogte behoort te zijn van de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert, kan mijns inziens de conclusie rechtvaardigen dat in geval van dreigende insolventie, iedere bestuurder geacht kan worden nauw betrokken te zijn geweest bij de overeenkomst. Een vergelijkbare aanname kwamen we tegen in de besproken Zuid-Afrikaanse regeling. Ik kom hierop terug aan het einde van deze paragraaf. De vraag is echter of de rechter bereid zal zijn de maatschappelijke betamelijkheid aldus uit te leggen.

Tegen de achtergrond van het bovenstaande dringt zich een verschil op met de normerende werking die van de Engelse *wrongful trading*-regeling uitgaat. Op grond van die regeling kan een bestuurder aansprakelijk worden gesteld voor de door de crediteuren geleden schade indien hij de financiële moeilijkheden heeft zien aankomen of had behoren te onderkennen maar heeft nagelaten om alle mogelijke maatregelen te nemen die van hem konden worden verwacht teneinde de schade voor crediteuren te beperken. De zorgplicht van de bestuurder reikt daarmee verder dan de gedragsnorm die geldt voor de bestuurders van Nederlandse kapitaalvennootschappen. De dreiging van aansprakelijkheid op grond van de *wrongful trading*-regeling dwingt de bestuurders om de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert te volgen en tijdig op eventuele wijzigingen te anticiperen. Bij de bestuurdersaansprakelijkheid op grond van deze regeling ligt, anders dan in Nederland, niet primair de nadruk op actief handelen van de bestuurder ten gevolge waarvan de crediteuren worden benadeeld, ook het nalaten om in te grijpen kan tot aansprakelijkheid leiden. Zie ik het goed dan leidt de *wrongful trading*-regeling tot een sterkere normering van het bestuursgedrag en wordt daarmee op de bestuurders een ruimere zorgplicht jegens de crediteuren van de vennootschap gelegd. Een en ander komt de bestuurskwaliteit ten goede. Het neveneffect van het gebruik van de *Beklammel*-regel in het Nederlandse recht ter normering van het bestuursgedrag en de koppeling die daarbij gemaakt wordt met het actief sluiten van (of laten doorlopen van duur)overeenkomsten door de bestuurder is dat daarmee enkel bescherming wordt geboden aan nieuwe, contractuele schuldeisers of schuldeisers met een eerder gesloten duurovereenkomst. Zowel bestaande als niet contractuele crediteuren blijven buiten beeld. De Engelse *wrongful trading*-rule roept daarentegen een zorgplicht voor bestuurders in het leven die zich zowel uitstrekt over oude als nieuwe contractuele crediteuren alsmede tot niet-contractuele vennootschapscrediteuren.¹²⁰³ In de Zuid-Afrikaanse regeling inzake bedrieglijk en roekeloos handelen ligt, meer dan in de Engelse regeling terzake, de nadruk op het actief handelen van diegene die aansprakelijk wordt gesteld. Dat wordt echter anders wanneer voor de desbetreffende persoon een specifieke zorgplicht jegens de vennootschap bestond. Voor aansprakelijkheid is immers vereist dat de desbetreffende persoon kan worden aangemerkt als *knowingly party to* dat bedrieglijk of roekeloos handelen. Voor wat betreft bestuurders wordt eerder aangenomen dat deze onder de genoemde term vallen aangezien op hen een bijzondere zorgplicht jegens de vennootschap rust. Voor de toepassing van de Zuid-Afrikaanse regeling is daarnaast niet vereist dat de ven-

¹²⁰² Zie in dit verband hoofdstuk 5.

¹²⁰³ Zie in dit verband het rapport van Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 78 e.v.

nootschap in staat van faillissement verkeert. De normerende werking van deze aansprakelijkheidsbepaling wordt ten gevolge daarvan uitgebreid naar situaties buiten faillissement en kan bijvoorbeeld ook relevant zijn voor bestuurshandelen in geval van een reorganisatie.

3.2. Normering van het aandeelhoudersgedrag

Niet alleen het gedrag van bestuurders wordt door het aansprakelijkheidsrecht genormeerd. Het aansprakelijkheidrecht stelt onder omstandigheden eveneens normen die resulteren in gedragsregels voor de aandeelhouder(s).¹²⁰⁴ Vennootschapscrediteuren wordt onder omstandigheden de mogelijkheid geboden om de aandeelhouder(s) op zijn (hun) gedrag aan te spreken. In de gevarenzone bevindt zich de aandeelhouder die zich intensief en indringend bezighoudt met het beleid van de vennootschap. De aandeelhouder loopt het risico aansprakelijk te worden gesteld wanneer hij als medebeleidsbepaler in de zin van het zevende lid van Artikel 2:138/248 BW kan worden aangemerkt. Zoals ik reeds aangaf, biedt deze regeling een weinig geschikte basis voor aansprakelijkheid op grond van het voortzetten van een nagenoeg insolvente vennootschap. Het is niet enkel de causaliteitseis die in dit verband een hindernis opwerpt voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder. Vereist is bovendien dat de aandeelhouder zich als quasi-bestuurder heeft gedragen. Het bewijzen van het quasi-bestuurderschap kan de curator de nodige problemen opleveren aangezien hiervoor een nagenoeg feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur vereist is.

Uit de rechtspraak blijkt dat een aandeelhouder die controlerende invloed uitoefent op de vennootschappelijke koersbepaling, evenals de bestuurders, het risico loopt hierop door de crediteuren te worden aangesproken op grond van een actie uit onrechtmatige daad. Bij deze vorm van indirecte doorbraak van aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad wordt de aandeelhouder aansprakelijk gehouden wegens het schenden van een eigen zorgplicht jegens de vennootschapscrediteuren. Uit de rechtspraak blijkt dat deze aansprakelijkheidsgrond vooral in concernverhoudingen kans van slagen heeft. Het enkele feit dat een moedervernootschap aan het hoofd van een concern staat en uit dien hoofde de centrale leiding voert, construeert in beginsel geen verplichtingen jegens de crediteuren van de dochtervernootschap. Dat wordt echter anders wanneer de moedervernootschap zich indringend bezighoudt met het beleid en de gang van zaken bij de dochtervernootschap. In de jurisprudentie terzake de aansprakelijkheid in concernverhoudingen is uitgemaakt dat wanneer op de moedervernootschap een dergelijke zorgplicht rust, zij met de belangen van de crediteuren van de dochtermaatschappijen rekening dient te houden wanneer zij wist of behoorde te weten dat de crediteuren zouden worden benadeeld. Bij de bespreking van de gang van zaken bij reddingsoperaties in hoofdstuk 3 werd duidelijk dat reorganisaties vaak in concernverband plaatsvinden en de wijze van reorganisatie daarbij doorgaans wordt bepaald door de concernleiding. Uit de jurisprudentie blijkt dat een moedervernootschap bij het

¹²⁰⁴ In deze studie staat het gedrag van de aandeelhouder(s) jegens de crediteuren centraal en niet de voor de aandeelhouders geldende gedragsnormen in onderling verband.

opzetten van bijvoorbeeld een sterfhuis- of een ziekenhuisconstructie ervoor dient te waken dat zij haar eigen risico niet vermindert ten koste van dat van de crediteuren. Een moeder vennootschap dient zich van dergelijke transacties te weerhouden op een moment waarop ernstig rekening dient te worden gehouden met mogelijke benadeling van crediteuren van de dochter.

Ik heb betoogd dat een aandeelhouder ook buiten concernverhoudingen een beleidsbepalende invloed kan hebben. De vraag of een aandeelhouder tot een meervoudige belangenbehartiging gehouden is, alsmede de mate waarin een dergelijke belangenbehartiging van de aandeelhouder mag worden verwacht, wordt bepaald door de wijze waarop de aandeelhouder aan zijn aandeelhouderschap invulling heeft gegeven. Hoe dichter de aandeelhouder zich in de buurt van de bestuursfeer begeeft, des te groter is de op hem rustende zorgplicht. Of de aandeelhouder voor een schending van de zorgplicht aansprakelijk kan worden gesteld, is afhankelijk van datgene wat in het maatschappelijk verkeer van hem mocht worden verwacht. Uit de rechtspraak blijkt dat de aandeelhouder in strijd handelt met de jegens de crediteuren van de vennootschap te betrachten eisen van de maatschappelijke betamelijkheid indien deze in de eerste plaats over wetenschap ten aanzien van de benadeling van crediteuren beschikte. Daarnaast dient hij de mogelijkheid te hebben gehad om in te grijpen. Dit laatste impliceert dat hij het feitelijk in zijn macht had om daadwerkelijk maatregelen te nemen en voorts dat juist van deze persoon mocht worden verwacht dat hij zou ingrijpen teneinde de schade te voorkomen. De geschetste situatie doet zich voor wanneer het principe van de dualiteit, waar Boek 2 BW van uitgaat en dat deels de beperkte aansprakelijkheid rechtvaardigt, met de voeten wordt getreden. Hoe dunner de grens tussen bestuur en aandeelhouder, des te meer van de aandeelhouder mag worden verwacht dat deze gepreoccupeerd is met andere belangen dan louter het eigen belang.¹²⁰⁵ Wanneer de dualiteit wordt doorbroken, wordt daarmee gezondigd tegen een van de kernbeginselen van het vennootschapsrecht. Aansprakelijk is de aandeelhouder die zich intern met het beleid bemoeit op een manier die niet bij zijn aandeelhoudersfunctie past. Ondernemen impliceert risico's nemen. Hierbij mag echter niet uit het oog worden verloren dat het niet aan de aandeelhouders maar in beginsel aan het bestuur is om bij het formuleren van de strategie die risico's in te schatten.¹²⁰⁶ De aandeelhouder verschaft de vennootschap risicodragend kapitaal. Het risico van deze kapitaalverschaffers wordt door de beperkte aansprakelijkheid ingeperkt. Het ondernemerschap, en het nemen van risico's waarmee dit ondernemerschap gepaard gaat, wordt opgedragen aan het bestuur. Het is in beginsel het bestuur dat daarvoor de verantwoordelijkheid draagt en daarop eventueel moet kunnen worden afgere-

¹²⁰⁵ Zie in dit verband de passage in Pitlo/Raaijmakers 2000, nr. 1.105 waarnaar ik reeds in het vorige hoofdstuk verwees. In het vorige hoofdstuk bleek reeds dat de eisen van redelijkheid en billijkheid met zich brengen dat een dergelijke aandeelhouder in versterkte mate rekening dient te houden met de belangen van anderen die bij de organisatie van de vennootschap betrokken zijn en tot de interne kring behoren.

¹²⁰⁶ Zie in die zin de uitspraak van de Ondernemingskamer in de *Stork*-zaak, Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *LJN* AZ6440 en de uitspraak van het hof en de Hoge Raad in de *ABN AMRO*-zaak, Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR* 2007/143 en HR 13 juli 2007, *LJN* BA7970.

kend. In functie hiervan behoort het bestuur over een omvangrijk mandaat te beschikken dat de bestuurders in staat stelt deze risico's daadwerkelijk te nemen. Het is in beginsel niet aan de aandeelhouders om die risico's op hun merites te beoordelen. Een van de rechtvaardigingen van de beperkte aansprakelijkheid is juist het ontbreken van controle bij de aandeelhouder.¹²⁰⁷ Deze kan niet aansprakelijk worden gesteld voor beslissingen waar hij geen controle over heeft. Is die controle onder omstandigheden echter wel aanwezig, dan zijn er goede gronden om de toekenning van de beperkte aansprakelijkheid te heroverwegen. De gezamenlijke aandeelhouders hebben evenwel de functie van 'watchdog' op het bestuur. Zij zijn daartoe uitgerust met een aantal bevoegdheden dat hen in staat stelt de agent/principaal-relatie te beheersen en desgewenst het bestuur de laan uit te sturen wanneer de genomen risico's niet tot de verwachte resultaten leiden. Echter, indien de aandeelhouder verder gaat dan de beheersing van de agent/principaal-relatie vereist, in dier voege dat *ownership* en *control* niet langer gescheiden zijn en derden hierdoor worden benadeeld, dient dit te kunnen worden gesanctioneerd. Voor een eventuele aansprakelijkheid van de aandeelhouder op grond van de Engelse *wrongful trading*-regeling of de Zuid-Afrikaanse bepaling inzake roekeloos of bedrieglijk handelen is eveneens medebeleidsbepaling en daarmee een doorbreking van het duale systeem vereist.

3.3. Evaluatie

3.3.1. Voor- en nadelen van normering via het bestaande systeem

In de meeste rechtssstelsels heeft de erkenning van het crediteurenbelang in naderende faillissementssituaties geresulteerd in een vorm van bestuurdersaansprakelijkheid. Het bestuur is immers verantwoordelijk voor het beleid van de vennootschap. In de uitzonderingsgevallen waarin de aandeelhouder aansprakelijk wordt gehouden, betreft het steeds een aandeelhouder die nauw bij het beleid en de gang van zaken betrokken is. Naar heersende opvattingen dient de behartiging van de belangen van de vennootschapscrediteuren in préfaillissementssituaties derhalve tot de bestuurstaak te worden gerekend. Bij de benadeling van crediteuren ten gevolge van het voortzetten van insolvente vennootschappen, hebben de bestuurders in beginsel als eerste aanspreekpunt te gelden. De normering van het bestuurshandelen via aansprakelijkheidsbepalingen heeft voor- en nadelen. Timmerman wijst er in zijn Leidse oratie op dat door de normering van het bestuursgedrag via het aansprakelijkheidsrecht, de invulling van dat bestuursgedrag plaatsvindt aan de hand van open normen. Het voordeel van een dergelijke normering is dat deze de mogelijkheid biedt om de geldende gedragsnormen aan te passen aan de bestaande maatschappelijke opvattingen.¹²⁰⁸ Het nadeel van een dergelijke normering is echter dat dit risicomijdend gedrag van bestuurders in de hand kan werken. De terughoudendheid die bij aansprakelijkheid wegens het voortzetten van verliesgevendende activiteiten in de besproken rechtspraak werd geconstateerd, is met name ingegeven

¹²⁰⁷ Muscat 1996, p. 164.

¹²⁰⁸ Timmerman 2005 I, p. 8.

door de wens om de bestuurders een ruime mate van beleidsvrijheid te gunnen. De vraag betreffende de wenselijkheid van het al dan niet voortzetten van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen speelt zich af tegen de achtergrond van een moeilijk dilemma.¹²⁰⁹ Wanneer de feitelijke insolventie nabij is, wordt ten gevolge van het voortzetten van de activiteiten de schuldenlast van de vennootschap verzwaaard, hetgeen onwenselijk is met het oog op de belangen van de crediteuren. Het gevaar bestaat echter dat wanneer de aansprakelijkheidsdreiging té groot wordt, de bestuurders eventuele reddingsoperaties achterwegen laten uit angst voor aansprakelijkheid. Kroeze waarschuwt voor wat hij noemt ‘bange bestuurders’.¹²¹⁰ Voorkomen moet worden dat de mogelijkheid tot aansprakelijkstelling een verlamrend effect heeft op het bestuurshandelen en tot onwenselijk risicomijdend gedrag leidt. Ik wees in hoofdstuk 7 reeds op een relativering van het gevaar van risicomijdend gedrag voor wat betreft bestuurdersaansprakelijkheid wegens het continueren van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen. Zolang de vennootschap financieel gezond is, zijn de bestuurders immers vrij om risico’s te nemen. Vanaf het moment dat de financiële moeilijkheden zo ver zijn opgelopen dat een faillissement onafwendbaar is, is wellicht enige vorm van risicomijdend gedrag door de bestuurders gepast.¹²¹¹ Timmerman waarschuwt in zijn oratie eveneens voor het gevaar van het gebruik van open normen ter regulering van het bestuursgedrag. Het nadeel van dergelijke open normen is dat daaronder vele vormen van bestuurshandelen kunnen worden begrepen, hetgeen aanleiding kan geven tot rechtsonzekerheid.¹²¹² Een van de moeilijkheden bij de aansprakelijkstelling van bestuurders wegens het voortzetten van verliesgevende activiteiten is gelegen in het vaststellen van het omslagpunt. Dit kan worden aangeduid als het moment waarop de vennootschappelijke zeggenschaphouders hadden behoren in te grijpen teneinde verdere benadeling van crediteuren te voorkomen. Niet alleen in het Nederlandse systeem van bestuurdersaansprakelijkheid worden we met de moeilijkheid van het definiëren van dit omslagpunt geconfronteerd. De Engelse *wrongful trading*-bepaling noch de Zuid-Afrikaanse regeling inzake roekeloos of bedrieglijk handelen biedt een sluitende oplossing voor de complexiteit waarmee het vaststellen van het omslagpunt omgeven is. Het bepalen van het beleid van de vennootschap, daarbij rekening houdend met de financiële situatie, behoort tot de bestuurstaak. Het treffen van reorganisatiemaatregelen teneinde het ontstaan van financiële moeilijkheden te voorkomen, wordt dientengevolge eveneens tot die bestuurstaak gerekend.¹²¹³ Het bestuur dient, naar de in Nederland heersende opvattingen, derhalve over voldoende beleidsvrijheid te beschikken teneinde de nodige maatregelen te nemen. Met het vaststellen van dit omslagpunt dient zorgvuldig te worden omgegaan aangezien dit een

¹²⁰⁹ Op dit dilemma werd onder meer gewezen door de Rechtbank Amsterdam van 22 augustus 2001 *JOR* 2001/212, r.o. 9.1. Zie voor een bespreking van dit vonnis hoofdstuk 5.

¹²¹⁰ Kroeze 2005.

¹²¹¹ Luiz 1989, p. 585; Keay 2005, p. 438-439.

¹²¹² Timmerman 2005 I, p. 8-9.

¹²¹³ Tenzij het gaat om een reorganisatie die diep ingrijpt in de structuur van de vennootschap of wanneer daarvoor bestuursbesluiten nodig zijn die vallen onder de reikwijdte van Art. 2:107a BW. Zie in dit verband hoofdstuk 4. Van Eeghen kwalificeert de bestuurder in dit verband als ‘eerst aangewezen betrokkene’; zie Van Eeghen 2006, p. 26.

van de factoren is die aanleiding geven tot het ontstaan van ‘bange bestuurders’. Wanneer het omslagpunt op een té vroeg moment wordt vastgesteld, kan dit onwenselijk risicomijdend gedrag van bestuurders in de hand werken. Van het omslagpunt dient overigens te worden onderscheiden het moment waarop ontegenzeggelijk vaststaat dat van benadeling van crediteuren sprake is. In de Engelse *wrongful trading*-regeling wordt ervan uitgegaan dat eerstgenoemd moment zich voordoet wanneer sprake is van *insolvent liquidation*. Voor het vaststellen van de benadeling van crediteuren is niet de liquiditeit maar de solvabiliteit van de vennootschap bepalend. Bij tijdelijke liquiditeitsproblemen is de benadeling van crediteuren, naar Engelse opvattingen, niet noodzakelijk gegeven. Daarbij wordt uitgegaan van de zogenaamde *balance sheet*-test. Zolang die test positief is, kunnen de crediteuren in geval van liquidatie naar alle waarschijnlijkheid nog worden voldaan.¹²¹⁴ Naar Nederlands recht wordt voor wat betreft de externe aansprakelijkheid van bestuurders op grond van onrechtmatige daad als uitgangspunt gehanteerd het moment waarop de desbetreffende bestuurder wist of behoorde te weten dat de vennootschap niet binnen redelijke termijn in staat zou zijn de aangegane overeenkomsten na te komen en geen verhaal zou bieden voor de uit die wanprestatie voor de wederpartij voortvloeiende schade. In de jurisprudentie terzake de aansprakelijkheid in concernverhoudingen werd bepaald dat wanneer op de moedervennootschap jegens de crediteuren van de dochtervennootschap een zorgplicht rust, deze gehouden is met de belangen van de crediteuren van de dochtermaatschappijen rekening te houden wanneer zij wist of behoorde te weten dat de crediteuren zouden worden benadeeld. Ik wees er reeds op dat wanneer deze omslagpunten zijn bereikt, de financiële moeilijkheden van de vennootschap zich doorgaans in een vergevorderd stadium bevinden. De vennootschappelijke zeggenschaphouders zijn daardoor pas in een late fase van de financiële crisis verplicht om expliciet rekening te houden met de belangen van de crediteuren en een verdere benadeling te voorkomen. Bovendien wordt door de wijze waarop in de jurisprudentie aan de bestuurdersaansprakelijkheid invulling is gegeven, enkel bescherming geboden aan nieuwe, contractuele schuldeisers. Bovendien leidt het enkele feit dat een bestuurder er niet op toeziet dat de vennootschap haar verplichtingen niet nakomt, in beginsel niet tot aansprakelijkheid. Het bestaande systeem en de daaruit voortvloeiende normering dwingt de bestuurders mijns inziens in onvoldoende mate om de financiële stand van zaken binnen de vennootschap op de voet te volgen en indien nodig maatregelen te nemen. Het bestuur wordt daardoor onvoldoende aangemoedigd om tijdig reorganisatie maatregelen te nemen, daarbij rekening houdend met de belangen van de crediteuren.

3.3.2. Strengere normering van het bestuurshandelen via aansprakelijkheidsbepalingen?

Een van de manieren om te bewerkstelligen dat bestuurders van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen meer rekening houden met de belangen van

¹²¹⁴ Bailey e.a. 2001, nr. 16.20; Goode 2005, nr. 12-35; Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 84. Zie in dit verband hoofdstuk 7.

de crediteuren is door de aansprakelijkheidsbepalingen aan te scherpen. Ik ben voorstander van een systeem waarbij de aandeelhouders, als tweede vennootschappelijke zeggenschaphouders, nauwer bij de besluitvorming in financiële crisissituatie betrokken worden. Dit systeem gaat gepaard met een herverdeling van de bevoegdheden en daarbij behorende verantwoordelijkheden en aansprakelijkheid onder dergelijke omstandigheden. Op deze bevoegdheidsverdeling en de daarbij behorende verantwoordelijkheden wordt hierna nog uitgebreid ingaan. Gaan we er echter vanuit dat, zoals in het huidige systeem, de eindverantwoordelijkheid voor het in acht nemen van de belangen van de crediteuren bij de bestuurder van de vennootschap dient te liggen, dan verdient het mijns inziens aanbeveling om de bestaande regels ten aanzien van bestuurdersaansprakelijkheid in de hier centraal staande situaties aan te scherpen. Een voorstel uit de literatuur teneinde de problematiek omtrent de voorzetting van verliesgevende activiteiten nader te reguleren, betreft de uitbreiding van het toepassingsbereik van de derde misbruikwet. In dit verband is voorgesteld om het gesignaleerde causaliteitsprobleem te ondervangen door het vereiste dat het kennelijk onbehoorlijk bestuur een belangrijke oorzaak is van het faillissement, te vervangen door de eis dat dit bestuur in belangrijke mate moet hebben bijgedragen aan het tekort.¹²¹⁵ In het hiernavolgende wordt nog nader ingegaan op dit voorstel. Timmerman oppert de mogelijkheid om in Nederland in de toekomst, in plaats van toevlucht te zoeken tot algemene aansprakelijkheidsbepalingen, de nadruk te leggen op aansprakelijkheidsregels voor bestuurders jegens crediteuren die specifiek zien op het continueren van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen waarbij hij verwijst naar het Duitse en het Engelse model. In hoofdstuk 7 alsmede in het bovenstaande, wees ik reeds op de voor- en nadelen van een bestuurdersaansprakelijkheid die op de Engelse leest van de *wrongful trading* is geschoeid.¹²¹⁶ Bij de aanscherping van de voor de bestuurder geldende aansprakelijkheidsbepalingen dient mijns inziens de nadruk te worden gelegd op een systeem waarbij het tijdig onderkennen van financiële crisissituaties wordt aangemoedigd en het bestuur de vrijheid wordt geboden om reorganisatiemaatregelen te nemen. Attractief aan het Engelse systeem is dat bestuurders, op straffe van aansprakelijkheid, gedwongen worden om de financiële staat van de vennootschap op de voet te volgen. Een manier waarop het ontstaan van bange bestuurders en het (onnodig) risicomijdend gedrag waarmee dit gepaard gaat, kan worden voorkomen is door de nadruk te leggen op de inspanningsverplichting die op de bestuurders rust. Deze inspanningsverplichting komt tot uitdrukking in het Engelse systeem van de *wrongful trading*-regeling. Het op een zodanige wijze besturen van de vennootschap dat deze financieel ter ziele gaat, leidt niet zonder meer tot aansprakelijkheid op grond van de genoemde regeling. Dat geldt evenmin voor reddingspogingen die onverhoopt niet tot het gewenste resultaat leiden. De bestuurder die kan aantonen dat hij alles in het werk heeft gesteld teneinde de schade voor crediteuren te minimaliseren, wordt van aansprakelijkheid gevrijwaard. De *wrongful trading*-bepaling biedt de bestuurders, in ieder geval vanuit theoretisch

¹²¹⁵ Timmerman & Lennarts 1997, p. 308; Borrius 2003 II, p. 93-94. Zie in dit verband ook Lennarts 1999, p. 179 nr. 130. Ik wees hier reeds op in hoofdstuk 5.

¹²¹⁶ Timmerman 2005 I, p. 8-9.

oogpunt, enige manoeuvreerruimte. De grenzen van die manoeuvreerruimte in de praktijk worden onder meer bepaald door de wijze waarop de rechter met de *every step*-disculpatiemogelijkheid omgaat. Wanneer de aansprakelijkheidsnormen zouden worden aangescherpt, dient daarbij mijns inziens de nadruk te liggen op de door de bestuurder geleverde inspanningen teneinde het financiële tijt te keren dan wel verdere benadeling van de crediteuren te voorkomen. Tegen deze achtergrond dient mijns inziens de voorkeur uit te gaan naar een systeem waarbij de bestuurder de vrijheid wordt geboden om de nodige maatregelen te treffen. Een dergelijk systeem, zoals in de Engelse *wrongful trading*-regeling is geïncorporeerd, valt te prefereren boven de invoering van bijvoorbeeld een plicht naar Duits model op basis waarvan de bestuurder, op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid, louter de mogelijkheid heeft het faillissement dan wel de surséance van de vennootschap aan te vragen.¹²¹⁷ Van belang is dat van de regeling een positief signaal uitgaat en reorganisatie wordt aangemoedigd.¹²¹⁸ De bestuurders moet de vrijheid worden geboden om alle mogelijke maatregelen te nemen die noodzakelijk worden geacht teneinde de schade voor crediteuren zoveel mogelijk te beperken. Zij behoeven daarbij niet te garanderen dat elke mogelijke vorm van benadeling zal uitblijven. Wel dienen de bestuurders alle maatregelen te nemen die naar redelijkheid van hun kunnen worden verwacht teneinde de benadeling van crediteuren te beperken. De bestuurders dient daarbij voldoende beslissingsvrijheid te worden gegund. Hieraan kan gestalte worden gegeven door, in navolging van de *wrongful trading-rule*, een 'disculpatiemogelijkheid' in te bouwen in dier voege dat de bestuurder die kan aantonen dat hij alles in het werk heeft gesteld en alle maatregelen heeft genomen, die naar redelijkheid van hem konden worden verwacht teneinde schade voor crediteuren te beperken, niet aansprakelijk is.¹²¹⁹ Ik pretendeer hiermee overigens niet dat het Engelse systeem een sluitende oplossing biedt voor de hier centraal staande problematiek. Uit de bespreking daarvan in hoofdstuk 7 blijkt immers dat deze regeling eveneens met een aantal moeilijkheden is omgeven, hetgeen de effectiviteit daarvan in de praktijk in de weg staat. In dit verband kan onder meer worden gewezen op het feit dat een vordering op grond van *wrongful trading* enkel kan worden ingesteld door de curator in geval van *insolvent liquidation*. Voorts kan worden gewezen op het ontbreken van de mogelijkheid om rekening te houden met de verschillende posities waarin de crediteuren kunnen verkeren. Een dergelijke mogelijkheid tot differentiatie al naar gelang de verschillende soorten crediteuren en de daaruit voortvloeiende verschillen in onderlinge positie, bestaat wel in de Zuid-Afrikaanse regeling inzake roekeloos en bedrieglijk handelen.¹²²⁰ De nadruk op de inspanningsverplichting van de bestuurder behoort niet enkel tot uitdrukking te

¹²¹⁷ Zie over de *Überschuldungs*-regeling naar Duits model hoofdstuk 5.

¹²¹⁸ Vgl. Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 89-90.

¹²¹⁹ De term 'disculpatiemogelijkheid' dekt de lading wellicht niet volledig. De vraag of de aandeelhouder voldoende maatregelen heeft genomen, maakt immers onderdeel uit van de vraag naar de onbetamelijkheid van diens handelen. Vergelijk in dit verband de disculpatie van bestuurders in de Engelse *wrongful trading*-regeling. Zie hoofdstuk 7. Zie over de invoering van de *wrongful trading-rule* in Nederland Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004, p. 89 e.v.

¹²²⁰ Zie in dit verband hoofdstuk 7.

komen in de aansprakelijkheidsbepaling, zoals dat in Engeland bijvoorbeeld het geval is. Ter verwezenlijking van de beoogde bestuursvrijheid in de praktijk, is de wijze van rechterlijke toetsing van eminent belang. In dit verband kan kort worden gerefereerd aan de pleidooien in de literatuur voor de invoering van een rechterlijke toetsing van bestuurshandelen in overeenstemming met de Amerikaanse opvattingen dienaangaande. Kroeze pleit bijvoorbeeld voor de invoering in Nederland van een zogenaamde '*business judgment rule*' naar Amerikaans of Duits model.¹²²¹ Teneinde te voorkomen dat de rechter op de stoel van het bestuur gaat zitten, worden bestuursbesluiten op grond van die regeling slechts in uitzonderingsgevallen inhoudelijk getoetst. Dat is bijvoorbeeld het geval indien gehandeld is in strijd met loyaliteitsverplichtingen jegens de vennootschap doordat de bestuurder het eigen belang heeft laten prevaleren boven het belang van de rechtspersoon. Kroeze stelt dat voorts voor inhoudelijke toetsing in aanmerking komt: '(...) een beslissing [die; M.O.] – in het licht van de omstandigheden van het geval – is genomen op basis van inadequate informatie of zonder een zorgvuldige afwegingsprocedure (...)'.¹²²² Uit dit citaat blijkt dat bij een dergelijke regeling eveneens de nadruk wordt gelegd op de inspanningen die de bestuurders moeten leveren bij een behoorlijke voorbereiding van het besluit. De *business judgment rule* wordt in de literatuur vooral aangehaald als potentiële toetsingsnorm voor het door het bestuur gevoerde beleid in het kader van Artikel 2:9 BW-procedures. Teneinde het risico van 'bange bestuurders' te verminderen, kan worden overwogen om ook in de externe verhoudingen, zoals tussen bestuurders en crediteuren binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap, de nadruk te leggen op de inspanningsverplichtingen en de door de bestuurders in acht genomen zorgvuldigheid bij het gevoerde beleid. In het *Stalerman/Van de Ven*-arrest¹²²³ is door de Hoge Raad ter nadere invulling van de maatstaf voor interne aansprakelijkheid onder meer gerefereerd aan '(...) het inzicht en de zorgvuldigheid die mogen worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult'. De maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid wordt daarmee enigszins geobjectiveerd. Een vergelijkbare objectivering is geïncorporeerd in de (dubbele) maatstaf voor bestuurdersaansprakelijkheid die is opgenomen in de Engelse *wrongful trading*-regeling. Die maatstaf, die de relatie tussen bestuurders en crediteuren en dus de zorgvuldigheid in de externe verhoudingen regardeert, is in de nieuwe Companies Act 2006 overgenomen als standaard voor het bestuursgedrag in het algemeen.¹²²⁴ Het nadeel hiervan is wel dat de voorgestelde 'aanscherping' van de normering van het bestuursgedrag ten gevolge daarvan weer enigszins wordt afgezwakt.

¹²²¹ De wijze van rechterlijke toetsing valt buiten het bestek van dit onderzoek. Ik ga hier dan ook niet verder op in. Zie over de *business judgment rule* onder meer Parijs 2003, p. 229-239; Timmerman 2004 I; Assink 2005 I, p. 372-378; Assink 2005 II, p. 405-409 in verband met de door de rechter aan te leggen toetsingsnorm met betrekking tot de interne aansprakelijkheid; Miller & Rutledge 2005, p. 343-388; Wagemakers 2005, p. 138-148; Assink 2006 I, p. 75-77; Assink 2006 II, p. 163-169; Assink 2006 III, p. 307-316; Timmerman 2006 I, p. 75-78; Timmerman 2006 II, p. 334-337.

¹²²² Kroeze 2005, p. 18-19.

¹²²³ HR 10 januari 1997, NJ 1997/360.

¹²²⁴ Section 174 Companies Act 2006. Zie in dit verband hoofdstuk 7.

4. Vennootschappelijke verhoudingen in financiële moeilijkheden

4.1. Signaleren en anticiperen

Het aanscherpen van de aansprakelijkheidsnormen die gelden voor het bestuursgedrag is slechts een van de manieren waarop kan worden bewerkstelligd dat vennootschappelijke zeggenschaphouders in (financiële) crisistijd in toenemende mate rekening houden met de belangen van de crediteuren. Ik wees reeds op de nadelen van een dergelijke wijze van regulering. Het grootste gevaar is het risicomijdend gedrag van de bestuurders waartoe een dergelijke aanscherping kan leiden. Het tijdig signaleren van de financiële moeilijkheden en het geven van openheid van zaken daaromtrent alsmede het tijdig betrekken van de belangrijkste belanghebbenden bij een eventuele reorganisatie dient mijns inziens te worden aangemoedigd.¹²²⁵ Vervolgens moet een expliciet beslissingsmoment worden ingebouwd waarbij een duidelijke koersbepaling wordt gegeven. Dit kan worden bereikt door een betere bevoegdheidsverdeling en een verdeling van de daarbij behorende verantwoordelijkheden over de vennootschappelijke zeggenschaphouders, daarbij rekeninghoudend met de belangen van de crediteuren.¹²²⁶

4.2. Bevoegdheidsverdeling in financiële crisistijd

4.2.1. Bestuurder(s) en aandeelhouder(s)

Naar de huidige stand van het recht in Nederland ligt de eindverantwoordelijkheid voor (het voorkomen van) de benadeling van crediteuren in financiële crisissituaties bij de (individuele) bestuurders. Het zijn immers de bestuurders die instaan voor de dagelijkse bedrijfsvoering en als eerste op de hoogte zijn van de eventuele financiële moeilijkheden binnen de vennootschap. Aangezien het bestuur bovendien bevoegd is om de vennootschap te vertegenwoordigen, zijn het de bestuurders die in eerste instantie in staat zijn een eventuele benadeling van crediteuren te voorkomen door bijvoorbeeld niet langer in naam van de vennootschap verplichtingen aan te gaan of de crediteuren van eventuele betalingsmoeilijkheden in kennis te stellen. Ik heb in hoofdstuk 3 betoogd dat de gezamenlijke aandeelhouders in de besluitvorming waartoe de financiële crisissituatie aanleiding geeft, dienen te worden betrokken. Ik ben van mening dat het de taak van het bestuur als collectief is om de financiële situatie op de voet te volgen en indien nodig aan de alarmbel te trekken. De aandeelhouders moet vervolgens de mogelijkheid worden geboden om zich een oordeel te

¹²²⁵ De noodzaak van het tijdig signaleren van financiële moeilijkheden door de bestuurders wordt onder meer onderkend door Van Eeghen onder verwijzing naar het onderzoek van Adriaanse en Kuijl waaruit dit eveneens bleek, J.J.A. Adriaanse en J.G. Kuijl 'succesfactoren informele reorganisatie: samenwerking, transparantie en stilte', MAB 2005, p. 303-311. Zie van Eeghen 2006, p. 60 e.v. en p. 89. Zie in dit verband eveneens J.J.A. Adriaanse, N.J.H. Huls, J.G. Kuijl en P. Vos, Informele reorganisatie in het perspectief van surseance van betaling, WSNP en faillissement 2004 WODC, nr. 224 (eerder aangehaald als 'het WODC-rapport').

¹²²⁶ Zie in dit verband over een verdeling van de verhaalsrisico's bij de voortzetting van ondernemingen van Eeghen 2006.

vormen over de toekomst van de vennootschap en hierin desgewenst opnieuw te investeren. Wanneer de aandeelhouders van mening zijn dat het niet de moeite loont om de vennootschap van nieuw eigen vermogen te voorzien, kan getracht worden de onderneming alsnog te redden door op andere wijze, eventueel in samenwerking met externe financiers, een reorganisatie op touw te zetten dan wel het bestaan van de vennootschap te beëindigen.

Voor het betrekken van de aandeelhouders in de besluitvorming in financiële crisistijd kan een aantal redenen worden aangedragen. In de eerste plaats wordt hen daardoor de mogelijkheid geboden om aan een eventuele reorganisatie deel te nemen. Ten gevolge van de beperkte aansprakelijkheid ontbreekt zowel voor bestuurders als voor aandeelhouders de prikkel om, wanneer de toekomstperspectieven nagenoeg uitzichtloos zijn, de activiteiten van de vennootschap stop te zetten. De toename van de passiva ten gevolge waarvan de activiteiten van de vennootschap op kosten van de crediteuren worden voortgezet, is terug te voeren op aandeelhoudersopportunisme.¹²²⁷ Aandeelhouders worden beschermd door het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid ten gevolge waarvan zij niet verder in de schulden van de vennootschap delen dan ten belope van het bedrag van hun inbreng.¹²²⁸ Bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap gaan veelal over tot risicovol ondernemen teneinde in een laatste reddingspoging te trachten aandeelhouderswaarde te creëren. Uit de bespreking in hoofdstuk 3 van een aantal reorganisatievormen en de gang van zaken daaromtrent in de praktijk blijkt dat bestuurders de neiging hebben om reddingsoperaties in stilte op te zetten. Het doorvoeren van een sterfhuis-, ziekenhuis- of omgekeerde sterfhuisconstructie is meestal het gevolg van een onderonsje tussen de concernleiding en de belangrijkste financiers van de onderneming. De aandeelhouders worden daardoor buiten de besluitvorming gehouden en worden na het doorvoeren van de constructie vaak geconfronteerd met een verwatering van hun belang in de vennootschap. Bij een ziekenhuisconstructie wordt bijvoorbeeld een herfinanciering van de tussenholding waarin de gezonde concernonderdelen zijn ondergebracht bewerkstelligd door de participatie van de banken in het aandelenkapitaal van die vennootschap. Dit vermindert het belang van de moedermaatschappij in het kapitaal van deze subholding, hetgeen resulteert in een indirecte reductie van het belang van de concernaandeel-

¹²²⁷ Hertig en Kanda definiëren drie omstandigheden waarin een verhoogd risico voor opportunistisch gedrag van aandeelhouders bestaat. Dit gevaar doet zich voor (i) wanneer de vennootschap onderdeel uitmaakt van een groep of (ii) met nakende insolventie wordt geconfronteerd. Daarnaast dienen onvrijwillige schuldeisers eveneens tegen aandeelhoudersopportunisme te worden beschermd (iii); Hertig & Kanda 2004, p. 73 e.v. Zie in verband met aandeelhoudersopportunisme eveneens Millon 2006 die van mening is dat van aandeelhoudersopportunisme sprake is wanneer de aandeelhouder activiteiten onderneemt of handelingen verricht die hij zich zonder beperkte aansprakelijkheid niet zou veroorloven. Daarvan is naar het oordeel van Millon bijvoorbeeld sprake wanneer de vennootschap wordt voortgezet en verplichtingen worden aangegaan terwijl de controlerende aandeelhouder geen gronden heeft om aan te nemen dat die zullen worden voldaan. Hij sluit daarmee nauw aan bij de gedragsnorm die naar Nederlands recht op grond van de *Beklamel*-regel voor bestuurders geldt. Zie verder eveneens Lennarts 2006, p. 4-6.

¹²²⁸ Art. 2:64/175 BW.

houders in de rendabele onderdelen.¹²²⁹ Bij de omgekeerde sterfhuisconstructie doet de participatie van de banken in het aandelenkapitaal van de oude holding en de daarmee gepaard gaande afstempeling van de oude aandelen het belang van de bestaande aandeelhouders in die holding eveneens verwateren. Wanneer de banken hun bestaande vorderingen omzetten in aandelen, verwerven zij hiermee op goedkope wijze een deelname in het kapitaal van de vennootschap en dientengevolge een deelname in de potentiële winsten van de gezonde concernonderdelen in de toekomst.¹²³⁰ Bij de sterfhuisconstructie zoals die bij Ogem werd uitgevoerd, kwamen de toekomstige positieve resultaten van de gezonde concernonderdelen terecht in een stichting. Ten gevolge van dit ‘vermogen in de dode hand’, konden de zittende aandeelhouders van het oude Ogem-concern daarvan in het geheel niet profiteren. Teneinde de geschetste verwatering van hun belang verteerbaar te maken, dient mijns inziens de zittende aandeelhouders de mogelijkheid te worden geboden om desgewenst zelf de vennootschap te herfinancieren door deze nieuw eigen vermogen te verstrekken. Het voordeel van het betrekken van de aandeelhouders in de besluitvorming is voorts dat daarmee een spreiding van verantwoordelijkheden wordt bewerkstelligd waardoor risicomijdend gedrag van bestuurders, voortvloeiende uit het dreigende gevaar voor aansprakelijkheid in voortzettingssituaties, kan worden voorkomen. Door de aandeelhouders in de besluitvorming te betrekken, kunnen bestuurders hun zorgen omtrent de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert met de kapitaalverschaffers delen. Ik heb erop gewezen dat de mogelijke benadeling van crediteuren in naderende faillissementssituaties grotendeels kan worden teruggevoerd op aandeelhoudersopportunisme.¹²³¹ Tegen deze achtergrond kan men zich afvragen of het redelijk is om het bestuur of de individuele bestuurders met aansprakelijkheid te bedreigen terwijl het in principe de aandeelhouders zijn die van het (eventueel geslaagde) risicovol ondernemen profiteren. Bovendien missen de bestuurders de bevoegdheid om zelfstandig het faillissement van de vennootschap aan te vragen. Desalniettemin kunnen zij op basis van de bestaande regels van bestuurdersaansprakelijkheid onder omstandigheden wel op het voortzetten van verliesgevende activiteiten worden aangesproken.¹²³² In dit verband kunnen eveneens vraagtekens worden geplaatst bij de wenselijkheid van een dergelijke aansprakelijkheid van de bestuurders. Van Eeghen¹²³³ wijst op de ongelukkige keuze van de wetgever om de bevoegdheid tot het aanvragen van het faillissement

¹²²⁹ Wanneer de holdingmaatschappij een optie wordt verleend om op termijn de bij de banken geplaatste aandelen terug te kopen, wordt enigszins tegemoet gekomen aan de belangen van de zittende aandeelhouders. Zie in dit verband hoofdstuk 3.

¹²³⁰ Hierbij dient echter wel te worden opgemerkt dat de banken daarmee ook een risico nemen. Hun verhaalspositie wordt door deze transactie immers gewijzigd. Hun positie als crediteur wordt opgezet in een positie als aandeelhouder die kan worden aangemerkt als een postconcurrente crediteur.

¹²³¹ Zie in dit verband eveneens Millon 2006; Lennarts 2006.

¹²³² Zie van Eeghen 2006, p. 18 en p. 29 e.v. die erop wijst dat dit probleem in de praktijk wordt opgelost doordat de bestuurders de surséance van de vennootschap aanvragen, waartoe zij wel bevoegd zijn. De bewindvoerder kan vervolgens desgewenst het faillissement van de vennootschap bewerkstelligen. Zie in dit verband eveneens Pitlo/Raaijmakers 2006, p. 291 en p. 434.

¹²³³ Van Eeghen 2006, p. 29 e.v.

te besluiten aan de aandeelhoudersvergadering op te dragen.¹²³⁴ De aandeelhouders hebben immers weinig belang bij het aanvragen van dat faillissement terwijl het bestuur juist de verantwoordelijkheid draagt voor het beleid van de vennootschap, rekening houdend onder meer met de belangen van de crediteuren. Deze inconsistentie wordt opgelost door het nemen van het crisisbesluit en de daarbij behorende verantwoordelijkheid aan de aandeelhouders op te dragen.¹²³⁵ De aandeelhouders hebben bovendien een andere drijfveer bij het nemen van het crisisbesluit, waardoor zij beter geplaatst zijn om, eventueel onder dreiging van aansprakelijkheid, over de voortzetting van de vennootschap te beslissen. Wanneer de besluitvorming aan het bestuur wordt overgelaten, bestaat het gevaar dat de gezamenlijke bestuurders geneigd zijn om, bij aanwezigheid van een streng aansprakelijkheidsregime, de activiteiten voortijdig stop te zetten teneinde persoonlijke aansprakelijkheid te voorkomen. Het gevaar van de uitbreiding van de bestuurdersaansprakelijkheid is dat risicomijdend gedrag van de bestuurders daarmee in de hand wordt gewerkt. Aandeelhouders kunnen in beginsel, in ieder geval voor wat betreft hun eigen risico, als risicomijdend worden aangemerkt. Zij leveren weliswaar risicodragend vermogen maar hun eigen risico wordt beperkt door het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid. Hierin komt een kentering wanneer de vennootschap in financiële moeilijkheden komt te verkeren. De aandeelhouders hebben in de vennootschap geïnvesteerd en dreigen bij een vroegtijdige stopzetting van de activiteiten, hun geïnvesteerd vermogen definitief te verliezen. Een aandeelhouder zal met andere woorden alles in het werk stellen teneinde de vennootschap te redden. Voorkomen moet echter worden dat dit geschiedt op kosten van de crediteuren. Ik ga hierna nog in op de eventuele gehoudenheid van de aandeelhouders om in de besluitvorming de belangen van de crediteuren van de vennootschap te betrekken. Een van de nadelen van het betrekken van de aandeelhouders in de besluitvorming in crisistijd is dat daarmee de financiële moeilijkheden in de openbaarheid komen. Dit nadeel zal zich met name manifesteren in beursgenoteerde vennootschappen met een verspreid aandelenkapitaal. Het geven van openheid van zaken hoeft mijns inziens echter niet steeds nadelig te zijn. Ik wees in hoofdstuk 3 op het WODC-rapport¹²³⁶ waarin de resultaten van een onderzoek naar de slagingskansen en faalfactoren van informele reorganisaties zijn neergelegd. Als factoren die de slagingskansen vergroten worden onder meer genoemd een actieve houding van het management en de aandeelhouders en de betrokkenheid van de belangrijkste belanghebbenden in het reorganisatieproces alsmede transparantie ten aanzien van de financiële moeilijkheden en de

¹²³⁴ Art. 2: 2:136/246 BW bepaalt dat, tenzij in de statuten anders is bepaald, het bestuur zonder opdracht van de algemene vergadering niet bevoegd is om over te gaan tot de aangifte van het faillissement van de vennootschap.

¹²³⁵ Van Eeghen vraagt zich daarentegen af of een recht van verzet van de aandeelhouders niet voldoende zou moeten zijn; zie Van Eeghen 2006, p. 30.

¹²³⁶ WODC rapport 2004. Een weergave van de bevindingen uit dat rapport en een uitbreiding van het daaraan ten grondslagliggende onderzoek is te vinden in het proefschrift van Adriaanse 2005. Zie voor empirisch onderzoek naar informele reorganisaties Couwenberg & De Jong 2005 waarin gebruik wordt gemaakt van het empirisch onderzoek dat deel uitmaakte van de studie door het Onderzoekcentrum Onderneming en Recht gepubliceerd in O. Couwenberg, N.E.D. Faber en S.C.J.J. Kortmann, *De Efficiëntie van de Nederlandse Faillissementswet*, Onderzoekcentrum Onderneming en Recht 2001; zie verder Van Amsterdam 2004.

op handen zijnde reorganisatie. De relatieve stilte waarin de genoemde constructies worden opgetrokken kan leiden tot een verdere benadeling van de crediteuren. Doordat deze van de financiële moeilijkheden niet op de hoogte zijn en de kans bestaat dat de vennootschap relatief lang blijft doorgaan met het aangaan van verplichtingen, wordt de spoeling voor de crediteuren dunner. De bevoegdheidsverdeling tussen de vennootschappelijke zeggenschaphouders wordt hier nader besproken.

4.2.2. De rol van het bestuur

4.2.2.1. Signalering en informatievoorziening

Voor het bestuur is een belangrijke taak weggelegd op het terrein van het signaleren van de financiële moeilijkheden en de informatievoorziening. Het tijdig opsporen van financiële moeilijkheden en het treffen van maatregelen kan worden aangemoedigd door het bestuur te belasten met een signaleringsplicht. Het is de taak van het bestuur om de aandeelhouders tijdig in kennis te stellen van de financiële moeilijkheden en hen van advies te dienen. De informatievoorziening aan de aandeelhouders gaat gepaard met een belangrijke signaleringsfunctie voor het bestuur. Het financiële beleid van de vennootschap behoort tot de portefeuille van het bestuur. Het bestuur als collectief zowel als de individuele bestuurders behoren te allen tijde op de hoogte te zijn van de financiële stand van zaken binnen de vennootschap. Het is dan ook het bestuur dat dient te beoordelen op welk moment de financiële problemen binnen de vennootschap dermate hoog zijn opgelopen dat het nemen van een crisisbesluit gerechtvaardigd is. Op dat moment dienen de aandeelhouders te worden ingelicht en moet een aandeelhoudersvergadering worden bijeengeroepen teneinde de toekomst van de vennootschap te bespreken en een crisisbesluit te nemen. De signaleringsplicht leidt niet tot een verzwaring van de bestuurstaak. Het bestuur dient immers uit hoofde van de hem opgedragen taak steeds op de hoogte te zijn van de financiële situatie. Het betreft hier niet een verzwaring maar louter een explicitering van de bestuurstaak. In de literatuur is, teneinde het toepassingsbereik van Artikel 2:138/248 BW te verruimen, voorgesteld om in de derde misbruikwet een meldingsplicht voor het bestuur te introduceren in geval van feitelijke insolventie.¹²³⁷ Op die manier zou worden bewerkstelligd dat de crediteuren, zodra de overlevingskansen voor de vennootschap zijn verkeken, hiervan op de hoogte worden gesteld. Het niet voldoen aan deze meldingsplicht zou vervolgens kwalificeren als kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van Artikel 2:138/248 BW en derhalve aanleiding geven tot bestuurdersaansprakelijkheid. Als tussenstap werd voorgesteld om eventueel een eerste meldingsplicht van het bestuur aan de aandeelhouders op te nemen. Bij het uitblijven van herstel zou alsnog melding bij het handelsregister dienen plaats te vinden binnen een termijn van drie weken. Met het oog op de problematiek inzake de voortzetting van verliesgevende activiteiten geef ik er de voorkeur aan om, in plaats van een meldingsplicht in bovenbedoelde zin, voor het bestuur een signaleringsplicht te introduceren op grond waarvan deze

¹²³⁷ Borrius 2003 II, p. 93-94. Zie in dit verband hoofdstuk 5.

binnen de interne vennootschappelijke kring de aandacht dient te vragen voor de geconstateerde moeilijkheden. Het doel van die signaleringsplicht is, anders dan bij bovenbedoelde meldingsplicht, niet primair gelegen in het informeren van de vennootschapscrediteuren maar veeleer in het betrekken van de aandeelhouders in het crisisbeleid. Nadat de crisis-AvA door het bestuur is bijeengeroepen, dient vervolgens door de gezamenlijke aandeelhouders een zogenaamd crisisbesluit te worden genomen. Door op het bestuur van de vennootschap een signaleringsplicht te leggen en de uiteindelijke besluitvorming door te schuiven naar de aandeelhoudersvergadering, wordt in het traject een expliciet beslissingsmoment ingebouwd. Het is vervolgens aan de gezamenlijke aandeelhouders om over het lot van de vennootschap te beslissen. Wanneer de aandeelhouders van mening zijn dat de vennootschap aan een reorganisatie dient te worden onderworpen, kunnen zij het bestuur vragen daartoe een reorganisatieplan op te stellen. Voor de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van die reorganisatie is bepalend de wijze waarop daaraan gestalte wordt gegeven. In hoofdstuk 3 werd een aantal mogelijke reorganisatiemethoden geschetst. Het is de taak van het bestuur om een reorganisatieplan op te stellen. Wanneer een raad van commissarissen is ingesteld, dient die over dat plan te worden geraadpleegd. Een (voorgestelde) reorganisatie die diep ingrijpt in het karakter en de structuur van de vennootschap, dient tevens aan de aandeelhouders te worden voorgelegd.

4.2.2.2. *Het crisismoment*

Een belangrijke vraag is op welk moment de aandeelhouders door het bestuur van de financiële moeilijkheden in kennis dienen te worden gesteld. Dit moment, waarop de financiële moeilijkheden moeten worden gesignaleerd en de aandeelhouders daarover dienen te worden geïnformeerd, kan worden aangeduid als het zogenaamde crisismoment. Het crisismoment dient zorgvuldig te worden gekozen. Voorkomen moet worden dat de beleidsvrijheid van het bestuur té zeer wordt beknot. Periodieke aanpassingen van de vennootschappelijke koers die de onderneming in staat moeten stellen om op rendabele wijze aan het economisch verkeer deel te nemen en de eventuele reorganisaties waarmee dit gepaard gaat, dienen immers tot de bestuurstaak te worden gerekend en mogen niet onnodig worden vertraagd en bemoeilijkt.¹²³⁸ Bij de beursgenoteerde vennootschap dwingt de ruchtbaarheid die door de signaleringsplicht aan de financiële moeilijkheden wordt gegeven eveneens tot terughoudendheid bij het vaststellen van de datum waarop van bestuurders mag worden verwacht dat zij deze wereldkundig maken. In het voorgaande werd gesproken over de ‘in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap’, de ‘vennootschap in de buurt van de insolventie’, ‘financiële crisistijd’ dan

¹²³⁸ Uiteraard voor zover deze niet diep ingrijpen in het karakter en de structuur van de vennootschap, hetgeen onder omstandigheden noopt tot het raadplegen van de aandeelhoudersvergadering. Zie voor de gevallen waarin dit dient te gebeuren hoofdstuk 4. Het bepalen van de strategie van de onderneming is de taak van de bestuurders eventueel in combinatie met de raad van commissarissen zie Kemperink 2003, p. 183. Hof Amsterdam (OK) 17 januari 2007, *LJN AZ6440 (Stork)* en Hof Amsterdam (OK) 3 mei 2007, *JOR 2007/143 (ABN AMRO)* alsmede HR 13 juli 2007, *LJN BA7970 (ABN AMRO)*.

wel van 'het voortzetten van verliesgevende activiteiten' om tot uitdrukking te brengen dat de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert zorgwekkend is en noopt tot het treffen van maatregelen teneinde (verdere) benadeling van crediteuren te voorkomen. Het gebruik van dergelijke vage termen maskeert de moeilijkheden waarmee het nader concretiseren van dit crisismoment omgeven is. Dat het concretiseren van een dergelijk ijkpunt juristen parten speelt, bleek reeds bij het definiëren van het zogenaamde omslagpunt in geval van bestuurders- (en aandeelhouders)aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad.¹²³⁹ Van Eeghen¹²⁴⁰ heeft in dit verband naast de zogenaamde *Beklamel*-norm de 'verlengde *Beklamel*-norm' ontwikkeld. Een en ander kwam reeds aan de orde in hoofdstuk 5. De *Beklamel*-norm voorziet, volgens Van Eeghen, in liquiditeitseisen en geeft aan wanneer een onderneming dient te worden gestaakt. De 'verlengde *Beklamel*-norm' richt zich in de eerste plaats tot de bestuurders en financiers door aan te geven welke zorgvuldigheid van hen mag worden verwacht bij het ontstaan of verder afwentelen van risico's op de crediteuren. Echter, indirect heeft de norm eveneens gevolgen voor de aandeelhouders. De norm beoogt een verdeling van het risico over de participanten te bewerkstelligen, tot welke categorie de aandeelhouders worden gerekend. Van Eeghen gaat er eveneens van uit dat, hoewel voor de aandeelhouders geen plicht tot bijstorten bestaat, het uitblijven van een dergelijke storting onder omstandigheden dient te leiden tot het beëindigen van de ondernemingsactiviteiten.¹²⁴¹ Het zijn de aandeelhouders die daarover dienen te beslissen. Wanneer uit de toepassing van de 'verlengde *Beklamel*-norm' het niet langer verantwoord blijkt te zijn om de tekorten met vreemd vermogen aan te vullen, ligt het lot van de onderneming, aldus Van Eeghen, in handen van de aandeelhouders. De aandeelhouders moet de mogelijkheid worden geboden om te beslissen over het ter beschikking stellen van additioneel risicodragend kapitaal in de vorm van een bijstorting dan wel het aantrekken van risicodragend kapitaal van nieuwe aandeelhouders door het uitschrijven van een emissie.¹²⁴² Deze opvatting ligt in lijn met hetgeen ik hiervoor betoogde ten aanzien van het bieden van de mogelijkheid aan de aandeelhouder om de vennootschap van additioneel eigen vermogen te voorzien. Het vraagstuk waarvoor ik mij in deze gesteld zie onderscheidt zich van dat van Van Eeghen in die zin dat in dit onderzoek niet zozeer gezocht wordt naar een antwoord op de vraag wanneer de activiteiten van de vennootschap dienen te worden gestaakt en op welke manier de verhaalsrisico's dienen te worden verdeeld dan wel op welk moment het al dan niet langer verantwoord is om de onderneming met vreemd in plaats van eigen vermogen te financieren. De 'verlengde *Beklamel*-norm' markeert, aldus Van Eeghen, het moment waarop (onder meer)¹²⁴³ aandeelhouders en financiers door het bestuur op de hoogte dienen te worden gebracht van de gebrekkige solvabiliteit van de vennootschap en hen dient te worden verzocht aanvullend kapitaal ter beschikking te

¹²³⁹ Zie in dit verband hoofdstuk 5.

¹²⁴⁰ Van Eeghen 2006.

¹²⁴¹ Van Eeghen 2006, p. 93.

¹²⁴² Van Eeghen 2006, p. 35 e.v. en p. 88 e.v.

¹²⁴³ Van Eeghen noemt in dit verband vier verplichtingen van het bestuur. Ik beperk mij hier tot die verplichtingen die in het kader van de hier centraal staande problematiek relevant zijn. Zie voor een puntsgewijze weergave hiervan Van Eeghen 2006, p. 487.

stellen dan wel te besluiten tot liquidatie of het aanvragen van surséance of faillissement. De keuze van de aandeelhouders is in dat geval slechts tweeledig: zij kunnen óf de vennootschap van extra risicodragend kapitaal voorzien óf het spreekwoordelijke ‘vennootschappelijk licht’ doven. De vraag die hier centraal staat is wanneer bestuurders de aandeelhouders deelgenoot dienen te maken van hun zorgen ten aanzien van de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert en het nemen van (vergaande) reorganisatiemaatregelen kan worden overwogen.

Het crisismoment in de hier bedoelde zin kan worden omschreven als het moment waarop de bestuurders weten of behoren in te zien dat de financiële moeilijkheden waarin de vennootschap verkeert dermate hoog zijn opgelopen dat ongewijzigd voortbestaan, zonder ingrijpende reorganisatie en/of kapitaalinjectie, niet langer mogelijk is. Het moment waarop het bestuur over deze wetenschap dient te beschikken, kan moeilijk in algemene bewoordingen worden weergegeven. Bovendien dient mijns inziens enige voorzichtigheid te worden betracht bij het formuleren van testen voor het bestuur ten aanzien van de financiële gesteldheid van de vennootschap met behulp waarvan zij zich terzake van een eventuele aansprakelijkheid zouden kunnen disculperen. Dergelijke testen zijn immers manipuleerbaar aangezien het resultaat van de test wordt bepaald door de gegevens die worden ingevoerd. Een té opportunistische houding van het bestuur leidt bijgevolg tot een té opportunistisch testresultaat.¹²⁴⁴ Het crisismoment kenmerkt zich door een combinatie van zowel liquiditeits- als solvabiliteitsproblemen. Het is mogelijk dat de vennootschap op enig moment illiquide is maar dat desondanks gegronde redenen bestaan om aan te nemen dat deze liquiditeitsproblemen op korte termijn zullen worden opgelost. Het bestuur dient tegen deze achtergrond een zekere beleidsvrijheid te worden gegund. Hier dringt zich een vergelijking op met de Duitse regeling inzake de *Überschuldung* waarbij bepalend wordt geacht of het vermogen van de onderneming diens lopende verplichtingen dekt maar waarbij daarnaast eveneens gewicht wordt toegekend aan toekomstverwachtingen ten aanzien van de levensvatbaarheid van de onderneming.¹²⁴⁵ Hoewel het crisismoment zich bezwaarlijk in een definitie laat vatten, kunnen hiervoor wellicht indicatoren worden geformuleerd die de conclusie dat het kritieke punt nabij is, zouden kunnen rechtvaardigen. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het bepaalde in Artikel 2:108a BW. Op grond van die bepaling dienen bestuurders van een NV binnen drie maanden nadat hen duidelijk is geworden dat het eigen vermogen van de vennootschap is gedaald tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, een aandeelhoudersvergadering te houden ter bespreking van zo nodig te nemen maatregelen. Artikel 2:108a BW blijkt in de praktijk echter weinig effectief.¹²⁴⁶ Ik wees er in dit verband reeds op dat volgens critici een

¹²⁴⁴ Beckman waarschuwt er bijvoorbeeld voor dat ratio's zoals de solvabiliteitsratio beïnvloedbaar zijn. Zie Beckman 2006, p. 1-21; zie eveneens Lennarts 2006, p. 16. Van Eeghen geeft evenals Beckman aan dat de solvabiliteit afhankelijk is van de waarderingsmethode die daarbij is gebruikt en dat de verschillende waarderingsmethodes onderling sterk kunnen verschillen. Zie Van Eeghen 2006, p. 64 zie naar aanleiding van Beckman en enigszins daarvan afwijkend eveneens Van Eeghen 2006, p. 84.

¹²⁴⁵ § 29 InsO zie hierover in het kort hoofdstuk 5, paragraaf 2.

¹²⁴⁶ Zie hoofdstuk 4.

incidentele bijeenroeping van de aandeelhoudersvergadering in de praktijk niet vaak zal voorkomen¹²⁴⁷ aangezien de daling van het vermogen eerst bij het opstellen van de jaarstukken kenbaar wordt.¹²⁴⁸ De vergadering die door Artikel 2:108a BW wordt verlangd, zal dan samenvallen met de jaarvergadering.¹²⁴⁹ Een andere indicatie zou bijvoorbeeld gevonden kunnen worden in de uit de tweede misbruikwet voor de bestuurder voortvloeiende meldingsplicht van betalingsonmacht. Op grond van het bepaalde in Artikel 36 Invorderingswet 1990 zijn bestuurders van vennootschappen die niet in staat zijn om aan de afdracht van de daarin genoemde belastingen te voldoen, verplicht om die betalingsonmacht op straffe van aansprakelijkheid onverwijld aan de ontvanger mede te delen. Het feit dat een dergelijke melding heeft plaatsgevonden, of had behoren plaats te vinden, kan gezien worden als een aanwijzing voor het feit dat de vennootschap zich in financiële moeilijkheden bevindt en het kritieke moment waarop de aandeelhouders behoren te worden geïnformeerd, nabij is. Het doen van een dergelijke mededeling van betalingsonmacht impliceert overigens niet dat de vennootschap nagenoeg failliet is. Het is niet uitgesloten dat de tijdelijke liquiditeitsproblemen kunnen worden verholpen. De beste indicatie kan mijns inziens gevonden worden door gebruik te maken van het criterium dat in Duitsland wordt gehanteerd voor de achterstelling van aandeelhoudersleningen. Aandeelhoudersleningen kunnen daar als kapitaalvervangend worden aangemerkt wanneer deze de vennootschap ter beschikking werden gesteld op een moment waarop de vennootschap, gezien haar financiële situatie, niet meer in staat was om van derden onder marktvoorwaarden financiering te betrekken. In navolging van die regeling zou ik willen aannemen dat de aandeelhouders dienen te worden geïnformeerd op een moment waarop het voor het bestuur duidelijk is dat onder normale marktvoorwaarden geen financiering meer van derden kan worden betrokken. Bij de bespreking van de reddingsoperaties in hoofdstuk 3 werd immers duidelijk dat de herfinanciering door de banken gepaard gaat met een ingrijpende herstructurering van de bedrijfsactiviteiten. Door de banken worden voor het verstrekken van extra financiering vaak bijkomende eisen gesteld, zoals een vergaande

¹²⁴⁷ Maschhaupt & Storm 1978, p. 232. Maschhaupt en Storm vragen zich af of de AvA wel het meest geëigende orgaan is om de situatie waarop art. 2:108a BW betrekking heeft te bespreken. Volgens van den Ingh leidt dit voorschrift in de praktijk slechts tot plichtmatige vergaderingen; Van den Ingh 1998, p. 17.

¹²⁴⁸ Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 317.2. Mijns inziens kan een bestuur dat haar taak naar behoren vervult, reeds eerder op de hoogte zijn van de financiële stand van zaken. In die zin Slagter 1988 III, p. 312. In dit verband kan verder gewezen worden op Van den Ingh: 'Met de huidige stand van zaken op het terrein van automatisering zal het overigens bij veel vennootschappen mogelijk zijn om bijna van dag tot dag de financiële positie te volgen'. Van den Ingh 1998, p. 20.

¹²⁴⁹ Bundel NV en BV, p. IX-art. 108a-1. In dat geval dient de bespreking van eventueel te nemen maatregelen tijdens de vergadering aan de orde te worden gesteld; zie Schwarz (Rechtspersonen), art. 108a BW aant. 2. Volgens Maeijer dient dit apart te worden geagendeerd zie Asser/Maeijer 2-III 2000, nr. 114; anders Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 317.2. Het niet voldoen aan de verplichting uit Art. 2:108a BW kan overigens onder omstandigheden ertoe bijdragen dat sprake is van kennelijk onbehoorlijk bestuur; zie Rechtbank Maas-tricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2 m.nt. Wezeman. Zie hierover hoofdstuk 5. Het kan eveneens bijdragen tot het oordeel dat in een enquêteprocedure sprake is van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen; zie Hof Amsterdam 7 januari 1988, *NJ* 1989/827.

herstructurering. Bij het in Duitsland gehanteerde criterium ging het erom dat de vennootschap niet langer in staat is om onder reguliere marktvoorwaarden van derden financiering te betrekken, dit wil zeggen zonder dat daarvoor door de aandeelhouders of een derde zekerheden worden verstrekt. Bij de hier centraal staande signaleringsplicht kan als indicator worden gehanteerd het gegeven dat de banken niet langer bereid zijn de vennootschap bijkomende financiering te verstrekken zonder daarbij te eisen dat een ingrijpende reorganisatie wordt doorgevoerd.

Het bijeenroepen van de aandeelhoudersvergadering dient te geschieden op het moment de bestuurder wist of behoorde in te zien dat het voortbestaan van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in ongewijzigde vorm problematisch is. Een indicatie dat dit moment bereikt is, kan gevonden worden in het feit dat de vennootschap niet langer in staat is om onder reguliere marktvoorwaarden van derden vreemd vermogen aan te trekken. De bestuurder mag zich daarbij mijns inziens niet achter zijn onwetendheid verschuilen. Voor de beantwoording van de vraag of een bestuurder over de desbetreffende wetenschap had behoren te beschikken, kan mijns inziens aansluiting worden gezocht bij de norm die geldt voor bestuurders in de interne verhouding, in die zin dat een bestuurder geacht kan worden over de desbetreffende wetenschap te hebben beschikt wanneer die wetenschap verwacht mag worden aanwezig te zijn bij een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult en of een redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus zou hebben gehandeld.¹²⁵⁰ In dit verband kan een parallel worden getrokken met de Engelse *wrongful trading*-regeling. In het kader daarvan wordt voor het vaststellen van het moment waarop de bestuurder wist of zich had behoren te realiseren dat voor de vennootschap geen andere uitweg bestond dan dat deze in de toestand van *insolvent liquidation* zou belanden, uitgegaan van datgene wat mag worden verwacht van een toegewijde bestuurder die beschikt over algemene kennis, vaardigheid en ervaring en die zich in een vergelijkbare positie ten opzichte van de vennootschap bevindt. Wanneer het een bestuurder betreft die over meer dan gemiddelde kwalificaties beschikt, wordt aan die test een subjectieve component toegevoegd door specifieke kennis, kunnen en ervaring van de desbetreffende bestuurder in het oordeel te betrekken. Voor wat betreft de interne aansprakelijkheid van bestuurders kan een dergelijke norm naar Nederlands recht gevonden worden in de door de Hoge Raad gegeven invulling van de bestuurdersaansprakelijkheid op grond van Artikel 2:9 BW. Bepalend is datgene wat mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult, waarbij rekening wordt gehouden met de overige door de Hoge Raad in het *Staleman/Van de Ven*-arrest genoemde relevante omstandigheden.

¹²⁵⁰ In vergelijkbare zin Borrius 2003 II, p. 100 e.v. die ten aanzien van de interne en de externe bestuurdersaansprakelijkheid een tendens naar eenzelfde gedragsnorm constateert.

4.2.3. De rol van de aandeelhouders

4.2.3.1. De aandeelhoudersvergadering en het crisisbesluit

De redenen voor het betrekken van de gezamenlijke aandeelhouders in het crisisbeleid zijn hiervoor reeds de revue gepasseerd. Ik heb in dit onderzoek betoogd dat het tegen de achtergrond van de in Nederland geldende bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsorganen voor de hand ligt de besluitvorming omtrent het continueren dan wel reorganiseren of liquideren van de vennootschap, het zogenaamde crisisbesluit, in handen van de aandeelhoudersvergadering te leggen.¹²⁵¹ Uit de bespreking van de aan Boek 2 BW ten grondslag liggende bevoegdheidsverdeling in hoofdstuk 4 blijkt dat de besluitvorming met betrekking tot aangelegenheden die diep ingrijpen in de vennootschappelijke structuur aan de algemene vergadering van aandeelhouders worden toebedeeld. Dit past eveneens in het Europees vennootschapsrechtelijk kader. Uit de Tweede EG-richtlijn inzake vennootschapsrecht blijkt immers dat de gezamenlijke aandeelhouders de beschikking hebben over het kapitaal van de vennootschap. Het ligt in de lijn van deze gedachtegang om beslissingen die eventueel additionele financiering (met behulp van eigen vermogen) vergen, aan de gezamenlijke aandeelhouders op te dragen. Wanneer de aandeelhouders van mening zijn dat de toekomstperspectieven geen nieuwe injectie van risicodragend kapitaal rechtvaardigen, dient vervolgens de liquidatie van de vennootschap te worden ingezet. Dit is eveneens een bevoegdheid die aan de gezamenlijke aandeelhouders toekomt. Uit de bespreking van de bevoegdheidsverdeling tussen de organen van de vennootschap in hoofdstuk 4 bleek immers dat voor het aanvragen van het faillissement doorgaans de medewerking van de aandeelhouders vereist is.¹²⁵² Het bepaalde in Artikel 2:108a brengt bovendien tot uitdrukking dat in de ogen van de wetgever, in ieder geval voor wat betreft de NV, een ernstige achteruitgang van de financiële positie van de vennootschap en de in verband daarmee te treffen maatregelen, aangelegenheden zijn waarover de aandeelhoudersvergadering dient te worden ingelicht en wellicht geconsulteerd. Voor het betrekken van de aandeelhoudersvergadering in het crisisbesluit dient echter wel een wettelijke basis te worden gecreëerd. Ik wees er in hoofdstuk 4 op dat voor zover het crisisbesluit bijvoorbeeld strekt tot het voortzetten van de vennootschap, naar de huidige stand van het recht geen grond bestaat voor het opdragen van de beslissingsbevoegdheid aan de aandeelhoudersvergadering. Het aannemen van inspraak van de aandeelhoudersvergadering op dit punt zou, in de woorden van de Hoge Raad in zowel de *HBG*- als de *ABN AMRO*-zaak, naar de huidige stand van het recht tot rechtsonzekerheid kunnen leiden.¹²⁵³

Wanneer de aandeelhouders door het bestuur worden ingelicht over de financiële moeilijkheden, dient de aandeelhoudersvergadering vervolgens een crisisbesluit te nemen. De aandeelhouders kunnen de liquidatie en ontbinding van de ven-

¹²⁵¹ Zie hoofdstuk 4.

¹²⁵² Art. 2:135/246 BW. Voor zover statutair niet anders is bepaald, kan de faillissementsaanvraag door de vennootschap slechts in opdracht van de aandeelhoudersvergadering geschieden. Zie eveneens Van Eeghen 2006, p. 18 en p. 29 e.v.

¹²⁵³ Zie in dit verband hoofdstuk 4, paragraaf 3.4.1.

nootschap in gang zetten dan wel het bestuur machtigen het faillissement van de vennootschap aan te vragen voor zover dit noodzakelijk is. Zij kunnen het bestuur tevens vragen een reorganisatieplan op te stellen. Als alternatief kunnen zij overwegen om de vennootschap extra kapitaal ter beschikking te stellen, al dan niet gepaard gaande met een reorganisatie. Het is de taak van het bestuur om de aandeelhouders in te lichten over de ter beschikking staande mogelijkheden. Denkbaar is dat tussen de aandeelhoudersvergadering en het bestuur verschil van inzicht bestaat over de te nemen maatregelen. Wanneer de aandeelhouders de vennootschap bijvoorbeeld in ongewijzigde vorm willen voortzetten terwijl dit naar het oordeel van het bestuur, gezien de financiële moeilijkheden waarin de vennootschap verkeert, niet acceptabel is, zullen de bestuurders ontslag moeten nemen.

4.2.3.2. *Aandeelhouders en de belangen van de crediteuren*

Wanneer de bevoegdheid tot het nemen van het crisisbesluit aan de aandeelhoudersvergadering wordt toevertrouwd, laat zich de vervolgvraag stellen in hoeverre de aandeelhouders bij die besluitvorming oog dienen te hebben voor de belangen van de crediteuren en de potentiële benadeling waartoe het (ongewijzigd) voortzetten van de activiteiten van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap aanleiding kan geven.

4.2.3.2.1. *Belangenbehartiging door de aandeelhouder in het algemeen*

De redelijkheid en billijkheid stellen niet enkel eisen aan de besluitvorming van de aandeelhoudersvergadering als orgaan maar eveneens aan het gedrag van individuele aandeelhouders. In de literatuur wordt verdedigd dat de eisen die door de redelijkheid en billijkheid aan het gedrag van de aandeelhouder worden gesteld, afhankelijk zijn van in de eerste plaats de positie die de desbetreffende aandeelhouder binnen de vennootschap inneemt¹²⁵⁴ en in de tweede plaats de aard van de te nemen besluiten.¹²⁵⁵ Het externe equivalent van de redelijkheid en billijkheid kan gevonden worden in de maatschappelijke betamelijkheid. Waar de redelijkheid en billijkheid zorgen voor de normering van het gedrag van de bij de vennootschap betrokkenen in de interne kring, zorgt de maatschappelijke betamelijkheid voor een normering van het gedrag van de vennootschappelijke zeggenschaphouders jegens externe derden die als belanghebbenden bij de vennootschap kunnen worden aangemerkt. Van oudsher mag de aandeelhouder bij het uitoefenen van de aan zijn aandelen verbonden rechten in beginsel zijn eigen belang voorop stellen. Op dit uitgangspunt worden echter in toenemende mate restricties aangebracht. De aandeelhouder dient in ieder geval een zekere ondergrens te respecteren. Die ondergrens wordt bepaald door de genoemde eisen van redelijkheid en billijkheid alsmede door de maatschappelijke betamelijkheid. De aandacht gaat daarbij hoofdzakelijk uit naar de aandeelhouder die in staat is de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders te bepalen. Het besluit dat grotendeels door zijn toedoen tot stand is gekomen, dient de genoemde grens te respecteren. Zo worden bij-

¹²⁵⁴ Van den Ingh 2000 II, p. 207 e.v.; Verdam 2003, p. 20 e.v.

¹²⁵⁵ De Kluiver 2000, p. 239. Zie hierover hoofdstuk 8.

voorbeeld steeds vaker eisen gesteld aan het gedrag van ‘grote’ aandeelhouders.¹²⁵⁶ In dit kader kan gewezen worden op de toenemende aandacht voor de rol en functie van institutionele beleggers als bewakers van de vennootschappelijke *checks and balances*.¹²⁵⁷ Verdam stelt zich de vraag of dit gegeven ertoe leidt dat de aandeelhouder bij de uitoefening van zijn stemrecht alle bij de vennootschap betrokken belangen in overweging moet nemen en daarbij een minder belangrijke plaats moet toekennen aan zijn eigen belang. De belangenafweging die van de aandeelhouder verwacht wordt, zou zich daardoor begeven in de richting van de belangenafweging waartoe het bestuur en/of de raad van commissarissen gehouden zijn. Dit gevaar is mijns inziens inderdaad reëel. Wanneer het echter een aandeelhouder betreft die in vergaande mate zijn stempel drukt op het vennootschappelijke beleid, is een dergelijke verzwaarde belangenafweging mijns inziens niet zonder meer bezwaarlijk en onder omstandigheden zelfs gerechtvaardigd.

4.2.3.2.2. Belangenbehartiging in (financiële) crisistijd

De rol van de individuele aandeelhouder dient te worden geabstraheerd van die van de gezamenlijke aandeelhouders verenigd in de algemene vergadering.¹²⁵⁸ De aandeelhoudersvergadering als orgaan vormt het collectief waarin de kapitaalverschaffers binnen de vennootschap zetelen en de mogelijkheid hebben om hun invloed op het bestuur te doen gelden. Een cruciaal onderscheid bestaat tussen de aandeelhoudersvergadering als orgaan waarin de kapitaalverschaffers zijn vertegenwoordigd en de rol van de individuele aandeelhouder binnen de vennootschappelijke sfeer. Door zijn participatie in het kapitaal van de vennootschap treedt de aandeelhouder toe tot het collectief. Besluiten van de aandeelhoudersvergadering als orgaan kunnen niet door derden, waaronder crediteuren, worden aangetast. Dit neemt echter niet weg dat een individuele aandeelhouder, onder omstandigheden, door gelaedeerde derden op zijn rol in die vennootschappelijke besluitvorming kan worden aangesproken. De vraag in welke mate van individuele aandeelhouders een meervoudige belangenbehartiging kan worden verwacht en in hoeverre deze op een gebrekkige belangenbehartiging kunnen worden aangesproken, kwam aan de orde in hoofdstuk 8. Ik heb betoogd dat voor het vaststellen van de omvang van de (eventueel) op de aandeelhouder rustende zorgplicht een onderscheid dient te worden gemaakt tussen de verschillende soorten kapitaalvennootschappen en meer in het bijzonder naar de daarmee gepaard gaande verschillen in aandeelhouderspositie. De meervoudige belangenbehartiging die van de aandeelhouder mag worden verwacht, is afhankelijk van de wijze waarop aan het aandeelhouderschap invulling wordt gegeven en de positie die de aandeelhouder dientengevolge binnen het vennootschappelijke verband inneemt. Ik heb in dit verband gewezen op de glijdende schaal van aandeelhouders. Hoe groter de identificatiegraad tussen de aandeelhouder en de vennootschap, des te gezaghebbender is de rol van de aandeelhouder binnen het vennootschappelijk verband. Naarmate de identificatiegraad toeneemt,

¹²⁵⁶ Zie in dit verband Steins Bisschop 2006 II, p. 217 die wijst op de plicht tot belangenbehartiging door de activistische aandeelhouder.

¹²⁵⁷ Zie in dit verband onder meer Verdam 2005, p. 196-207.

¹²⁵⁸ Zie hierover eveneens Verdam 2005, p. 204 e.v.

mag van de aandeelhouder meer zorgvuldigheid en een ruimere belangenbehartiging worden verwacht. Naast de wijze waarop de aandeelhouder aan zijn aandeelhouderschap invulling geeft en de positie die hij dientengevolge binnen het vennootschappelijke verband inneemt, kan voor wat betreft de gehoudenheid tot belangenbehartiging eveneens gewicht worden toegekend aan de aard en inhoud van het te nemen besluit.¹²⁵⁹ Het crisisbesluit is een besluit dat niet louter intern, binnen het vennootschappelijke verband, maar ook extern, voor derden, vergaande consequenties heeft. In die gevallen waarin het nemen van een dergelijk besluit zich aandient, treden bovendien de belangen van de crediteuren op de voorgrond. Het voorgaande maakt het verdedigbaar dat van de individuele aandeelhouders in crisissituaties in ieder geval een meervoudige belangenbehartiging mag worden verwacht.

4.3. *Verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid in financiële crisistijd*

4.3.1. Bestuurdersverantwoordelijkheid en aansprakelijkheid

Het bestuur van de vennootschap heeft een belangrijke verantwoordelijkheid ten aanzien van het signaleren van (opkomende) financiële moeilijkheden. Het bestuur dient de financiële situatie binnen de vennootschap op de voet te volgen, daarover verantwoording af te leggen en indien nodig de aandeelhouders te informeren. De signalering en de informatievoorziening door het bestuur is onontbeerlijk in het geschetste systeem van besluitvorming en meervoudige belangenbehartiging door aandeelhouders in crisissituaties. Van aandeelhouders die niet in kennis worden gesteld van het bestaan van de financiële moeilijkheden, kan niet worden verwacht dat zij daarop anticiperen. Het zijn de bestuurders die, wanneer zij ten aanzien van de signaleringsplicht in gebreke blijven, daarop moeten kunnen worden aangesproken. In dit verband dienen twee vormen van aansprakelijkheid te worden onderscheiden. In de eerste plaats is er de interne verantwoordelijkheid en eventuele aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap wegens het niet tijdig onderkennen en signaleren van de financiële moeilijkheden. In de tweede plaats dienen bestuurders die zich de belangen van crediteuren onvoldoende aantrekken, in de externe verhouding jegens crediteuren aansprakelijk te kunnen worden gesteld wegens handelen in strijd met de maatschappelijke betamelijkheid. Tegen de achtergrond van deze twee aansprakelijkheidsgronden dienen twee verschillende omslagpunten te worden gemarkeerd. Het eerste omslagpunt werd hiervoor aangeduid met de term 'crisismoment' en geeft aan wanneer de bestuurders de aandeelhouders dienen in te lichten over de deplorabele financiële toestand waarin de vennootschap verkeert. Dit is het geval wanneer de bestuurders weten of behoren in te zien dat de financiële moeilijkheden waarin de vennootschap verkeert dermate hoog zijn opgelopen dat ongewijzigd voortbestaan, zonder ingrijpende reorganisatie en/of kapitaalinjectie, niet langer mogelijk is. Ik gaf hiervoor reeds aan dat een

¹²⁵⁹ De Kluiver 2000, p. 239. Ik wees in hoofdstuk 8 op de visie van De Kluiver die aangeeft dat de eisen die door de redelijkheid en billijkheid worden gesteld, worden beïnvloed door de aard, inhoud en gevolgen van het genomen besluit.

van de belangrijkste indicatoren voor het bereiken van dat punt gevonden kan worden in het feit dat de vennootschap niet langer in staat is om onder reguliere marktvoorwaarden vreemd vermogen aan te trekken. Dit eerste omslagpunt of crisismoment regardeert een louter interne kwestie en speelt zich chronologisch gezien af op een eerder moment dan het tweede omslagpunt. Dit tweede omslagpunt is het zogenaamde *Beklamel*-moment en geeft aan wanneer de financiële moeilijkheden dermate vergevorderd zijn dat de bestuurder zich, op straffe van aansprakelijkheid, dient te onthouden van het aangaan van overeenkomsten met derden. Op het eerste zogenaamde crisismoment kan de benadeling van crediteuren wellicht nog worden voorkomen of beperkt. Op het tweede moment is de benadeling van crediteuren daarentegen gegeven. Het schenden van de signalerings-/informatieplicht jegens de aandeelhouders dient mijns inziens in de interne verhouding tot bestuurdersaansprakelijkheid te kunnen leiden.¹²⁶⁰ Een dergelijke aansprakelijkstelling zal de vennootschapscrediteuren echter niet kunnen baten aangezien de bestuurders enkel in de interne, vennootschappelijke kring tot signalering gehouden zijn. Schuldeisers kunnen niet rechtstreeks de naleving van een dergelijke plicht afdwingen. De vennootschapscrediteuren kunnen echter wel een beroep doen op de regels van de externe bestuurdersaansprakelijkheid. De aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad en de wijze waarop daaraan in de Nederlandse jurisprudentie ten aanzien van de bestuurdersaansprakelijkheid invulling is gegeven, biedt daartoe de mogelijkheid. De bestuurders blijven immers, ondanks de bevoegdheid van de aandeelhoudersvergadering ten aanzien van het crisisbesluit, uit hoofde van hun collectieve

¹²⁶⁰ Een dergelijke signaleringsplicht kennen we naar huidig recht niet. In hoofdstuk 5 gaf ik echter aan dat het niet naleven van een wettelijke plicht zoals de plicht die voor het bestuur uit Art. 2:108a BW voortvloeit, een reden kan zijn voor interne aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap op grond van onbehoorlijke taakvervulling in de zin van Art. 2:9 BW. In de literatuur zijn wel vraagtekens geplaatst bij de vraag of het enkele feit dat niet voldaan is aan Art. 2:108a BW voldoende is om het oordeel van kennelijk onbehoorlijk bestuur te rechtvaardigen. Het onvoldoende verstrekken van informatie aan aandeelhouders kan onder omstandigheden overigens een grond opleveren voor wanbeleid. Zie in dit verband HR 21 februari 2003, *JOR* 2003/58 m.nt. M. Brink (*Viba I*). De Hoge Raad oordeelde in deze zaak dat een enkele gedraging zoals het onvoldoende verstrekken van informatie aan de aandeelhouders 'met betrekking tot een voor de onderneming belangrijk onderwerp' tot wanbeleid kan leiden. In casu was daarvan echter geen sprake nu dit: '(...) niet opzettelijk is gebeurd en tot geen ander gevolg heeft geleid dan de mogelijkheid dat bij een deel van de aandeelhouders de niet met de werkelijkheid overeenstemmende indruk bleef bestaan dat met betrekking tot het onderwerp in kwestie sprake was van volstrekt onaanvaardbare belangenverstrengeling'. (R.o. 3.4.3 van de Hoge Raad). Het bewustzijn ten aanzien van het nalaten van de informatieverstrekking en de nadelige gevolgen daarvan voor de onderneming zijn kennelijk relevant voor de kwalificatie wanbeleid. Zie in die zin Brink in zijn noot bij deze uitspraak onder nr. 4. Zie eveneens Timmerman 2003 I, p. 1634-1635. De Ondernemingskamer was overigens later in een nieuw ingestelde enquêteprocedure ten aanzien van het beleid bij *Viba* eveneens van oordeel dat van wanbeleid geen sprake was; Hof Amsterdam (OK) 5 augustus 2005, *JOR* 2005/241 (*Viba II*). Het enkele overschrijden van de in Art. 2:108a BW opgenomen termijn van drie maanden is eveneens onvoldoende teneinde in een enquêteprocedure het oordeel van wanbeleid te rechtvaardigen; Hof Amsterdam (OK) 18 januari 2006, *JOR* 2006/46 (*Laurus*). Van belang is dat in casu, weliswaar na het overschrijden van de termijn met elf dagen, alsnog een AvA werd gehouden waarin aan de aandeelhouders een reddingsplan werd voorgelegd.

bestuurstaak gehouden zich voldoende over de financiële situatie binnen de vennootschap te informeren. Zij zijn belast met het voeren van het dagelijks beleid van de vennootschap en zijn dientengevolge als eerste geplaatst om in te grijpen teneinde benadeling van derden te voorkomen. De bestuurder is op grond van de *Beklammel*-regel aansprakelijk jegens de crediteuren van de vennootschap indien hij in naam van de vennootschap verplichtingen is aangegaan terwijl hij wist of behoorde te weten dat deze die niet, binnen redelijke termijn, zou kunnen nakomen en geen verhaal zou kunnen bieden voor de daaruit voor de wederpartij voortvloeiende schade.

Beide omslagpunten gaan uit van een bepaalde bij de bestuurders aanwezige wetenschap. Bij het crisismoment gaat het om het weten of behoren te weten dat de financiële moeilijkheden waarin de vennootschap verkeert dermate hoog zijn opgelopen dat ongewijzigd voortbestaan, zonder ingrijpende reorganisatie en/of kapitaalinjectie, niet langer mogelijk is. Bij het tweede omslagpunt gaat het om het weten of behoren te weten dat de vennootschap niet in staat is aan de uit de met de derden gesloten overeenkomst voortvloeiende verplichtingen te voldoen noch verhaal zal bieden voor de daardoor voor de wederpartij ontstane schade. De bestuurder mag zich daarbij niet verschuilen achter zijn onwetendheid indien hij zich dit wel had behoren te realiseren. Ik heb er reeds op gewezen dat bij het beantwoorden van de vraag of de bestuurder over de vereiste wetenschap had behoren te beschikken, kan worden aangehaakt bij de wetenschap die verwacht mag worden aanwezig te zijn bij een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult en of een redelijk denkend bestuurder – onder dezelfde omstandigheden – aldus zou hebben gehandeld.¹²⁶¹

Zoals gezegd kunnen de aandeelhouders, wanneer zij van mening zijn dat de vennootschap aan een reorganisatie dient te worden onderworpen, het bestuur vragen een reorganisatieplan op te stellen. Bij de reorganisatie dient voldoende zorgvuldigheid te worden betracht. Op het bestuur rust terzake, jegens de vennootschap, een inspanningsverplichting. De interne bestuurdersaansprakelijkheid gaat niet zover dat het bestuur moet garanderen dat de vennootschap, na het uitvoeren van de voorgestelde reorganisatiemaatregelen, wederom op rendabele wijze aan het economisch verkeer zal kunnen deelnemen en een faillissement definitief is afgewend. Bepalend is of daarbij voldoende zorgvuldigheid in acht is genomen. Ik wees in dit verband in hoofdstuk 5 reeds op de uitspraak van het Hof Den Haag van 7 oktober 1997¹²⁶² waarin tot interne bestuurdersaansprakelijkheid werd geconcludeerd op grond van een onvoldoende voorbereiding en cijfermatige onderbouwing van het saneringsplan. Voor de vraag of een bestuurder aan de op hem jegens de vennootschap rustende inspanningsverbintenis heeft voldaan is bepalend datgene wat onder gelijke omstandigheden mag worden verwacht van een bestuurder die voor zijn taak berekend is en deze nauwgezet vervult. Daarbij zullen de in het *Staleman/Van de Ven*-arrest genoemde omstandigheden in acht dienen te worden genomen. Waar het het reorganisatiebesluit betreft zal derhalve beslissend zijn of

¹²⁶¹ In vergelijkbare zin Borrius 2003 II, p. 100 e.v. die ten aanzien van de interne en de externe bestuurdersaansprakelijkheid een tendens naar eenzelfde gedragsnorm constateert.

¹²⁶² Hof Den Haag 7 oktober 1997, *JOR* 1997/141.

het bestuur, bovenstaande maatstaf in acht nemende, kon en mocht verwachten dat de vennootschap met de voorgestelde herstructurering een reële kans op overleven zou hebben.

4.3.2. Aandeelhoudersverantwoordelijkheid en aansprakelijkheid

Nadat het bestuur de aandeelhouders over de financiële moeilijkheden heeft ingelicht en de gezamenlijke aandeelhouders verder heeft geïnformeerd over de toekomstperspectieven van de vennootschap en de mogelijk te nemen maatregelen, dient door de aandeelhoudersvergadering het zogenaamde crisisbesluit te worden genomen. De aandeelhoudersvergadering kan besluiten om tot een eventuele reorganisatie over te gaan, daarbij al dan niet de vennootschap van nieuw eigen vermogen te voorzien of de activiteiten van de vennootschap te staken. Wanneer de aandeelhoudersvergadering van mening is dat de vennootschap moet worden gereorganiseerd, dient daartoe door het bestuur een reorganisatievoorstel te worden opgesteld en vervolgens een reorganisatiebesluit te worden genomen. Die reorganisatie kan zowel bestaan uit een herstructurering van de bedrijfsactiviteiten als een financiële reorganisatie of een combinatie van beiden. Teneinde een herfinanciering van de vennootschap tot stand te brengen, kan overwogen worden om daartoe gebruik te maken van risicodragend kapitaal afkomstig van de banken. Ik heb er echter reeds op gewezen dat, wanneer de vennootschap in vergaande financiële moeilijkheden verkeert, de bank niet snel geneigd zal zijn om de vennootschap onder reguliere marktvoorwaarden nieuw kapitaal te doen toevloeien zonder daarbij nadere eisen te stellen ten aanzien van bijvoorbeeld de bedrijfsvoering in de toekomst. Vaak gaat het opzetten van een reddingsoperatie in samenwerking met de banken tevens gepaard met een omzetting van bestaande vorderingen in aandelenkapitaal. Daarnaast kunnen de aandeelhouders ervoor kiezen om, de vennootschap van nieuw risicodragend kapitaal te voorzien. Een vraag in dit verband die vooralsnog grotendeels onbeantwoord is gebleven betreft de gehoudenheid en verantwoordelijkheid van de aandeelhouder om aan een eventuele reorganisatie zijn medewerking te verlenen. Deze vraag kwam aan de orde bij de voorgestelde herstructurering van Gorillapark BV. De financiële toestand van de vennootschap in kwestie was van dien aard dat voor haar voortbestaan werd gevreesd. In het kader daarvan werd voorgesteld een financiële reorganisatie door te voeren die gepaard zou gaan met een emissie, welk voorstel op de instemming van alle aandeelhouders met uitzondering van één kon rekenen. De desbetreffende aandeelhouder weigerde met een gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst in te stemmen. Volgens de President van de rechtbank was de weigering in strijd met de redelijkheid en billijkheid. Dit vonnis werd later bekrachtigd door het hof dat van oordeel was dat het beroep van de recalcitrante aandeelhouder op bepalingen uit de eerdere aandeelhoudersovereenkomst diende te worden afgewezen aangezien de toepassing daarvan 'naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar' was.¹²⁶³ De financiële toestand waarin de vennootschap verkeerde was, naar het oordeel van het hof,¹²⁶⁴

¹²⁶³ President Rechtbank Amsterdam 20 december 2001, *JOR* 2002/26.

¹²⁶⁴ Hof Amsterdam 25 april 2002, *JOR* 2002/128.

dermate precair dat aangenomen kon worden dat de vennootschap bij gebreke van additioneel kapitaal zeer waarschijnlijk failliet zou gaan. De situatie was daardoor dermate klemmend dat het belang van de aandeelhouder bij het naleven van de uit die eerdere overeenkomst voortvloeiende ‘anti-verwateringsclausule’ mocht worden achtergesteld bij de belangen van de wederpartij. Als belangrijke omstandigheden van het geval werden in dit verband aangemerkt: het feit dat de toekomst en het voortbestaan van de vennootschap afhankelijk was van de financiële herstructurering, dat alle redelijk mogelijke pogingen waren ondernomen teneinde op andere wijze in de financiering te voorzien alsmede dat twaalf van de dertien aandeelhouders die gezamenlijk 97% vertegenwoordigden, ondanks de belangenverwatering, aan de herstructurering hun medewerking hadden verleend. Daartegenover staat dat het wegvallen van de bescherming van de desbetreffende bepaling uit de eerdere aandeelhoudersovereenkomst voor de aandeelhouder in kwestie slechts een minimale verwatering teweegbracht. Uit het oordeel van de president en het hof in deze zaak blijkt dat de redelijkheid en billijkheid onder omstandigheden met zich kunnen brengen dat de aandeelhouder gehouden is aan een voorgestelde reorganisatie zijn medewerking te verlenen.¹²⁶⁵ Die gehoudenheid tot medewerking gaat overigens niet zó ver dat van hem verlangd kan worden de vennootschap van nieuw kapitaal te voorzien.¹²⁶⁶ De President van de Ondernemingskamer overwoog in deze zaak dienaangaande: ‘Een en ander zou anders kunnen zijn, wanneer van IIP zou worden verlangd dat zij (meer) geld stopt in een onderneming, waarvoor zij het risico niet langer wil nemen’. Dit komt overeen met de in Artikel 2:81/192 BW neergelegde regeling inhoudende dat aan een aandeelhouder niet, zelfs niet bij wijze van statutenwijziging, tegen zijn wil verplichtingen kunnen worden opgelegd die de storting tot het nominale bedrag van het aandeel te boven gaan. Aan een financiële reorganisatie waarbij de vennootschap van additioneel eigen vermogen wordt voorzien, kan gestalte worden gegeven door van de bestaande aandeelhouders een bijstorting te vragen dan wel door een emissie van aandelen. In het eerste geval is steeds de medewerking van de individuele aandeelhouders vereist.¹²⁶⁷ Gebleken is dat binnen de aandeelhoudersvergadering verschil van mening kan bestaan over de verdere financiering van een noodlijdende vennootschap en de ten aanzien daarvan te nemen maatregelen. De gang naar de rechter kan in dergelijke gevallen wellicht uitkomst bieden.¹²⁶⁸ Een manier om de impasse te doorbreken is

¹²⁶⁵ Zie in dit verband De Kluiver 2006, p. 37 e.v.

¹²⁶⁶ Zie in dit verband eveneens Bartman 2004, p. 11.

¹²⁶⁷ Voor wat betreft de al dan niet vereiste medewerking van de aandeelhouders aan de emissie is van belang bij wie de emissiebevoegdheid berust. Die bevoegdheid komt in beginsel toe aan de aandeelhoudersvergadering maar kan bij besluit dan wel statutair aan een ander orgaan worden opgedragen; Art. 2:96/206 lid 1 BW. Zie over de bevoegdheidsverdeling terzake hoofdstuk 4.

¹²⁶⁸ Zie in dit verband De Kluiver 2006, p. 31-49 die in dit verband naast de uitspraak in de zaak Gorillapark onder meer wijst op de *Skygate* beschikkingen van de Hoge Raad van 19 oktober 2001 (*JOR* 2002/5); *Decidewise International BV* OK 15 november 2001, *JOR* 2002/6; *Alcas Holding BV* OK 29 november 2002, *JOR* 2003/8. De genoemde zaken hebben met elkaar gemeen dat een impasse bestond in de aandeelhoudersvergadering ten aanzien van de verdere financiering van de vennootschap welke impasse in een enquêteprocedure werd voorgelegd aan de Ondernemingskamer. Een dergelijke impasse kan kennelijk reden geven om aan een juist

de overname van het aandelenpakket van de recalcitrante aandeelhouder door de overige aandeelhouders die wel in de toekomst van de vennootschap wensen te investeren. De weigering van een dergelijke overdracht door de tegenstribbelende aandeelhouder kan onder omstandigheden een grond voor uitstoting opleveren.¹²⁶⁹ Wanneer niet alle aandeelhouders bereid worden gevonden de vennootschap van nieuw kapitaal te voorzien, mag naar redelijkheid worden verwacht dat de vermogensverstrekkingen door de overige aandeelhouders in de zeggenschapsverhoudingen binnen de vennootschap worden vertaald. De Ondernemingskamer overwoog in Alcas Holding BV dienaangaande het volgende:

‘Nadat zij zulks reeds eerder hebben gedaan kan van Parnib en First Global in redelijkheid niet worden gevergd dat zij andermaal vermogen verstrekken aan de vennootschap zonder dat ook Van der Horst als aandeelhouder daaraan op enige wijze – pro rata parte – deelneemt of, indien hij zulks niet zou wensen te doen, zonder dat de vermogensverstrekking op enige wijze tot uitdrukking zou komen in de (zeggenschaps) verhoudingen binnen de vennootschap’.¹²⁷⁰

De Kluiver overloopt, in zijn bijdrage aan het op 11 en 12 november 2005 gehouden congres dat in het teken stond van de financiering van de onderneming, een aantal mogelijkheden om de geschetste problematiek inzake de voortfinanciering (De Kluiver gebruikt hiervoor de term ‘doorfinanciering’) van op de afgrond balanceerende vennootschappen vooraf te ecarteren. Een van de mogelijkheden betreft het contractueel of statutair opnemen van een clause op basis waarvan de aandeelhouder die de vennootschap niet van additionele financiering wenst te voorzien, gehouden is vóór emissie en een eventueel daarvoor noodzakelijke statutenwijziging te stemmen. In ruil daarvoor kan worden bedongen dat de overige aandeelhouders zich ertoe verplichten in dergelijke omstandigheden de desbetreffende aandeelhouder uit te kopen.¹²⁷¹ Artikel 2:81/192 BW staat in beginsel aan het opnemen van een dergelijke verplichting op statutaire basis in de weg.¹²⁷² Het vooront-

beleid te twijfelen en voorlopige voorzieningen te treffen. Onder omstandigheden kan zelfs sprake zijn van wanbeleid. Zie in dit verband OK 18 januari 2001, *JOR* 2001/35. De Kluiver wijst erop dat de gang naar de Ondernemingskamer niet de meest geëigende weg is teneinde een dergelijke redetwist tussen aandeelhouders te beslechten. Een dergelijke toetsing gaat zijns inziens voorbij aan de eigenlijke kwestie namelijk het conflict tussen aandeelhouders. De redelijkheid en billijkheid bieden een betere toetsingsmaatstaf voor een dergelijk conflict, aldus De Kluiver. Het adresseren van de rechter in kort geding ligt naar zijn oordeel onder dergelijke omstandigheden meer voor de hand. Ik ga op deze problematiek niet verder in.

¹²⁶⁹ President Rechtbank Breda 13 maart 1998, *JOR* 1998/61.

¹²⁷⁰ OK 29 november 2002, *JOR* 2003/8 r.o. 3.4.

¹²⁷¹ De Kluiver 2006, p. 46-47. Hierbij zullen afspraken moeten worden gemaakt over de waardering van de aandelen. Het vastleggen van de afspraken ten aanzien van de ‘noodzaakfinanciering’ op contractuele basis, biedt in dit verband meer vrijheid dan wanneer daaraan gestalte is gegeven in een statutaire regeling. Zie hierover De Kluiver 2006, p. 46-47. Ik ga hier niet verder in op de vraag in hoeverre de statuten het mogelijk maken om aan de aandeelhouders extra verplichtingen op te leggen die in dit verband onder meer Dortmund 2003, p. 333-336 en het proefschrift van Rensen 2005.

¹²⁷² De Kluiver 2006, p. 46. Zie in dit verband Rensen 2005 die van mening is dat wanneer de aandeelhouders daarmee instemmen, een additionele financieringsplicht in de statuten kan worden opgenomen.

werp ten aanzien van de versoepeling van het BV-recht beoogt hier wijziging in te brengen. In dat voorstel wordt de mogelijkheid gecreëerd om bij of krachtens de statuten aan de aandeelhouders additionele verplichtingen op te leggen, mits die verplichtingen voldoende nauwkeurig bepaald zijn.¹²⁷³ Zoals De Kluiver terecht aangeeft, levert de weigering van een aandeelhouder om de vennootschap van een nieuwe kapitaalinjectie te voorzien, geen grond op voor uitstoting.¹²⁷⁴

Het crisisbesluit van de gezamenlijke aandeelhouders kan, zoals gezegd, leiden tot het staken van de vennootschap of een reorganisatie die eventueel gepaard gaat met een herfinanciering van de vennootschap met behulp van vreemd vermogen of eigen vermogen. Dat eigen vermogen kan daarbij zowel afkomstig zijn van zittende als van nieuwe aandeelhouders. Niets staat er overigens aan in de weg dat de aandeelhouders de vennootschap in de bestaande vorm en zonder nieuwe kapitaalinjectie continueren, indien zij in de overtuiging verkeren dat voor de vennootschap een positieve levensprognose bestaat. De belangen van de schuldeisers dienen daarbij echter, gezien de meervoudige belangenbehartiging die van de aandeelhouder in dergelijke omstandigheden mag worden verwacht, in voldoende mate te worden afgewogen. Wanneer onvoldoende rekening wordt gehouden met de belangen van de crediteuren en de vennootschap uiteindelijk niet meer in staat is haar verplichtingen te voldoen, kunnen de crediteuren als *ultimum remedium* trachten de bestuurders aansprakelijk stellen op grond van de *Beklamel*-regel. Indien de bestuurders het dus niet eens zijn met de opvatting van de aandeelhoudersvergadering omtrent het ongewijzigd voortzetten van de vennootschap, doen zij er goed aan ontslag te nemen. Wanneer de vennootschap te lang wordt voortgezet en crediteuren daardoor worden benadeeld, riskeren zij immers aansprakelijkheid op grond van de *Beklamel*-regel. Interessant is daarnaast of en in hoeverre de crediteuren zouden moeten worden beschermd tegen een te egoïstische besluitvorming door de aandeelhouders. Ik stel immers voor om het crisisbesluit in handen van de aandeelhoudersvergadering te leggen. De in het voorgaande besproken meervoudige belangenbehartiging die van de aandeelhouders in crisissituaties mag worden verwacht dient mijns inziens te worden onderscheiden van een meer vergaande zorgplicht voor de belangen van de vennootschapscrediteuren die bij een schending daarvan tot aansprakelijkheid van de aandeelhouder kan leiden. Zoals gezegd kan een aandeelhouder niet gedwongen worden om de vennootschap tegen zijn wil van nieuw kapitaal te voorzien. Wanneer de vennootschap in vergaande financiële moeilijkheden verkeert en het crisismoment is aangebroken, zijn de grenzen van de beperkte aansprakelijkheid mijns inziens echter bereikt. Wanneer de vennootschap op een faillissement afstevent, dient voor de benadeling van de crediteuren te worden gewaakt. Aandeelhouders die op het crisismoment beslissen om de activiteiten van de vennootschap voort te zetten en deze niet met nieuw vermogen uit te rusten en verder geen maatregelen te nemen teneinde de benadeling van de crediteuren te voorkomen, verdienen mijns inziens onder omstandigheden niet langer de mogelijkheid om zich achter het schild van de beperkte aansprakelijkheid te verschuilen.

¹²⁷³ Tweede tranche van het ambtelijk voorontwerp strekkende tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid. De Kluiver 2006, p. 48.

¹²⁷⁴ Zie in dit verband Hof Amsterdam 11 maart 2004, JOR 2004/190 (*Pito BV/Booij*).

Bij de bespreking van de Duitse regeling inzake de achterstelling van aandeelhoudersleningen bleek immers dat het uitrusten van de vennootschap met voldoende kapitaal, eveneens een rechtvaardiging vormt voor de beperkte aansprakelijkheid. Wanneer de vennootschap niet langer over voldoende kapitaal beschikt teneinde in juridische zin als rechtspersoon een zelfstandig leven te leiden naast dat van haar participanten, zijn de grenzen van de beperkte aansprakelijkheid bereikt. Centraal staat hier evenwel de vraag naar de aansprakelijkheid van de individuele aandeelhouder en niet van de aandeelhoudersvergadering als collectief. Het crisisbesluit wordt door de aandeelhouders gezamenlijk in de aandeelhoudersvergadering genomen. Een besluit afkomstig van de aandeelhoudersvergadering waarbij geen rekening wordt gehouden met externe belangen, biedt echter geen grond voor de aansprakelijkheid van de aandeelhoudersvergadering als collectief. Een orgaan van de vennootschap kan in beginsel niet door derden op haar besluitvorming worden aangesproken.¹²⁷⁵ Ruimte voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder(s) zal er enkel zijn indien de schadeberokkenende gedraging kan worden herleid tot een onrechtmatige daad van een individuele aandeelhouder. Daarvan is sprake wanneer de aandeelhouder in strijd handelt met de maatschappelijke betamelijkheid. Hier van kan sprake zijn wanneer hij een op hem rustende zorgplicht jegens de crediteuren van de vennootschap schendt. Of op de desbetreffende aandeelhouder een dergelijke vergaande zorgplicht jegens de crediteuren rust, is mijns inziens sterk afhankelijk van de omstandigheden van het geval. In de risicosfeer begeeft zich mijns inziens de aandeelhouder die op de hoogte was van de benadeling en bovendien is staat was om een dergelijke benadeling van de crediteuren te voorkomen. Dit impliceert dat de aandeelhouder in staat moet zijn geweest de wilsvorming binnen de aandeelhoudersvergadering te bepalen of daarop een wezenlijke invloed uit te oefenen.¹²⁷⁶ Het verhoogt risico op aandeelhoudersopportunisme is gelegen in de gezaghebbende rol die de aandeelhouder binnen de vennootschap, en in dit geval binnen de aandeelhoudersvergadering, bekleedt. Zeker op een moment waarop de grenzen van de beperkte aansprakelijkheid zijn bereikt, verdienen de crediteuren onder omstandigheden bescherming tegen dit aandeelhoudersopportunisme. Wanneer de aandeelhouder de besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering volledig naar zijn hand kan zetten en daarbij onvoldoende rekening houdt met de belangen van de crediteuren, kan mijns inziens reden bestaan voor aansprakelijkheid jegens de crediteuren van de vennootschap. Het moet daarbij wel gaan om de situatie waarin de besluitvorming in de AvA terug te voeren is op het handelen van een of een groep dominante aandeelhouders. Voor het aannemen van een op een dergelijke aandeelhouder rustende zorgplicht jegens de vennootschapscrediteuren kunnen twee redenen worden aangevoerd. In de eerste plaats zijn de grenzen van de beperkte aansprakelijkheid bereikt waardoor mijns inziens van iedere aandeelhouder een versterkte behartiging van de belangen van de crediteuren mag worden

¹²⁷⁵ Met uitzondering van het bestuur dat door de curator wordt aangesproken op grond van Art. 2:138/248 BW. Zie over deze grond voor bestuurdersaansprakelijkheid hoofdstuk 5.

¹²⁷⁶ Ik wees in het vorige hoofdstuk reeds op de visie van Verdam die van mening is dat de grenzen van de redelijkheid en billijkheid zich in dat geval eerder opdringen; Verdam 2003, p. 22. Ik ben van mening dat hetzelfde geldt voor de grenzen van de maatschappelijke betamelijkheid, wanneer de vennootschap in een financiële crisissituatie verkeert.

verwacht. In de tweede plaats kan de rechtvaardiging gevonden worden in de aard en de inhoud van het te nemen besluit. Ik wees er reeds op dat het crisisbesluit een besluit is dat niet enkel intern binnen het vennootschappelijk verband maar ook extern voor derden vergaande consequenties heeft. Een aandeelhouder die de mogelijkheid heeft om de uitkomst van een dergelijk besluit te bepalen, heeft eveneens de mogelijkheid om met die besluitvorming derden in vergaande mate te benadelen. Het voorgaande in onderling verband beschouwd rechtvaardigt mijns inziens de conclusie dat een aandeelhouder die de uitkomst van het crisisbesluit bepaald en daarbij de belangen van de crediteuren op grove wijze veronachtzaamd, daarvoor aansprakelijk kan worden gesteld door de crediteuren van de vennootschap wegens het schenden van een op hem rustende zorgplicht. Hier kan een parallel worden getrokken met de Duitse regeling inzake de achterstelling van aandeelhoudersleningen. Uit de bespreking van die regeling in het vorige hoofdstuk blijkt dat achterstelling mogelijk is van leningen die verstrekt zijn door een aandeelhouder die een nauwe band heeft met de vennootschap, in die zin dat hij invloed kan uitoefenen op de gang van zaken binnen de vennootschap en op de besluitvorming inzake de financiering van die vennootschap.¹²⁷⁷ Voor het bepalen van de zorgvuldigheid die in het maatschappelijk verkeer van de desbetreffende aandeelhouder mag worden verwacht, kan mijns inziens eveneens worden aangesloten bij de Duitse achterstellingsregeling. Daarin wordt uitgegaan van datgene wat verwacht mag worden van een 'redelijk handelend aandeelhouder'. Ik heb in het vorige hoofdstuk reeds gewezen op de zich ook in Nederland ontwikkelende eigen norm voor aandeelhoudershandelen.¹²⁷⁸ Datgene wat onder omstandigheden van een redelijk handelend aandeelhouder die zich in een vergelijkbare positie ten aanzien van de vennootschap bevindt, mag worden verwacht, kan worden ingevuld door diens positie jegens de vennootschap te bepalen aan de hand van de glijdende schaal. Van een aandeelhouder die binnen de vennootschap een sterkere positie inneemt, mag sneller worden verwacht dat hij rekening houdt met de belangen van de crediteuren en dat voor hem eerder voorzienbaar is dat de voortzetting van de activiteiten van de vennootschap tot benadeling van de crediteuren zal leiden. Voor aansprakelijkheid is daarbij mijns inziens overigens niet vereist dat de identificatiegraad tussen de aandeelhouder en de vennootschap zo groot is dat de dualiteit wordt doorbroken. Ik heb immers betoogd dat het nemen van het crisisbesluit tot de bevoegdheden van de aandeelhoudersvergadering dient te worden gerekend. Het gaat daarom om een aandeelhouder die de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering bepaalt en daarbij de belangen van de crediteuren op grove wijze veronachtzaamd terwijl van hem, gezien de positie die hij binnen de vennootschap inneemt, verwacht mag wor-

¹²⁷⁷ In de rechtspraak wordt ervan uitgegaan dat hiervan sprake kan zijn wanneer een aandeelhouder een 25%-belang in het kapitaal van de vennootschap heeft. Schmidt 2002 § 18 III 4 c e.v.; Hirte 2006, nr. 5.144. De aandeelhouder dient over enige *unternehmerischen Einfluss* te beschikken. Ook zonder een 25%-belang kan een aandeelhouder op andere wijze dermate bij de vennootschap betrokken zijn dat achterstelling van zijn vordering onder omstandigheden gerechtvaardigd is. Hierbij kan onder meer worden gedacht aan het geval dat de aandeelhouder tevens lid is van de raad van toezicht. Zie in dit verband paragraaf 6 van hoofdstuk 8.

¹²⁷⁸ Het ging daarbij wel steeds om een invulling van de eisen die de redelijkheid en billijkheid aan dat aandeelhoudershandelen stellen.

den dat hij van de benadeling van de crediteuren op de hoogte is. Een bestuurder die bijvoorbeeld tevens meerderheidsaandeelhouder is, beschikt over alle nodige informatie en kennis en zal sneller behoren te weten dat crediteuren door zijn handelswijze zullen worden benadeeld. De aandeelhouder dient overigens wel de mogelijkheid te hebben om de benadeling van crediteuren tegen te gaan. Een minderheidsaandeelhouder is bijvoorbeeld, gezien zijn geringe deelname in het kapitaal, niet steeds in staat de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering daadwerkelijk te beïnvloeden en heeft dientengevolge niet de mogelijkheid om maatregelen te nemen teneinde de benadeling van crediteuren te minimaliseren. Uiteraard hangt een en ander af van de overige samenstelling van de aandeelhoudersvergadering. Het is niet uitgesloten dat een aandeelhouder met minder dan 10% onder omstandigheden een wezenlijke invloed uitoefent op de besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering, een en ander zal afhangen van de overige samenstelling van de AvA. Een aandeelhouder met minder dan 10%, zal mijns inziens echter niet snel aansprakelijk kunnen worden gesteld wegens het schenden van een zorgplicht jegens de crediteuren. Voor zover een dergelijke aandeelhouder er niet in slaagt om op de besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering zijn stempel te drukken, beschikt hij evenmin over andere mogelijkheden om in te grijpen teneinde de gang van zaken binnen de vennootschap aan de kaak te stellen en een benadeling van crediteuren te voorkomen. Een aandeelhouder met minder dan 10% is immers niet in staat een enquête in te stellen naar het beleid en de gang van zaken binnen de vennootschap.¹²⁷⁹ Het voorgaande wil overigens niet zeggen dat een dominante aandeelhouder steeds voor aansprakelijkheid moet vrezen. Hij kan immers op een eenvoudige wijze aan de op hem rustende zorgplicht jegens de crediteuren voldoen door er bijvoorbeeld voor te zorgen dat deze worden gewaarschuwd voor de financiële moeilijkheden waarmee de vennootschap te kampen heeft¹²⁸⁰ of een eventuele eigen vordering achter te stellen bij die van de overige crediteuren. Niet aansprakelijk is mijns inziens de aandeelhouder die kan aantonen dat hij al het mogelijke in het werk heeft gesteld teneinde een verdere benadeling van de crediteuren te voorkomen. Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een aandeelhouder die met behulp van een deskundigenverklaring kan aantonen dat destijds goede gronden bestonden om de vennootschap voort te zetten.

5. Bevindingen

De normering van het gedrag van vennootschappelijke zeggenschaphouders in situaties waarbij de vennootschap dermate in financiële moeilijkheden verkeert dat de activiteiten op kosten van de crediteuren worden voortgezet, geschiedt in Nederland hoofdzakelijk aan de hand van het aansprakelijkheidsrecht. Een beroep op de algemene aansprakelijkheidsbepaling van de onrechtmatige daad zoals neergelegd in Artikel 6:162 BW biedt crediteuren daarbij de beste uitkomst. In het Engelse en

¹²⁷⁹ Vergelijk in dit verband de Duitse regeling inzake achterstelling van aandeelhoudersleningen waarbij een uitzondering wordt gemaakt voor de aandeelhouder met een 10%-belang of minder in het kapitaal van de vennootschap.

¹²⁸⁰ Van Eeghen acht het informeren van crediteuren niet voldoende omdat daarmee geen fixatie van het te verdelen vermogen wordt bewerkstelligd; zie Van Eeghen 2006, p. 30.

het Zuid-Afrikaanse recht ontlenden de crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap bescherming aan een specifieke aansprakelijkheidsbepaling, de regeling inzake *wrongful trading* c.q. roekeloos en bedrieglijk handelen. Ik heb onderzocht in hoeverre beide systemen de mogelijkheid bieden om zowel de bestuurders als de aandeelhouders aansprakelijk te stellen. Bij de benadeling van crediteuren door het voortzetten van verliesgevende activiteiten, hebben de bestuurders als primair aanspreekpunt te gelden. Zij staan immers in voor de dagelijkse gang van zaken binnen de vennootschap, gaan in naam van de vennootschap overeenkomsten aan en behoren uit hoofde van hun taakstelling steeds op de hoogte te zijn van de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert. Voor aandeelhoudersaansprakelijkheid is met name plaats wanneer de aandeelhouder zich met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid. Algemeen wordt aangenomen dat dit zich vooral zal voordoen in moeder-/dochterverhoudingen. Ik heb betoogd dat een aandeelhouder ook buiten concernverhoudingen een beleidsbepalende invloed kan hebben. Een aandeelhouder die zich intern met het beleid van de vennootschap bemoeit op een wijze die niet bij zijn aandeelhoudersfunctie past, dient daarvoor onder omstandigheden aansprakelijk te kunnen worden gesteld. Een en ander zal afhangen van de wijze waarop de aandeelhouder aan zijn aandeelhouderschap invulling heeft gegeven. Wanneer de bestaande dualiteit tussen vennootschapsorganen wordt doorbroken, komt de aansprakelijkheid in het vizier. Naar heersende opvattingen in het Nederlandse recht wordt ervan uitgegaan dat de bestuurder de eindverantwoordelijkheid draagt voor het in acht nemen van de belangen van de crediteuren wanneer de vennootschap in vergaande financiële moeilijkheden verkeert. Ik heb gewezen op de voor- en nadelen van de normering van het bestuursgedrag via het bestaande systeem. Het bestaande systeem en de daaruit voortvloeiende normering dwingt de bestuurders mijns inziens in onvoldoende mate om de financiële stand van zaken binnen de vennootschap op de voet te volgen en indien nodig maatregelen te nemen. Het bestuur wordt daardoor onvoldoende aangemoedigd om tijdig reorganisatie maatregelen te nemen, daarbij rekening houdend met de belangen van de crediteuren. In dit verband werden voorstellen gedaan om de bestaande normering van het bestuursgedrag in financiële crisissituaties aan te scherpen door onder meer aansluiting te zoeken bij de uitgangspunten van de Engelse *wrongful trading*-regeling. Ik ben echter voorstander van een systeem waarbij de aandeelhouders, als tweede vennootschappelijke zeggenschaphouders, nauwer bij de besluitvorming in financiële crisissituatie betrokken worden. Ik heb voorstellen gedaan voor een dergelijk systeem dat gepaard gaat met een herverdeling van de bevoegdheden en daarbij behorende verantwoordelijkheden en aansprakelijkheid in financiële crisissituaties. Ik heb betoogd dat het tijdig opsporen van financiële moeilijkheden en het treffen van maatregelen kan worden aangemoedigd door het bestuur te belasten met een signaleringsplicht. Het is de taak van het bestuur om de aandeelhouders tijdig in kennis te stellen van de financiële moeilijkheden en hen van advies te dienen. Verzaken de bestuurders de op hen rustende verplichting in dit verband, dan riskeren zij hierop te worden aangesproken zowel in intern vennootschappelijk verband als extern door de vennootschapscrediteuren. Binnen het vennootschappelijk verband dienen de bestuurders de aandeelhouders van de financiële moeilijkheden in kennis te stellen wanneer zij weten of hadden behoren in

te zien dat ongewijzigd voortbestaan, zonder ingrijpende reorganisatie of kapitaalinjectie, niet langer mogelijk is dan wel was. Voor de vraag of een bestuurder over de desbetreffende wetenschap behoorde te beschikken kan mijns inziens bepalend worden geacht de wetenschap die verwacht mag worden aanwezig te zijn bij een redelijk oordelend bestuurder. Worden de verliesgevende activiteiten ten gevolge van het verzaken van de signaleringsplicht door de bestuurders voortgezet en leidt dit tot benadeling van crediteuren, dan riskeert de bestuurder daarvoor aansprakelijk te worden gesteld op grond van de *Beklamel*-regel. De wettelijke basis voor een dergelijke actie kan gevonden worden in de onrechtmatige daad van Artikel 6:162 BW. Nadat de aandeelhoudersvergadering door de bestuurders is ingelicht, dienen de gezamenlijke aandeelhouders een zogenaamd crisisbesluit te nemen. Zij dienen daarbij mede rekening te houden met de belangen van de crediteuren. De mate van belangenbehartiging die van een individuele aandeelhouder mag worden verwacht is in de eerste plaats afhankelijk van de plaats die de aandeelhouder inneemt in het vennootschappelijk verband en de wijze waarop hij aan zijn aandeelhouderschap invulling heeft gegeven. In de tweede plaats is de aard van de te nemen besluitvorming relevant. Aangezien het crisisbesluit ingrijpende gevolgen heeft voor de belangen van derden, mag mijns inziens van iedere aandeelhouder een zekere mate van meervoudige belangenbehartiging worden verwacht. Voor zover de aandeelhouders van oordeel zijn dat de vennootschap in ongewijzigde vorm en zonder een injectie van additioneel eigen (of vreemd) vermogen moet worden voortgezet, dienen zij voldoende rekening te houden met de belangen van de crediteuren. De aandeelhouders die onvoldoende oog hebben voor de belangen van de crediteuren, dienen daarop te kunnen worden aangesproken. Dat geldt in ieder geval voor de aandeelhouder die op de hoogte was van de mogelijke benadeling van de crediteuren en in staat was deze te voorkomen. Hiervan is sprake wanneer de desbetreffende aandeelhouder zich in een zodanige positie ten opzichte van de vennootschap bevindt dat hij in staat is op de besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering zijn stempel te drukken. De aandeelhouder kan aansprakelijk worden gesteld wanneer hij in strijd handelt met datgene wat in het maatschappelijk verkeer betaamelijk is. Daarvan is sprake wanneer de aandeelhouder een op hem rustende zorgplicht jegens de crediteuren van de vennootschap schendt. De belangenbehartiging die van de aandeelhouder bij het nemen van het crisisbesluit mag worden verwacht is mijns inziens afhankelijk van de positie die hij inneemt op de glijdende schaal. Wanneer deze positie de aandeelhouder in staat stelt zijn wil door te drukken en hij bovendien wist of behoorde te weten dat de crediteuren zouden worden benadeeld, moet hij hiervoor aansprakelijk kunnen worden gehouden. Wanneer de aandeelhouders van mening zijn dat een reorganisatie dient te worden doorgevoerd, kunnen zij het bestuur de opdracht geven een daartoe strekkend voorstel te concipiëren. Voor de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van die reorganisatie is bepalend de wijze waarop daaraan gestalte wordt gegeven. Bij het doorvoeren van een reorganisatie dient eveneens de nodige zorgvuldigheid te worden betracht.

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

De grondstellingen die aan de basis liggen van het vennootschappelijk functioneren, kunnen een bron vormen van belangenconflicten tussen diverse betrokkenen zoals aandeelhouders enerzijds en bestuurders anderzijds en de aandeelhouders in hun onderlinge verhouding. In dit onderzoek staat de driehoeksrelatie tussen bestuurders, aandeelhouders en vennootschapscrediteuren, alsmede de belangentegenstelling waartoe deze driehoeksrelatie aanleiding kan geven, centraal. De grote vlucht die het gebruik van kapitaalvennootschappen in de loop van de vorige eeuw heeft genomen en het belang van deze ondernemingsvormen in het maatschappelijk en economisch verkeer, kan in belangrijke mate worden teruggevoerd op het beginsel van beperkte aansprakelijkheid. Dit principe biedt investeerders de mogelijkheid om financiële middelen te bundelen en ondernemingsactiviteiten te (laten) ontplooiën zonder daarbij hun volledig vermogen in de waagschaal te moeten stellen. De ondernemerstaak wordt uit handen gegeven en toevertrouwd aan een gespecialiseerd orgaan met kennis van zaken, het bestuur van de vennootschap. De keerzijde van de medaille is echter dat dit principe bestuurders en aandeelhouders de mogelijkheid biedt om de gevaren van het ondernemerschap op de crediteuren af te wentelen. Het risico op benadeling van de schuldeisers wordt pregnant wanneer de vennootschap met (naderende) financiële moeilijkheden wordt geconfronteerd. De beperkte aansprakelijkheid leidt tot een gebrek aan prikkels voor vennootschappelijke beleidsbepalers en participanten teneinde het oplopen van de verliezen voor de vennootschap te beperken en op die manier de benadeling van schuldeisers te minimaliseren. Bestuurders van een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap hebben veelal de neiging om in een laatste reddingspoging risicovol te ondernemen teneinde op die manier alsnog aandeelhouderswaarde te creëren. Aandeelhouders zullen evenmin geneigd zijn de spreekwoordelijke stekker uit de vennootschap te trekken. De waarde van hun aandelenpakket is ten gevolge van de financiële moeilijkheden doorgaans reeds gedevalueerd terwijl de beperkte aansprakelijkheid voorkomt dat de risico's van het voortzetten van de activiteiten voor hun rekening worden gebracht. In naderende faillissementssituaties treden de belangen van de vennootschapscrediteuren op de voorgrond. Dit gegeven verdient een weerspiegeling in het vennootschappelijk beleid onder dergelijke omstandigheden.

Het onderhavige onderzoek concentreert zich rond de vraag in hoeverre de vennootschappelijke zeggenschaphouders verplicht zijn om binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap op enig moment met de belangen van de crediteuren rekening te houden. Dit vraagstuk wordt geplaatst in de sleutel van de aandeelhouderspositie binnen het vennootschappelijk verband. Niet louter de rechten maar tevens de plichten van deze kapitaalverschaffers binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap worden onder de loep genomen. Teneinde inzicht te krijgen in zowel de passieve als de actieve positie die de aandeelhouder binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap inneemt, wordt die positie in drie verschillende fasen geëvalueerd. In de eerste plaats worden de materiële gevolgen van de financiële moeilijkheden en een eventueel daarmee gepaard gaande reorganisatie in kaart gebracht. Het tweede deel van het onderzoek heeft betrekking op de zogenaamde preliminaire fase waarin de invloed van de aandeelhouder op de besluitvorming binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap wordt onderzocht. In de derde plaats komt de repressieve fase aan bod waarbij de vraag centraal staat in hoeverre diegene die binnen de vennootschap de dienst uitmaken, achteraf voor de gang van zaken ten tijde van de ‘financiële crisis’ ter verantwoording kunnen worden geroepen en eventueel aansprakelijk kunnen worden gesteld. Ook in laatstgenoemde fase ligt de nadruk op de positie van de aandeelhouder(s). Onderzocht wordt hoe, niet enkel in Nederland, maar eveneens in een aantal andere jurisdicties met de problematiek omtrent de voortzetting van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen wordt omgegaan. Via deze weg wordt, rekeninghoudend met het bestaande vennootschappelijk kader en de realiteit van de huidige machtsverdelingen binnen de vennootschappelijke structuur, de rol en de positie van de aandeelhouder binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap gedefinieerd. Tot slot worden aanbevelingen gedaan voor de bevoegdheidsverdeling en de daarbij behorende verdeling van verantwoordelijkheden tussen vennootschappelijke zeggenschaphouders in (financiële) crisistijd. De belangrijkste bevindingen en aanbevelingen in dit verband zijn reeds in hoofdstuk 9 aan de orde gekomen. Hier volgt een samenvatting van het onderzoek waarbij de belangrijkste bevindingen nogmaals worden geëxposeerd.

Teneinde inzicht te krijgen in de vennootschappelijke verhoudingen in financiële crisistijd worden in de eerste plaats de verhoudingen tussen de belangrijkste betrokkenen bij het vennootschappelijk functioneren in het algemeen geschetst. Daarbij worden die betrokkenen, te weten de bestuurders, aandeelhouders en vennootschapscrediteuren, kort getypeerd. Het beginsel van de beperkte aansprakelijkheid wordt besproken en de in het vennootschapsrecht ingebouwde mechanismen teneinde de crediteuren tegen de uitwassen van dit beginsel te beschermen komen daarbij aan bod. In laatstgenoemd verband wordt in de literatuur gewezen op de beschermende werking van de prioriteitsregel en de liquidatiebescherming, de regels van de kapitaalbescherming alsmede de wettelijke verplichtingen die de informatievoorziening aan schuldeisers reguleren, hetgeen in het kader van de *self-help* door crediteuren onontbeerlijk is. De dualistische structuur van kapitaalvennootschappen biedt de crediteuren eveneens enige bescherming tegen ongebreideld aandeelhoudersopportunisme. In het verleden is erop gewezen dat de verschaffers van het kapitaal binnen de interne vennootschappelijke orde een belangrijke toe-

zichthoudende functie vervullen. Dit model, waarin de aandeelhoudersvergadering als algemene belangenbehartiger optreedt, wordt echter door een aantal omstandigheden vervuild. Tot die vervuilers behoren: de verspreidheid van het aandelenkapitaal, de aanwezigheid van groepsrelaties en de dreiging van financiële problemen. Deze vervuilers komen in het onderzoek aan bod. De nadruk ligt echter op de laatste vervuilende factor. Wanneer de vennootschap met financiële moeilijkheden wordt bedreigd, staan de belangen van aandeelhouders en crediteuren diametraal tegenover elkaar. De collision tussen de vennootschappelijke zeggenschapshouders en de vennootschapscrediteuren bereikt onder die omstandigheden een hoogtepunt.

Na een inleidende schets van de vennootschappelijke verhoudingen worden in het eerste deel van deze dissertatie de materiële gevolgen van de financiële crisis aan de orde gesteld. Daarbij wordt een beschrijving gegeven van een aantal in de praktijk voorkomende reorganisatiemethoden te weten de sterfhuisconstructie, het omgekeerde sterfhuis- en de ziekenhuisconstructie. Aandacht wordt besteed aan de manier waarop de desbetreffende constructies worden opgezet en aan de gevolgen daarvan voor de belangrijkste betrokkenen. De keuze voor een bepaalde reorganisatievorm wordt bepaald door de omstandigheden van het geval. De sterfhuis-, ziekenhuis- en de omgekeerde sterfhuisconstructie zijn reddingsoperaties die zich in de praktijk hebben ontwikkeld en geen vast scenario kennen. Dientengevolge wordt de grootste gemene deler van de genoemde operaties geschetst. Hoewel de gevolgen van de reorganisatie voor de verschillende betrokkenen afhankelijk zijn van de gekozen reddingsoperatie, kan in het algemeen worden gesteld dat de kosten doorgaans ten laste van de crediteuren komen. Het doorvoeren van een ziekenhuis- en omgekeerde sterfhuisconstructie leidt in beginsel niet rechtstreeks tot een waardeverlies voor de aandeelhouders. Zij worden doorgaans wel geconfronteerd met een verwatering van hun belang in de vennootschap. De gevolgen van het doorvoeren van een sterfhuisconstructie zijn, in vergelijking met de ziekenhuis- en omgekeerde sterfhuisconstructie, nadeliger voor wat betreft de positie van de aandeelhouders. Bij een dergelijke reorganisatie dienen de aandeelhouders immers genoeg te nemen met een participatie in een nagenoeg waardeloze vennootschap. Uit de beschrijving van de gang van zaken rondom reorganisaties in de praktijk blijkt dat de banken doorgaans een feitelijke machtspositie innemen en een grote invloed hebben op de totstandkoming van de reddingsoperatie. De besproken reorganisatievormen worden doorgaans concernbreed doorgevoerd in nauw onderling overleg tussen het bestuur op holdingniveau en de voornaamste financiers.

Uit de bespreking van de verschillende reorganisatiemethoden blijkt dat de positie van de diverse betrokkenen bij de reorganisatie mede wordt bepaald door de invloed die deze op de daaraan ten grondslag liggende besluitvorming kunnen uitoefenen. Het tweede deel van het onderzoek wordt daarom gewijd aan de zogenaamde preliminaire fase waarbij de besluitvorming, waartoe de gesignaleerde financiële moeilijkheden aanleiding geven, centraal staat. Uitgegaan wordt van de hypothese dat omtrent het al dan niet (in gewijzigde vorm) voortbestaan van de vennootschap op enig moment een beslissing dient te worden genomen. In de besluitvorming waartoe een financiële crisissituatie aanleiding geeft, dient een tweedeling te worden aangebracht tussen het crisisbesluit enerzijds en de reorganisatiebesluiten anderzijds. Laatstgenoemde besluiten zien op de beslissing omtrent de

eventueel te nemen reorganisatiemaatregelen. Het crisisbesluit betreft de daaraan voorafgaande besluitvorming waarbij op het crisismoment wordt nagegaan of de vennootschap dient te worden geliquideerd, gereorganiseerd of in de bestaande vorm kan worden voortgezet. Rekeninghoudend met de wettelijke bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsorganen, in combinatie met de aan de aandeelhoudersvergadering in Artikel 2:107/217 BW toegekende restbevoegdheid, ligt het het meest voor de hand om de bevoegdheid tot het nemen van het crisisbesluit aan de aandeelhoudersvergadering op te dragen. De verwatering van hun belang waarmee de aandeelhouders na het doorvoeren van bijvoorbeeld een sterfhuisconstructie worden geconfronteerd, kan voor hen een reden vormen om zich in het voortraject actief op te stellen. Voor het bestuur is een belangrijke taak weggelegd op het gebied van de informatievoorziening en voorbereiding van de mogelijke scenario's. De bestuurders dienen de ter beschikking staande reorganisatiemogelijkheden te verkennen. Wanneer geconcludeerd wordt dat tot reorganisatie dient te worden overgegaan, is vervolgens de vraag welk orgaan bevoegd is de wijze waarop daaraan gestalte wordt gegeven te bepalen. De beantwoording van deze bevoegdheidsvraag is gerelateerd aan de te hanteren reorganisatiemethode. Naar de huidige stand van het Nederlandse vennootschapsrecht dienen de aandeelhouders ten aanzien van transacties die diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap en de daaraan verbonden ondernemingen te worden geraadpleegd.

Het derde deel van het onderzoek heeft betrekking op de zogenaamde repressieve fase. Wanneer een vennootschap met financiële moeilijkheden wordt bedreigd, treden de belangen van de crediteuren op de voorgrond. In dit derde deel wordt onderzocht in hoeverre vennootschappelijke zeggenschaphouders verplicht zijn met dit gegeven rekening te houden. De bestuurders, eventueel in combinatie met een raad van commissarissen, en de aandeelhouders worden in dit verband als de belangrijkste vennootschappelijke zeggenschaphouders aangemerkt. Teneinde voornoemde vraag te kunnen beantwoorden wordt onderzocht op welke manier de problematiek inzake het voortzetten van in financiële moeilijkheden verkerende vennootschappen wordt gereguleerd. Daarbij wordt niet alleen ingegaan op het Nederlandse recht, maar ook op het Engelse en het Zuid-Afrikaanse systeem. De normering van het gedrag van de vennootschappelijke zeggenschaphouders onder dergelijke omstandigheden blijkt in de onderzochte rechtssystemen hoofdzakelijk te geschieden aan de hand van aansprakelijkheidsbepalingen. Vennootschapscrediteuren kunnen daaraan onder omstandigheden tot op zekere hoogte een *ex post* bescherming ontnemen. Onderzocht wordt in hoeverre het Nederlandse recht, de Engels regeling inzake *wrongful trading* en de Zuid-Afrikaanse bepaling ten aanzien van roekeloos en bedrieglijk handelen, de ruimte bieden voor primair aansprakelijkheid van de bestuurders en secundair aansprakelijkheid van de aandeelhouder wegens het niet in acht nemen van de belangen van de crediteuren. In dit derde deel wordt eveneens onderzocht in hoeverre voor de hypothese waarvan in het tweede deel van het onderzoek werd uitgegaan, te weten dat op enig moment omtrent het al dan niet (in gewijzigde vorm) voortbestaan van de vennootschap een beslissing dient te worden genomen, een basis gevonden kan worden in het Nederlandse recht.

Het in Nederland vigerende vennootschapsrecht, noch het faillissementsrecht voorziet in de verplichting om op enig moment de activiteiten van de vennootschap te staken en het faillissement aan te vragen. Hoewel het, gezien de in hoofdstuk 4 besproken bevoegdheidsverdeling die uit Boek 2 BW voortvloeit, het meest voor de hand ligt om het nemen van het crisisbesluit aan de gezamenlijke aandeelhouders op te dragen, zijn het in beginsel de bestuurders die bij benadeling van crediteuren ten gevolge van het voortzetten van een insolvente vennootschap als eerste aanspreekpunt hebben te gelden. In de onderzochte rechtssystemen heeft de erkenning van het creditorsbelang in naderende faillissementssituaties geresulteerd in een vorm van bestuurdersaansprakelijkheid. Het bestuur is immers verantwoordelijk voor het beleid van de vennootschap. De bestuurders zijn uit dien hoofde als eerste op de hoogte van de financiële moeilijkheden en het best geplaatst om maatregelen te nemen teneinde benadeling van crediteuren te voorkomen dan wel te beperken. Uit het onderzoek blijkt dat de normering van het bestuursgedrag binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap vooral geschiedt aan de hand van de algemene aansprakelijkheidsbepaling van de onrechtmatige daad. Uit de besproken jurisprudentie blijkt voorts dat de bestuurder van een vennootschap die in financiële moeilijkheden verkeert jegens de crediteuren in beginsel niet gehouden is de activiteiten stop te zetten en derhalve evenmin jegens hen aansprakelijk is voor de voortzetting daarvan. Dat wordt anders wanneer geen enkele kans op overleven bestaat. De grens in de schemerzone tussen het al dan niet langer rechtmatig voortzetten van de onderneming wordt in de jurisprudentie getrokken door de zogenaamde *Beklamel*-regel. In de rechtspraak, waartoe onrechtmatige daadsprocedures aanleiding hebben gegeven, wordt gedeeltelijk erkend dat het bestuur van de vennootschap onder omstandigheden het belang van de crediteuren boven dat van de vennootschap dient te stellen. Dat is echter enkel het geval wanneer de bestuurder een overeenkomst aangaat op een moment waarop hij wist of behoorde te weten dat de vennootschap deze niet (binnen redelijke termijn) zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden voor de daaruit voortvloeiende wederpartij ontstane schade. De norm richt zich daarmee tot de individuele bestuurder die de overeenkomst is aangegaan en niet tot het bestuursorgaan als collectief. In alle andere gevallen waarin het voortzetten van de onderneming tot benadeling van schuldeisers leidt, is voor de aansprakelijkheid van de bestuurder beslissend of hem terzake een voldoende ernstig persoonlijk verwijt kan worden gemaakt. Het enkele feit dat de bestuurder er niet op toeziet dat de vennootschap haar verplichtingen niet nakomt, is onvoldoende voor een toerekenbare onrechtmatige daad. Voor aansprakelijkheid van de medebestuurder die de overeenkomst in kwestie niet is aangegaan, is diens nauwe betrokkenheid vereist. In de literatuur wordt aangenomen dat daarvan sprake is wanneer de bestuurder in staat was het sluiten van de overeenkomst te voorkomen of de schadelijke gevolgen daarvan af te wenden maar zulks, hoewel dit van hem kon worden verwacht en hij hiertoe in staat was, heeft nagelaten. Wanneer vervolgens reorganisatiemaatregelen worden doorgevoerd, dient daarbij door het bestuur de nodige zorgvuldigheid in acht te worden genomen. In het verleden is in de literatuur reeds gewezen op de nadelen van de door de Hoge Raad ontwikkelde *Beklamel*-regel. Een van die nadelen is dat deze regel enkel bescherming biedt aan contractuele crediteuren die met de vennootschap een overeenkomst zijn aangegaan op

het moment waarop bij de bestuurder de vereiste wetenschap bestond of had behoren aanwezig te zijn. Crediteuren die vóór deze datum een overeenkomst met de vennootschap zijn aangegaan, kunnen aan de norm geen bescherming ontleen. Op het moment van het sluiten van de desbetreffende overeenkomst wist de bestuurder immers nog niet dat de vennootschap met de nakoming van de verplichtingen in gebreke zou blijven dan wel geen verhaal zou bieden. Een uitzondering dient hier te worden gemaakt voor schuldeisers wier vordering resulteert uit een voor het genoemde moment met de vennootschap gesloten duurovereenkomst. Via de *Beklamel*-regel kan de bestuurder immers onder omstandigheden, zo bleek uit het *Hurks II*-arrest, aansprakelijk worden gesteld voor prestaties uit duurovereenkomsten die op of na de fatale datum zijn verricht wanneer deze verzuimd heeft de crediteuren van de betalingsproblemen in kennis te stellen. Crediteuren wier vorderingen uit de wet zijn ontstaan, vallen eveneens buiten het bereik van de regel. Hier dringt zich een verschil op met de normerende werking die van de Engelse *wrongful trading*-regeling uitgaat. Op grond van die regeling kan een bestuurder aansprakelijk worden gesteld voor de door de crediteuren geleden schade indien hij de financiële moeilijkheden heeft zien aankomen of had behoren te onderkennen maar heeft nagelaten om alle mogelijke maatregelen te nemen die van hem konden worden verwacht teneinde de schade voor crediteuren te beperken. De zorgplicht van de bestuurder reikt daarmee verder dan de aansprakelijkheids (-en gedrags)norm die geldt voor de bestuurders van Nederlandse kapitaalvennootschappen. De dreiging van aansprakelijkheid op grond van de *wrongful trading*-regeling dwingt de bestuurders om de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert op te volgen en tijdig op eventuele wijzigingen te anticiperen. Bij de bestuurdersaansprakelijkheid op grond van deze regeling ligt, anders dan in Nederland, niet primair de nadruk op actief handelen van de bestuurder ten gevolge waarvan de crediteuren worden benadeeld, ook het nalaten om in te grijpen kan tot aansprakelijkheid leiden. De *wrongful trading*-regeling leidt daarmee tot een sterkere normering van het bestuursgedrag en legt op de bestuurders een ruimere zorgplicht jegens de crediteuren van de vennootschap. In de literatuur is erop gewezen dat de Engelse *wrongful trading*-regeling een zorgplicht voor bestuurders in het leven roept die zich zowel uitstrekt tot oude als nieuwe contractuele crediteuren alsmede tot niet-contractuele vennootschapscrediteuren. In de Zuid-Afrikaanse regeling inzake bedrieglijk en roekeloos handelen ligt, meer dan in de Engelse regeling, de nadruk op het actief handelen van diegene die aansprakelijk wordt gesteld. Dat wordt echter anders wanneer voor de desbetreffende persoon een specifieke zorgplicht jegens de vennootschap bestond. Voor aansprakelijkheid is immers vereist dat de desbetreffende persoon kan worden aangemerkt als *knowingly party to* dat bedrieglijk of roekeloos handelen. Voor wat betreft bestuurders wordt eerder aangenomen dat deze onder de genoemde term vallen aangezien op hen een bijzondere zorgplicht jegens de vennootschap rust. Voor toepasselijkheid van de Zuid-Afrikaanse regeling is daarnaast niet vereist dat de vennootschap in staat van faillissement verkeert. De normerende werking van deze aansprakelijkheidsbepaling wordt daardoor uitgebreid naar situaties buiten faillissement en kan bijvoorbeeld ook gelding hebben voor bestuursgedrag bij een reorganisatie. De Zuid-Afrikaanse regeling biedt bovendien de mogelijkheid tot differentiatie naar de verschillende soorten crediteuren en de daar-

uit voortvloeiende verschillen in onderlinge positie. Een heikel punt betreft het moment waarop de bestuurder gehouden is in te grijpen teneinde (verdere) benadeling van crediteuren te voorkomen. Concretisering van dit omslagpunt blijkt naar Nederlands recht geen eenvoudige opdracht. De Engelse, noch de Zuid-Afrikaanse regeling biedt hiervoor een pasklare oplossing.

Vervolgens wordt in dit onderzoek ingegaan op de aansprakelijkheid van aandeelhouders in concernverhoudingen. Zoals reeds eerder aangegeven, kunnen de aandeelhouders naast het bestuur als tweede vennootschappelijke zeggenschapshouder worden aangemerkt. Een situatie waarin een aandeelhouder zich bij uitstak als zeggenschapshouder betoont, doet zich voor in concernverhoudingen. Daarnaast blijkt uit de bespreking van de verschillende reorganisatievormen in hoofdstuk 3 dat reddingsoperaties vaak concernbreed worden opgezet. Het is doorgaans de concernleiding die over de reorganisatie de leiding voert. In dit verband is interessant in hoeverre een moedervernootschap, naast of in plaats van het formele bestuur, aansprakelijk kan worden gesteld voor schade geleden door crediteuren van een in financiële moeilijkheden verkerende dochtermaatschappij. Uit de rechtspraak blijkt dat een aandeelhouder die controlerende invloed uitoefent op de vennootschappelijke koersbepaling, evenals de bestuurders, het risico loopt hierop door de crediteuren te worden aangesproken op grond van een actie uit onrechtmatige daad. Deze aansprakelijkheidsgrond heeft vooral kans van slagen in concernverhoudingen. Voor de moedervernootschap kan een zorgplicht ontstaan jegens de crediteuren van de dochtermaatschappij wanneer eerstgenoemde zich intensief en indringend heeft beziggehouden met het beleid en de gang van zaken bij die dochtervernootschap en bovendien een vorm van wetenschap van benadeling bestond. Voor een eventuele aansprakelijkheid van de aandeelhouder op grond van de Engelse *wrongful trading*-regeling of de Zuid-Afrikaanse bepaling inzake roekeloos of bedrieglijk handelen is eveneens medebeleidsbepaling en daarmee een doorbreking van het duale systeem vereist.

Na een weergave van de stand van zaken voor wat betreft de normerende werking die van de in Nederland geldende aansprakelijkheidsbepaling uitgaat op het gedrag van bestuurders (hoofdstuk 5) en aandeelhouders in concernverhoudingen in situaties van naderende insolventie (hoofdstuk 6) en de bespreking van de Engelse en Zuid-Afrikaanse regeling terzake (hoofdstuk 7), wordt in hoofdstuk 8 nader ingegaan op de belangenbehartiging die van iedere aandeelhouder mag worden verwacht binnen een in financiële moeilijkheden verkerende vennootschap. Geconcludeerd kan worden dat een aandeelhouder ook buiten concernverhoudingen een beleidsbepalende invloed op de vennootschap kan hebben. Het antwoord op de vraag of een aandeelhouder tot een meervoudige belangenbehartiging gehouden is, alsmede de mate waarin deze gehoudenheid geldt, wordt bepaald door de wijze waarop de aandeelhouder aan zijn aandeelhouderschap invulling heeft gegeven. Hoe dichter de aandeelhouder zich in de buurt van de bestuurssfeer begeeft, des te meer mag worden verwacht dat hij rekening houdt met de belangen van anderen en des te groter wordt de op hem rustende zorgplicht. Of de aandeelhouder voor een schending van de zorgplicht aansprakelijk kan worden gesteld, is afhankelijk van datgene wat in het maatschappelijk verkeer van hem mocht worden verwacht. Uit de rechtspraak blijkt dat de aandeelhouder in strijd handelt met de jegens de credi-

teuren van de vennootschap te betrachten eisen van de maatschappelijke betamelijkheid indien deze in de eerste plaats over wetenschap ten aanzien van de benadeling van crediteuren beschikte. Daarnaast dient hij de mogelijkheid te hebben gehad om in te grijpen. Dit laatste impliceert dat hij het feitelijk in zijn macht had om daadwerkelijk maatregelen te nemen en voorts dat juist van deze persoon mocht worden verwacht dat hij zou ingrijpen teneinde de schade te voorkomen. De geschetste situatie doet zich voor wanneer het principe van de dualiteit, waar Boek 2 BW van uitgaat en dat deels de beperkte aansprakelijkheid rechtvaardigt, met voeten wordt getreden. De redelijkheid en billijkheid stellen eisen aan het gedrag van de aandeelhouder in de interne kring. Het externe equivalent van de redelijkheid en billijkheid kan gevonden worden in de maatschappelijke betamelijkheid. Die maatschappelijke betamelijkheid zorgt voor een normering van het gedrag van de vennootschappelijke zeggenschaphouders jegens derden die als belanghebbenden bij de vennootschap kunnen worden aangemerkt.

Aan de normering van het bestuursgedrag zoals die in Nederland uit de bestaande aansprakelijkheidsbepalingen voortvloeit, is een aantal nadelen verbonden. Ik wees reeds op de constatering in de literatuur dat door de wijze waarop in de jurisprudentie aan de bestuurdersaansprakelijkheid invulling is gegeven, enkel bescherming wordt geboden aan nieuwe, contractuele schuldeisers. Het bestaande systeem en de daaruit voortvloeiende normering dwingt de bestuurders mijns inziens onvoldoende om de financiële stand van zaken binnen de vennootschap op de voet te volgen en indien nodig maatregelen te nemen. Gaan we er echter vanuit dat, zoals in het huidige systeem, de eindverantwoordelijkheid voor het in acht nemen van de belangen van de crediteuren bij de bestuurder van de vennootschap dient te liggen, dan verdient het mijns inziens aanbeveling om de bestaande regels ten aanzien van bestuurdersaansprakelijkheid in de hier centraal staande situaties aan te scherpen. Bij de aanscherping van de voor de bestuurder geldende aansprakelijkheidsbepalingen dient mijns inziens de nadruk te worden gelegd op een systeem waarbij het tijdig onderkennen van financiële crisissituaties wordt aangemoedigd en het bestuur de vrijheid wordt geboden om reorganisatiemaatregelen te nemen. Attractief aan het Engelse systeem is dat bestuurders, op straffe van aansprakelijkheid, gedwongen worden om de financiële staat van de vennootschap op de voet te volgen. Dat geldt met name wanneer deze precair dreigt te worden. Voor een eventuele aanscherping van de regels voor bestuurdersaansprakelijkheid, kan mijns inziens aansluiting worden gezocht bij het Engelse systeem van de *wrongful trading*-regeling. De bestuurder die kan aantonen dat hij alles in het werk heeft gesteld teneinde de schade voor crediteuren te minimaliseren, dient van aansprakelijkheid te worden gevrijwaard. Op die manier wordt de bestuurder een zekere beleidsvrijheid gegund en wordt voorkomen dat hij te vroeg de handdoek in de ring gooit zonder een poging te hebben ondernomen om reorganisatiemaatregelen te nemen.

In navolging van de Engelse *wrongful trading*-regeling dient het tijdig signaleren van de financiële problemen en het treffen van de noodzakelijke maatregelen te worden aangemoedigd. Een manier om dit te bewerkstelligen is door het aanscherpen van de bestaande regels voor bestuurdersaansprakelijkheid in bovenbedoelde zin. Ik ben voorstander van een systeem waarbij de aandeelhouders, als tweede vennootschappelijke zeggenschaphouders, nauwer bij de besluitvorming in finan-

ciële crisissituatie betrokken worden. Dit systeem gaat gepaard met een herverdeling van de bevoegdheden en daarbij behorende verantwoordelijkheden en aansprakelijkheid onder dergelijke omstandigheden. Teneinde te bewerkstelligen dat de financiële situatie binnen de vennootschap nauwlettend in de gaten wordt gehouden en tijdig maatregelen worden genomen, dient het bestuur te worden belast met de plicht om de financiële moeilijkheden tijdig te signaleren. Wanneer de bestuurders deze plicht verzaken en de verliesgevende activiteiten worden voortgezet ten gevolge waarvan crediteuren worden benadeeld, dan kunnen zij daarop worden aangesproken op basis van de *Beklamel*-regel. De wettelijke basis voor een dergelijke actie kan gevonden worden in de onrechtmatige daad van Artikel 6:162 BW. Intern binnen de vennootschap dient het niet voldoen aan de signaleringsplicht door de bestuurders eveneens tot aansprakelijkheid te kunnen leiden. Het is niet eenvoudig om het moment waarop het bestuur de aandeelhoudersvergadering over de financiële moeilijkheden dient in te lichten in algemene bewoordingen weer te geven. Dit crisismoment dient zich aan wanneer de bestuurders weten of hadden behoren in te zien dat ongewijzigd voortbestaan, zonder ingrijpende reorganisatie of kapitaalinjectie, niet langer mogelijk is. Daarbij dient gewicht te worden toegekend aan datgene wat mag worden verwacht van een redelijk oordelend bestuurder. Bij de toepassing van de *Beklamel*-regel kan mijns inziens voor de beantwoording van de vraag of de bestuurder wist of behoorde te weten dat de vennootschap haar verplichtingen niet kon nakomen of geen verhaal zou bieden voor de daardoor voor de wederpartij ontstane schade, aansluiting worden gezocht bij de wetenschap die verwacht mag worden aanwezig te zijn bij een redelijk oordelend bestuurder die voor zijn taak berekend is. Hiermee wordt aangesloten bij de test waaraan het bestuurshandelen in het kader van de Engelse *wrongful trading*-regeling wordt onderworpen. Nadat de aandeelhoudersvergadering door de bestuurders is ingelicht, dienen de gezamenlijke aandeelhouders een zogenaamd crisisbesluit te nemen. Voor het betrekken van de aandeelhouder in deze besluitvorming kunnen verschillende redenen worden aangedragen. Dit sluit in de eerste plaats aan bij de bestaande bevoegdheidsverdeling tussen vennootschapsorganen en het Europees vennootschappelijk kader. Aan het betrekken van de aandeelhouders in de besluitvorming is in de tweede plaats een aantal voordelen verbonden. Op die manier wordt een spreiding van verantwoordelijkheden bewerkstelligd waardoor risicomijdend gedrag van bestuurders, voortvloeiende uit het dreigende gevaar voor aansprakelijkheid in voortzettingssituaties, kan worden voorkomen. Door de aandeelhouders in de besluitvormingen te betrekken, kunnen bestuurders hun zorgen omtrent de financiële situatie waarin de vennootschap verkeert met de kapitaalverschaffers delen. De aandeelhouders hebben bovendien een andere drijfveer bij het nemen van het crisisbesluit. Zij hebben in de vennootschap geïnvesteerd en dreigen bij een vroegtijdige stopzetting van de activiteiten, hun geïnvesteerd vermogen definitief te verliezen. Een aandeelhouder zal dientengevolge zoveel mogelijk trachten de vennootschap te redden terwijl bestuurders uit angst voor aansprakelijkheid wellicht eerder de handdoek in de ring gooien. De aandeelhouders zijn daardoor beter geplaatst om, eventueel onder dreiging van aansprakelijkheid, over de voortzetting van de vennootschap te beslissen. Bovendien wordt op die manier de verantwoordelijkheid gelegd bij het orgaan dat ook daadwerkelijk de mogelijkheid heeft het

bestaan van de vennootschap te beëindigen. De aandeelhouder mag bij het uitoefenen van de aan zijn aandeel verbonden rechten van oudsher zijn eigen belang voorop stellen. Hij mag daarbij echter de door de redelijkheid en billijkheid alsmede de maatschappelijke betamelijkheid gestelde grenzen niet uit het oog verliezen. In de literatuur wordt aangenomen dat de eisen die in dit verband aan het gedrag van de aandeelhouder gesteld worden, afhankelijk zijn van de positie die de aandeelhouder binnen de vennootschap inneemt alsmede van de aard van de besluitvorming. De positie die de aandeelhouder binnen de vennootschap inneemt wordt mede bepaald door de wijze waarop hij aan zijn aandeelhouderschap invulling heeft gegeven. Voor wat betreft de aard van de besluitvorming kan gesteld worden dat het crisisbesluit ingrijpende gevolgen heeft voor de belanghebbenden bij de vennootschap. Deze externe werking van het besluit rechtvaardigt de gehoudenheid van de aandeelhouder(s) tot een meervoudige belangenbehartiging. De aandeelhouders moeten bij het nemen van het crisisbesluit rekening houden met de belangen van de crediteuren. Voor zover de aandeelhouders van oordeel zijn dat de vennootschap in ongewijzigde vorm en zonder een injectie van additioneel eigen vermogen kan worden voortgezet, dienen zij voldoende oog te hebben voor de belangen van de crediteuren en een weloverwogen beslissing te nemen. Ten gevolge van het gebrek aan financiële middelen is de grens van de beperkte aansprakelijkheid bereikt. Dit brengt met zich dat een gebrek aan belangenbehartiging onder omstandigheden tot aansprakelijkheid moet kunnen leiden. Dat geldt in ieder geval voor de aandeelhouder die op de hoogte was van de mogelijke benadeling van de crediteuren en in staat was deze te voorkomen. De aandeelhouder kan aansprakelijk worden gesteld wanneer hij in strijd handelt met datgene wat in het maatschappelijk verkeer betamelijk is door een op hem rustende zorgplicht jegens de vennootschapscrediteuren te schenden. De belangenbehartiging die van de aandeelhouder bij het nemen van het crisisbesluit mag worden verwacht, is mijns inziens afhankelijk van diens positie binnen het vennootschappelijk verband. Hoe groter de identificatiegraad ten opzichte van de vennootschap, des te groter wordt de op de aandeelhouder rustende zorgplicht. Wanneer deze positie de aandeelhouder in staat stelt zijn wil door te drukken en hij bovendien wist of behoorde te weten dat de crediteuren zouden worden benadeeld, moet hij hiervoor aansprakelijk kunnen worden gehouden.

Indien de aandeelhouders van mening zijn dat de bedrijfsactiviteiten voor reorganisatie in aanmerking komen, kunnen zij het bestuur de opdracht geven een daartoe strekkend voorstel te concipiëren. Voor de bevoegdheidsverdeling ten aanzien van die reorganisatie is, zoals gezegd, bepalend de wijze waarop daaraan gestalte wordt gegeven. Voor de beantwoording van de vraag welke besluiten diep ingrijpen in de structuur van de vennootschap en de aandeelhoudersvergadering derhalve dient te worden geconsulteerd, kan worden aangesloten bij het bepaalde in Artikel 2:107a BW voor de naamloze vennootschap. Bij het doorvoeren van een reorganisatie dient uiteraard en eveneens de nodige zorgvuldigheid te worden betracht. In concernverhoudingen kunnen de aandeelhouders in de besluitvorming worden gepasseerd door deze besluitvorming op het niveau van een subholding te laten plaatsvinden. Dit kan worden voorkomen door, zoals in de literatuur reeds werd voorgesteld, zowel voor wat betreft de ontvlechting met behulp van een activa/passiva transactie als door middel van een aandelentransactie aan te nemen dat

voor zover de transactie vergaande gevolgen heeft voor de structuur van het concern als geheel, de aandeelhouders van de holding hierover dienen te worden geraadpleegd. De redelijkheid en billijkheid kunnen met zich brengen dat de aandeelhouders binnen het vennootschappelijk verband tot op zekere hoogte gehouden zijn om aan een reddingsoperatie hun medewerking te verlenen.

SUMMARY

This dissertation focuses on the rights and responsibilities of corporate decision makers within limited liability companies in times of financial difficulties. The topic is partly approached from a comparative perspective. The author examines the way in which the questions surrounding the continuation of business activities by companies near insolvency are dealt with in the Dutch, English and South-African jurisdictions.

The author departs from the principle of limited liability and its effect in a situation of near-insolvency. The principle of limited liability grants investors the possibility to invest in business activities without having to be involved in the day-to-day management of the company's commercial activities. This is delegated to a specialized organ: the board of (managing) directors. However, the principle of limited liability can lead to conflicting interests among the various parties involved with the company. Such conflicting interests may arise, for example, between the investors in the company (the shareholders) and those managing the company on their behalf (the board of managing directors), among the shareholders themselves or between the most prominent corporate decision makers and the company's creditors. The dissertation focuses specifically on this last type of conflicting interests.

The principle of limited liability creates the possibility for shareholders and directors to shift the entrepreneurial risk to third parties, more in particular to the creditors of the company. The author examines the extent to which corporate decision makers, in determining the future policy of the company, can be obliged to take into account the interests of such external stakeholders as creditors. If the company is unable to pay its debts, limited liability unfolds into a safety shield protecting the shareholders against claims by third parties. For this reason, the company's shareholders as well as its board of managing directors lack incentives to minimize loss to creditors when the company is heading towards a financial storm. The potential losses for the shareholders are restricted to the value of their participation in the capital of the company. The board of managing directors often resorts to extensive risk taking in an attempt to recuperate losses sustained and rescue (the remaining parts of) the undertaking. In consequence, the interests of the company's creditors become of key relevance when the company is confronted with (the likelihood of) financial difficulties. After all, if the company continues to do business at a time at

which it does not avail of sufficient capital and, as a result, is unable to meet its liabilities as they fall due, the creditors will be left in the cold. The longer the company continues its business activities under these circumstances, the more creditors may be disadvantaged. The creditors rather than the shareholders should be regarded in this situation as the ultimate risk bearers. In this dissertation the question of creditor interest is addressed more specifically in relation to the position of shareholders within the company's framework. Not only the rights but also the obligations of the shareholders in companies facing financial difficulties are explored.

Company law in general provides certain mechanisms to protect creditors against financial harm which may be the result of the principle of limited liability. The priority rule, protection against liquidation, capital protection rules and the rules on disclosure of the company's financial situation and transparency are discussed in the literature. The rules on disclosure and transparency, in particular, constitute an important self-help device for creditors. In addition, the dual nature of the company's organizational structure, consisting of a board of directors and a general shareholders' meeting, protects creditors against shareholder opportunism. From a Dutch law perspective, the board of (managing) directors must not only take into account the interests of the shareholders, but also the interests of a wider range of stakeholders in the company. Individual shareholders and the general shareholders' meeting as a whole fulfil an important supervisory role within the company's organizational structure. Dutch company law provides the general shareholders' meeting with powers and competences enabling it to monitor the board of (managing) directors and ascertain whether the interests of the shareholders are taken into account. In most situations, protection by shareholders of their own interest will, to a certain extent, imply protection of the interests of other stakeholders, such as the company's creditors. In the literature, shareholders have therefore been characterized as the ultimate 'watchdog' on the management of the company. However, a number of factors may distort the balance within this framework. Among these factors are dispersed ownership, the fact that the company is embedded in a group structure and the likelihood of financial difficulties. In the event of financial difficulties, the interests of creditors are diametrically opposed to those of the shareholders.

The dissertation consists of an introductory chapter followed by three parts. Relations within the company, operation of the principle of limited liability and the main consequences thereof for its creditors are discussed in the introductory chapter. To gain a clear and consistent insight into the role of shareholders within a company threatened by financial difficulties, their position is reviewed at three different stages. The consequences of the company's financial difficulties and the ensuing reorganisation are examined in the first part. The second part deals with the decision-making process resulting in corporate reorganisation and other measures taken in order to combat the financial difficulties. The influence of shareholders on this process is examined. The final part discusses what is referred to as the 'repressive' stage. It centres on the question of the extent to which corporate decision makers can be held accountable, perhaps even liable, for the course of events during the period of time in which the company suffered financial difficulties. The author's principal conclusions are summarized below. An overview of the main findings of

this dissertation can also be found in the concluding remarks at the end of each chapter.

The first part of the dissertation (chapter 3) is dedicated to the consequences of a financial crisis for the company and its main stakeholders. Over the years, a number of reorganisation measures have emerged from Dutch corporate practice. These measures may be employed in attempting to rescue some of the business activities in a group structure by separating profitable from non-profitable activities. Three types of corporate reorganisation measures are distinguished. They differ by the degree to which they affect the existing group structure and the effectiveness of separating profitable from non-profitable activities. The author's analysis of the various reorganisation measures and of their effect on the parties involved shows that the costs of a financial crisis and subsequent reorganisation are primarily born by the company's creditors. Creditors of non-profitable companies within the group are often left in the cold. Financial institutions, such as banks, enjoy an exceptional position among the group of creditors. They often have been given security enabling them to exert pressure on the company's management and influence, to a large degree, the way in which the company is to be reorganised. The role of suppliers of loan capital shows that the consequences of reorganisation for the position of interested parties largely depends on the influence these parties may have on the decision-making process leading to such reorganisation and subsequently on the type of reorganisation measures that are to be employed.

The position of the shareholders largely depends on the specific reorganisation measures. However, in general, it may be concluded that, as a result of reorganisation, the shareholders of the holding company involved are often faced with a reduction in the value of their shares as well as with a decrease in their participation in the company's capital. Assessment of the practical consequences of a financial crisis reveals that reorganisation measures are often taken by the board of managing directors in close collaboration with the company's main suppliers of loan capital. In many cases, the shareholders are not involved in this process.

The second part of this study (chapter 4) is dedicated to what can be referred to as the 'preliminary stage': the decision-making process that may be required due to the company's financial difficulties. Where a company faces severe financial difficulties, a decision will have to be taken with regard to the company's prospects. Two types of decision are distinguished: 'crisis-resolution' decisions and 'reorganisation' decisions. Financial difficulties will make it necessary for corporate decision makers to first decide whether to continue the company's business as it is; to reorganise the company; or to wind it up. The decision that needs to be taken in this first round of decision-making is referred to as the 'crisis-resolution' decision. If it is decided in this round that the financial difficulties of the company call for a reorganisation of its activities, a decision will have to be made as to the type of reorganisation measures to be employed. The decision taken in this second round of decision-making is referred to as the 'reorganisation' decision.

Relations within the company at this preliminary stage are discussed in this second part. The distribution of powers between the major corporate decision

makers is examined. The board of managing directors and the general shareholders' meeting may be regarded as the most important corporate decision makers. The current distribution of powers, established under both Dutch and European company law, shows that the power to take decisions that seriously affect the nature and structure of the company rests with the shareholders. The author is of the opinion that in conformity with the basic principles of (European) company law, the power to take a 'crisis-resolution' decision should be vested in the general shareholders' meeting. Whether the power to take a decision on reorganisation should also be granted to the shareholders depends on what reorganisation measures are deemed appropriate. According to the Dutch criteria, the shareholders must be consulted if the circumstances call for measures that will greatly affect the nature and structure of the company. The board of managing directors plays an important role in the decision-making process. The board has a duty to duly inform the general shareholders' meeting of the company's financial situation and offer potential solutions. It is also responsible for properly preparing reorganisation measures.

The third part of the study (chapters 5-8) focuses on the 'repressive' stage. Where a company finds itself in financial difficulties, the interests of the creditors become of paramount importance. The author examines the extent to which corporate decision makers are required to take the interests of the company's creditors into account. The issue is dealt with from a comparative perspective, in which, apart from the Dutch approach, the 'wrongful trading' rule under English law and the South-African regulation governing reckless and fraudulent trading are studied.

The board of managing directors (possibly jointly with the supervisory board in a two-tier board structure) and the shareholders may be considered the most important decision makers within the company. In this light, the author discusses the extent to which Dutch, English and South-African law provides creditors with the possibility to first hold directors and subsequently the shareholders liable for any loss they may have sustained as a result of the company's policy in times of financial distress.

The author also examines whether a legal basis exists for the assumption departed from in the second part of the research that, when a company faces severe financial difficulties, a decision will have to be taken on the future of that company. Neither Dutch company law nor Dutch insolvency law places on the company itself or on its board of directors a duty to apply for a court order to wind up the company if the financial status of the company is close to insolvency. In all three jurisdictions under study, the recognition that the interests of the creditors must prevail when the company faces insolvency has resulted in directors' liability. Managing directors conduct the day-to-day management of the company and should therefore be well informed about its financial status and any financial difficulties that may have arisen. Consequently, the board of managing directors (within a one-tier board structure) and its individual members are in the best position to take the necessary measures in order to prevent the company from conducting its business to the detriment of the creditors. As a result, the directors are the first to be held liable if such detrimental effects occur. In the Netherlands, the duties and liabilities of individual managing directors of a company facing financial difficulties are mainly governed

by general principles of liability law. The main rules relating to this issue have been developed in cases brought on the grounds of 'wrongful act' (*onrechtmatige daad*/'tort'). According to most recent Dutch case law, neither the board nor the individual managing directors are obliged, in principle, to prevent the company from trading when faced with grave financial difficulties. However, this becomes different if it is evident that the company is unable to meet its debts as they fall due. The *Beklamel* rule established in Dutch case law holds directors liable towards the creditors of the company if they enter into contracts on behalf of their company where they know or may be reasonably expected to know that the company will be unable to meet its liabilities or that the loss sustained by creditors as a result cannot be recovered from the company. The *Beklamel* rule relates the liability of the managing director to the conclusion of contracts on behalf of the company. In all other circumstances, liability of managing directors is tested against the standard of 'severe personal blame' of the director in question. The drawback of this approach has been discussed in Dutch literature. One of the disadvantages of the *Beklamel* rule is that it only results in *ex-post* protection of contractual claimants who entered into a contract with the company at the time at which the director possessed the required knowledge. Non-contractual creditors of the company or creditors who entered into a contract with the company before the director obtained the required knowledge, are left in the cold. However, an exception is made for creditors whose claims arise from long-term contracts. According to Dutch case law, in claiming the liability of directors for losses sustained as a result of the company's non-compliance, these creditors can invoke the *Beklamel* rule as well.

In England, liability of directors of companies suffering financial difficulties, is governed by the 'wrongful trading' rule. This rule applies in any case where a company has gone into 'insolvent liquidation'. Comparison of this rule and the approach developed by the Dutch courts reveals that the scope of the English rule is broader. According to the 'wrongful trading' rule, a person who has acted as a managing director of a company may be held liable if at some time prior to the commencement of the winding-up, he 'knew' or 'ought to have concluded' that there was no 'reasonable prospect' of avoiding insolvent liquidation. However, a director who took every possible step in order to minimize potential loss to the company's creditors is exempted from liability. The threat of liability under the 'wrongful trading' rule provides an incentive for directors to closely monitor the financial status of the company and to anticipate any possible difficulties in that respect. In contradistinction to the Dutch approach, the English rule does not require a director to have actively acted on behalf of the company. To establish liability, it is not necessary that the director entered into a contract with the creditor on behalf of the company at a time at which the director knew or ought to have known that the company would not be able to meet its liabilities as they fell due. The mere fact that the director failed to intervene in order to minimize potential loss to the creditors suffices to bring a claim on the grounds of wrongful trading. The author's conclusion is that the English 'wrongful trading' rule results in stricter regulation of the freedom of directors, imposing on them a broader duty to take into account the interest of creditors. It is observed in the literature that this duty does not only extend to the company's voluntary creditors, but to its involuntary creditors as well. In

addition to new creditors, the rule protects old creditors who entered into a contract with the company at a time at which the director had not yet obtained the required knowledge.

Unlike the 'wrongful trading' rule and similar to Dutch case law, the South-African rule concerning fraudulent and reckless trading requires active conduct of the person held liable. Not only directors, but 'any person who was knowingly a party to the carrying on of the business in a reckless manner or with intent to defraud creditors of the company or creditors of any other person or for any fraudulent purpose' may be declared personally responsible for the company's debts or other liabilities. However, the rule requires less active conduct if the person involved owes a special duty of care to the company. Directors, for example, owe such a duty of care and may therefore more readily be considered 'knowingly a party' to the reckless or fraudulent conduct. Furthermore, the South-African rule leaves the court broad discretion in designating the beneficiaries of such a declaration of reckless or fraudulent trading and in distinguishing between the creditors. In contradistinction with the English rule, the South-African regulation neither requires that the company is insolvent nor that court proceedings be instituted by the liquidator. Any creditor of the company can, on his own behalf, invoke the 'fraudulent or reckless trading' rule.

According to Dutch case law, a shareholder having a dominant influence on the management of a company may, under certain circumstances, be liable towards the company's creditors. Such liability will mainly occur in relation to a dominant shareholder within a group structure who fails to take the interests of the creditors of a subsidiary into account. According to most recent Dutch case law, a dominant shareholder, such as a holding company, may owe a duty of care to the creditors of a subsidiary, if the holding company has intrusively interfered in the policy-making at subsidiary level. Furthermore, the dominant shareholder should have been aware that the way in which the business of the company was conducted would result in prejudice to the creditors. Both the English 'wrongful trading' rule and the South-African 'reckless or fraudulent trading' rule provide for the possibility to hold a dominant shareholder liable. However, in both systems a certain degree of interference by the shareholder in the policy-making of the company is required. In other words, breach of the theoretical duality between the duties of the board of directors and those of the shareholders, may entail that the shareholders become subject to liability since the separation between ownership and control *de facto* no longer exists in that case.

After having discussed that not only directors but also shareholders may be seen as important corporate decision makers and that under certain circumstances not only directors but also dominant shareholders may be held liable towards the company or its creditors, the author raises a further question: to what extent should shareholders of companies in financial difficulties take into account the interests of other stakeholders, in particular those of the company's creditors? The answer to this question depends largely on the way in which the shareholder has used its position as shareholder and on the rights derived from this position. The more the shareholder has interfered in the management of the company, the more it may be expected to take the interests of other interested parties into account. As was

referred to above, according to the principles derived from Dutch case law, a shareholder can be held liable if he was aware of the fact that the business of the company was conducted to the detriment of the creditors, providing the shareholder had the power to intervene and take measures in order to prevent or minimize the detrimental effect. This will be the case where the principle of duality is violated and in consequence the separation between ownership and control is actually undone. The author argues that it should be acknowledged that shareholders, also in the absence of a group structure, may have an intrusive and dominant influence on the management of a company, resulting in the *de facto* elimination of the theoretical separation between ownership and control.

The recognition that the interests of the creditors should be taken into account and perhaps even given priority when a company is close to insolvency, has resulted in some form of directors' liability. As discussed above, liability, in the event of insolvent trading, of company directors, as regulated in Dutch law, has several disadvantages. The *Beklamel*-rule requires directors to no longer engage into contracts on behalf of the company at a time when they knew or ought to have known that the company would be unable to meet its liabilities or that the losses of the creditor due to the company's inability to meet its liabilities could not be recovered from the company. This implies that once the *Beklamel*-moment has been reached and therefore the interests of the creditors should explicitly be taken into account, the financial difficulties within the company have already reached an advanced state. The author argues that stricter regulation of the issues surrounding insolvent trading by limited liability companies and any ensuing prejudice to creditors may be achieved by either tightening the existing Dutch rules on directors' liability or by redefining the distribution of powers and accompanying responsibilities in the event of financial distress.

If it is accepted, in line with the traditional approach, that the board of managing directors is ultimately responsible for the course of events during a financial crisis, the Dutch criteria for directors' liability relating to these situations should be tightened to ensure that creditors are not overly disadvantaged by the drawbacks of the principle of limited liability when these situations arise. In so doing, it is important to encourage timely recognition of a financial crisis. Furthermore, managing directors of Dutch companies should be granted the freedom and the possibility to take all reorganisation measures deemed appropriate. This may be achieved by applying the principles underlying the 'wrongful trading' rule in English law, which provides that a director cannot be held liable if he:

'took every step with a view to minimising the potential loss to the company's creditors as (assuming him to have known that there was no reasonable prospect that the company would avoid going into insolvent liquidation) he ought to have taken'.

The threat of liability might lead to risk-averse behaviour by the company's directors. In order to avoid personal liability, directors may be inclined to apply at an early stage for a court order to wind up the company. Instead of holding (Dutch) directors liable for continuing to trading on behalf of the company at a time at which they were aware that the point of no return had been reached, adopting the English principles underlying the wrongful trading rule would entail that these directors

would be given the freedom to take every possible step to minimize potential loss to creditors by taking the necessary reorganisation measures rather than to merely cease trading at a time at which the interests of the creditors are prejudiced.

Instead of adopting the above traditional approach that places the responsibility ultimately and solely on the company's directors in the event of financial crisis, the matter could also be dealt with by redefining the distribution of powers and responsibilities in the event of such a crisis. An interesting feature of the English 'wrongful trading' rule is that it forces company directors to closely monitor the company's financial status and to recognize and signal a possible financial crisis in time. The same effect may be achieved by imposing a duty on managing directors of Dutch companies to timely inform the general shareholders' meeting of a looming financial crisis. Non-compliance with this duty may result in directors' liability if the company, in spite of the financial difficulties, continues to conduct business to the detriment of its creditors. Non-compliance could also lead to directors' liability towards the company. It is not easy to determine at what point in time the shareholders should be informed of a (looming) financial crisis. However, this point may be considered to have been reached when the directors know or may be reasonably expected to know that, in the light of the financial difficulties, the company will not be able to proceed with its business activities without far-reaching reorganisation measures being taken or without acquiring additional financial means, either through equity or loan capital. An objective test may be applied to determine whether or not this point has been reached. In order to assess whether the director knew or may be reasonably expected to know that the financial difficulties of the company had reached this point, the knowledge that may be reasonably expected of a capable director may serve as the assessment criterion.

A similar objective test is used in the 'wrongful trading' rule under English law. Once informed by the directors, it should be up to the shareholders to decide the company's future. Several reasons may justify the involvement of the shareholders in this decision-making process and the delegation of the decision-making power to the general shareholders' meeting. This is in line with the distribution of powers between company organs under Dutch and European company law. Involving shareholders in this process has some additional advantages. It entails a separation of the responsibilities of the board of managing directors and those of the general shareholders' meeting. As referred to earlier, the threat of liability that exists if and when a company is no longer able to pay its debts as they fall due, may lead to risk-averse behaviour by directors. This could be avoided if the decision-making power were granted to the shareholders. Shareholders may be seen as 'better' decision makers, in this respect, since they have invested money in the company and will therefore be inclined to take every possible measure in order to rescue as much of its activities as possible, even in the prospect of liability. The outline of the practical consequences of a financial crisis, as presented in part I, shows that reorganisation can often result in a decrease in the value of shares as well as in lesser participation of existing shareholders in the company's capital. This may also be a reason to involve the existing shareholders in the 'crisis-resolution' decision. Shareholders should be given the opportunity to decide whether or not they are prepared to supply the company with additional equity capital instead of being faced with a

reduced stake in the company's capital. Furthermore, involving the shareholders in the decision-making process would ensure that responsibility is placed on that corporate decision maker who is actually capable of taking the decision to wind up the company. However, the shareholders may have to decide between carrying on as usual, reorganising or winding up the company. In taking this 'crisis-resolution' decision, the general shareholders' meeting may also decide that the company needs to be reorganised. In that case, the board of directors may be requested to draw up a reorganisation scheme. Allocation of decision-making power related to reorganisation is contingent on the way in which the reorganisation will be carried out. If the proposed reorganisation measures greatly affect the company's nature and structure, the general shareholders' meeting must in any case be consulted. The shareholders may feel, however, that the financial situation within the company does not justify reorganising or winding up the company. Interesting, in this respect, is if and to what extent shareholders should take the interests of other parties involved into account when taking the 'crisis-resolution' decision. Under Dutch law, a shareholder is allowed, in principle, to give priority to his own interest when exercising his voting rights. However, the principle of reasonableness and fairness ('good faith') may limit that freedom. Unwritten rules of 'proper social conduct' may also restrict the freedom of shareholders to serve their own interest. Breach of these rules may constitute a 'wrongful act' ('tort') committed against a third party. It is pointed out in the literature that the limitations on this freedom of shareholders to serve their own interest are a) related to the position of the shareholder within the company and b) to the type of decision that needs to be taken. The position of the shareholder within the company is determined by the way in which the shareholder has exercised his shareholder rights. The 'crisis-resolution' decision that the shareholders need to take, may have severe consequences for third parties, such as the creditors. It is therefore justified to require of them that in taking the 'crisis-resolution' decision they not only serve their own interests but also take into account the interests of the creditors. If the shareholders allow the company to continue its business without taking any reorganisation measures or recapitalizing the company, this should happen on the basis of a well thought-through decision, in which the interests of the creditors have been taken into account. A lack of financial means implies that the boundaries of the limitation of liability have been reached, since the fact that the company is supplied with sufficient equity capital partly justifies such limitation. For this reason, the shareholders should take the interests of the creditors into account once the company lacks the necessary financial means to meet its debts.

If their interests are prejudiced, creditors of Dutch companies should, under certain circumstances, be given the possibility to hold the shareholders accountable. Liability may arise if it can be proven that a shareholder has acted contrary to a duty of care owed to the company's creditors. A breach of this duty may result in the liability of the shareholder on the grounds of having committed a 'wrongful act' against the creditors. The author argues that such a duty of care exists if the shareholder was aware of the fact that continuation of the company's activities would disadvantage creditors, providing that shareholder was in a position to prevent such prejudice. Decisive here is what can be reasonably expected of a shareholder who would find himself in a similar position as the shareholder in question. The

answer to this question depends on the position of the shareholder in the company. Liability may arise in relation to a shareholder who, because of his/its position within the company, has the possibility to influence the 'crisis-resolution' decision taken by the general shareholders' meeting, but failed to sufficiently take into account the interests of the creditors.

LIJST VAN GERAADPLEEGDE EN VERKORT AANGEHAALDE LITERATUUR

Van Achterberg 1989

M.P. van Achterberg, *De juridische definitie van het economische verschijnsel concern*, Vennootschaps- en rechtspersonenrecht. Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, Deventer: Kluwer 1989.

Adriaanse 2005

J.A.A. Adriaanse, *Restructuring in the shadow of the law: informal reorganization in the Netherlands*, Deventer: Kluwer 2005.

Adriaanse 2006

J. Adriaanse, 'Mediation bij reddingsoperaties van bedrijven in financiële moeilijkheden', *Tijdschrift voor Mediation* 2006, p. 65-74.

Adriaanse & Kuijl 2004

J.J.A. Adriaanse & P.J.G. Kuijl RA, 'Ondernemingen in financiële moeilijkheden: alternatieven voor reorganisatie', *Accounting* 2004, p. 4-15.

Van Amsterdam 2004

A.M. van Amsterdam, *Insolventie in economisch perspectief*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2004.

Van Andel 2006 I

W.J.M. van Andel, 'Aansprakelijkheid voor nalaten in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 50-55.

Van Andel 2006 II

W.J.M. van Andel, 'Naschrift bij de reactie van mr. J.S. Kortmann', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 388-390.

Andriesen 1985

J.E. Andriesen, 'Het RSV-drama', *Economisch-statistische berichten* 1985, p. 319-320.

Asser/Maeijer 5-V 1995

J.M.M. Maeijer, MR. C. Asser's *handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. 5. Bijzondere overeenkomsten. Vennootschap onder firma. Deel V. Maatschap, commanditaire vennootschap*. Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1995.

Asser/Maeijer 2-III 2000

J.M.M. Maeijer, MR. C. Asser's *Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht. 2. De naamloze en de besloten vennootschap. Deel III. Vertegenwoordiging en rechtspersoon*. Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

Assink 2005 I

B.F. Assink, 'Enige beschouwingen over Duitse ontwerpwetgeving, de Amerikaanse 'business judgment rule' en ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 372-378.

Assink 2005 II

B.F. Assink, 'Enige gedachten omtrent interne bestuurdersaansprakelijkheid', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 405-409.

Assink 2006 I

B.F. Assink, 'Over de 'business judgment rule' – Enige recente ontwikkelingen in het vennootschapsrecht van met name Duitsland en Delaware', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 75-77.

Assink 2006 II

B.F. Assink, 'De Mannesmann-zaak – Een verhaal over irrationaal gedrag, hoogmoed en de bijbehorende val', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 163-169.

Assink 2006 III

B.F. Assink, 'Over vrijheid van ondernemingsbeleid en het enquêterecht – Divergentie en convergentie van bestuurlijke gedragsnormen en rechterlijke toetsingsnormen nader bezien', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 307-316.

Assink 2006 IV

B.F. Assink, 'Geen onbehoorlijke taakvervulling ex art. 2:9 BW. Hof 's-Hertogenbosch 11 april 2006, rolnr. C0400177/BR, LJN: AW9666', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 441-444.

Assink & Olden 2005

B.F. Assink & P.D. Olden, 'Over bestuurdersaansprakelijkheid – De reikwijdte van de maatstaf 'ernstig verwijt', vrijtekening en vrijwaring nader bezien', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 9-16.

Attenborough 2006

D. Attenborough, 'The Company Law Reform Bill: an analysis of directors' duties and the objective of the company', *The Company Lawyer* 2006, p. 162-169.

Bachner 2004

T. Bachner, 'Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?' *European Business Organization Law Review* 2004/5, p. 293-319.

Bailey e.a. 2001

E. Bailey, H. Groves & C. Smith, *Corporate Insolvency. Law and Practice*, London, Edinburgh and Dublin: Butterworths 2001.

Bartel & Lammens 1983

J.C. Bartel & C. Lammens R.A., 'De sterfhuisconstructie als een vorm van flexibele ondernemingsstructuur', *Maatschappijbelangen* 1983, p. 363-367.

Bartman 1989

S.M. Bartman, *Concernbeleid en aansprakelijkheid. Over (o.a.) convergentie in rechtsdenken op het gebied van concernverhoudingen tussen Nederland en de Bondsrepubliek Duitsland*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, Deventer: Kluwer 1989.

Bartman 2000

S.M. Bartman, 'Doorbraak van het concern in het NV/BV-recht', in: J.B. Wezeman e.a. (red.), *A-T-D. Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 1-15.

Bartman 2004

S.M. Bartman, *Voorbij NV en BV. Over corporate governance en het tekort van ons vennootschapsrecht* (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 2004.

Bartman & Dorresteyn 2003

S.M. Bartman & A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2003.

Bartman & Dorresteyn 2006

S.M. Bartman & A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2006.

Van Basten-Boddin & Schwarz 2006

C. van Basten-Boddin & C.A. Schwarz, 'Verzet kansrijk tegen weigeren decharge', *Financieel Dagblad* 20-06-2006.

Beckman 1994

H. Beckman, 'Bestuurder, taak en aansprakelijkheid', in: J.R. Glasz, H. Beckman RA & J.A.M. Bos, *Bestuur en toezicht*, Deventer: Kluwer 1994, p. 49-149.

Beckman 2006

H. Beckman, 'Inleiding ondernemingsfinanciering', in: G. van Solinge e.a., *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 1-21.

Bergkamp & Pak 2001

L. Bergkamp & W.-Q. Pak, 'Piercing the corporate veil: shareholder liability for corporate torts', *Maastricht Journal of Comparative Law* 2001, p. 167-187.

Blackman (Law of South Africa)

M.S. Blackman, Companies, in: W.A. Joubert, *Law of South Africa*, Durban: Butterworths (losbl.).

Blackman, Jooste & Everingham (Commentary on the Companies Act)

M.S. Blackman, R.D. Jooste & G.K. Everingham, *Commentary on the Companies Act*, Landsdowne: Juta & Co Ltd (losbl.).

Blanco Fernández 2000

J.M. Blanco Fernández, 'Rechtspositie en aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 474-480.

Blanco Fernández 2001

J.M. Blanco Fernández, 'Naschrift op de reactie van mr. P. Roos', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 144.

Borrius 2003 I

Y. Borrius, 'Bestuurdersaansprakelijkheid; stand van de jurisprudentie', *Jurisprudentie Ondernemingsrecht plus* 2003, p. 69-75.

Borrius 2003 II

Y. Borrius, 'Behoorlijk bestuur; één gedragsnorm?' in: G. van Solinge & M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2002-2003*, Deventer: Kluwer 2003, p. 79-103.

Borrius 2004

Y. Borrius, 'Kroniek bestuurdersaansprakelijkheid', in: G. van Solinge & M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de vereniging corporate litigation 2003-2004*, Deventer: Kluwer 2004, p. 7-34.

Boschma 1996

H.E. Boschma, 'De aansprakelijkheid van de natuurlijke persoon/enig aandeelhouder in het licht van de twaalfde richtlijn', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1996, p. 298-303.

Boschma 1997

H.E. Boschma, *De eenpersoons-BV*, Deventer: Kluwer 1997.

Boschma 2003

H.E. Boschma, 'De persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurder wegens het voortzetten van verliesgevende activiteiten van de vennootschap', in: H.E. Boschma e.a., *LT. Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vino Timmerman ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar Handelsrecht en Ondernemingsrecht aan de RUG*, Deventer: Kluwer 2003, p. 1-13.

Boschma & Lennarts 1994

H.E. Boschma & M.L. Lennarts, 'Het voortzetten van verliesgevende activiteiten in rechtsvergelijkend perspectief', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 1994, p. 285-290.

Boschma & Lennarts 1996

H.E. Boschma & M.L. Lennarts, 'Aansprakelijkheid van enig aandeelhouder op grond van betalingsonwil? Pres. Rb. Zutphen 18 juli 1995, Prg. 1995, nr. 4406; JAR 1995, 245', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1996, p. 50-51.

Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2005

H.E. Boschma, M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming*, 18 augustus 2005. Zie in dit verband eveneens: H.E. Boschma, M.L. Lennarts en J.N. Schutte-Veenstra, *Alternative system for capital protection*, Deventer: Kluwer 2005.

Bosse 2002

W. Bosse, 'Het rechtskarakter van de niet in de wet overgenomen bepalingen van de Departementale Richtlijnen 1986', in: W. Bosse e.a., *Statuten zonder bezwaar. Preadvies uitgebracht voor de jaarlijkse ledenvergadering van de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie*, Den Haag: Koninklijke Vermande 2002, p. 15-49.

Bosse 2004

W. Bosse, 'Gevolgen ontbreken goedkeuring algemene vergadering voor ingrijpende bestuursbesluiten (art. 2:107a lid 2 BW): wetgever contra systeem van de wet en Hoge Raad', *WPNR* 2004, p. 834-839.

Boyle & Birds 2004

J. Birds, I. MacNeil, G. McCormack, C. Twigg-Flesner & C. Villiers, *Boyle & Birds' Company Law*, Bristol: Jordan Publishing Limited 2004.

Bras 2006

M. Bras, 'Verslag vergadering Vereniging Corporate Litigation over "Verantwoordelijkheid van aandeelhouders ten opzichte van de vennootschap"', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 480-483.

Brenninkmeijer 1973

A.M. Brenninkmeijer, *Stemovereenkomsten van aandeelhouders*, Vennootschaps- en rechtspersonenrecht. Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, Deventer: Kluwer 1973.

Bundel NV en BV

Bundel Naamloze en Besloten vennootschap, onder redactie van J.M.M. Maeijer, met medewerking van J. Roest (thans M.J.E.W. Meijer-Kemps), sedert 1969 (losbl.).

Van der Burg 1993

J.G.J. van der Burg, 'Ziekenbed in plaats van sterfhuis?', *De Accountant* 1993, p. 740-744.

Butcher 2000

B.S. Butcher, *Directors' Duties. A New Millennium, A new Approach?*, The Hague: Kluwer Law International 2000.

Cahen 1970

J.L.P. Cahen, 'De invloed van de belangenverbreding op het handelen van de aandeelhouder', in: *Honderd jaar rechtsleven. De Nederlandse Juristen-vereniging 1870-1970*, Zwolle: Tjeenk Willink 1970, p. 71-84.

Campbell 1994

A. Campbell, 'Wrongful Trading and Company Rescue', *Cambrian Law Review* 1994, p. 69-87.

Charlesworth 2005

G. Morse & S. Girvin, *Charlesworth Company Law*, London: Sweet & Maxwell 2005.

Cilliers & Benade e.a. 2001

H.S. Cilliers, M.L. Benade, J.J. Henning, J.J. Du Plessis, P.A. Delport, L. De Koker & J.T. Pretorius, *Korporatiewe Reg*, Durban: LexisNexis Butterworths 2001.

Collins 1990

H. Collins, 'Ascription of Legal Responsibility to Groups in Complex Patterns of Economic Integration', *Modern Law Review* 1990, p. 731-744.

Cook 1999

C. Cook, 'Wrongful trading - Is it a real threat to directors or a paper tiger', *Insolvency Law Journal* 1999, p. 99-105.

Corporate governance code van de Commissie Tabaksblad

Commissie corporate governance, *De Nederlandse corporate governance code. Beginnen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, 9 december 2003.

Corr 2001

P.H.M. Corr, 'Wrongful Trading', *Finance & Credit Law* 2001, 3.7(1).

Couwenbergh & Elshout 2006

P. Couwenbergh & P. Elshout, 'Sprinkhanen ontkomen aan wetgeving', *Financieel Dagblad* 27-09-2006.

Couwenberg & de Jong 2005

O. Couwenberg & A. de Jong, 'De 'black box' van de stille reorganisatie geopend', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 397-403.

Van Daal 2003

G. van Daal, 'De ernst van de verwijten aan de statutair bestuurder', *Advocatenblad* 2003, p. 168-169.

Davies 2003

P.L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London: Sweet & Maxwell 2003.

Dorresteyn 1985

A.F.M. Dorresteyn, *Bedrijfssluiting. Van faillissement van de eenmanszaak tot Ogemsterfluis*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1985.

Dorresteyn 1996

A.F.M. Dorresteyn, 'Ontvlechting: constructies en transacties', in: A.F.M. Dorresteyn (red.), *Ontvlechting van ondernemingen*, Arnhem: Gouda Quint 1996, p. 1-26.

Van Dorsten 1999

J.L. Van Dorsten, *The Law of Company Directors in South Africa*, Constantia: Meridian Press CC 1999.

Dortmond 1989

P.J. Dortmond, *Enige beschouwingen rondom aandelen. Serie monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut*. Deventer: Kluwer 1989.

Dortmond 1990

P.J. Dortmond, 'Misbruik van rechtspersonen', in: L. Timmerman e.a. (red.), *Piercing Van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 1990, p. 13-23.

Dortmond 2000 I

P.J. Dortmond, 'De werkkring van Van Schilfgaarde en het monisme', in: J.B. Wezeman e.a. (red.), *A-T-D Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 67-72.

Dortmond 2000 II

P.J. Dortmond, *Stemovereenkomsten rondom de eeuwwisseling (oratie Leiden)*, Deventer: Kluwer 2000.

Dortmond 2003

P.J. Dortmond, 'Extra verplichtingen voor aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 333-336.

Van Duuren 2002

T.P. van Duuren, *De joint venture-vennootschap*, Schoordijk Instituut. Center for Company Law, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002.

Van Eeghen 2002

L.J. van Eeghen, 'De aansprakelijkheid van bestuurders na feitelijke insolventie', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2002, p. 197-205.

Van Eeghen 2006

L.J. van Eeghen, *Het schemergebied vóór faillissement*, Center for Company Law, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2006.

Fama & Jensen 1983

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of ownership and control', *Journal of Law and Economics* Vol. 26 (301) June 1983.

Frentrop 2006

P. Frentrop, 'Decharge bestuur', *Financieel Dagblad* 26-06-2006.

Flannigan 2004

R. Flannigan, 'Fiduciary Duties of Shareholders and Directors', *The Journal of Business Law* 2004, p. 277-302.

Fourie 1994

J.S.A. Fourie, 'Limited Liability and Insolvent Trading', *Stellenbosch Law Review* 1994, p. 148-175.

Fourie 1992

O.J.S. Fourie, 'Die Plig van Direkteure Tenoor Maatskapyskuldeisers', *South African Mercantile Law Journal* 1992, p. 25-52.

Franken 2005

S. Franken, 'Insolventierecht als een corporate governance mechanisme', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 470-478.

Frentrop 2002

P. Frentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC. Corporate Governance 1602-2002*, Amsterdam: Prometheus 2002.

Van Galen 2006

R.J. van Galen, 'Activiteiten van de Commissie Insolventierecht', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 515-516.

Glasz 1995

J.R. Glasz, *Enige beschouwingen over zinvol commissariaat*, Recht en Praktijk, Deventer: Kluwer 1995.

Goode 2005

R. Goode, *Principles of Corporate Insolvency Law*, London: Sweet & Maxwell 2005.

Griffin 1999

S. Griffin, *Personal Liability and Disqualification of Company Directors*, Oxford: Hart Publishing 1999.

Van der Grinten 1982

W.C.L. van der Grinten, 'Ogem en haar aandeelhouders', *De Naamloze Vennootschap* 1982, p. 41-42.

Van der Grinten 1986

W.C.L. van der Grinten, 'De nieuwe misbruikwetgeving', *De Naamloze Vennootschap* 1986, p. 19-23.

Van der Grinten 1987

W.C.L. van der Grinten, 'Regresproblematiek in het bijzonder bij sterfhuisconstructies', in: J. Lievens e.a., *Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering*, Deventer: Kluwer 1987, p. 63-69.

Van der Grinten 1990

W.C.L. van der Grinten, 'Aansprakelijkheid van onderhorige groepsmaatschappijen voor schulden van andere groepsmaatschappijen', *De Naamloze Vennootschap* 1990, p. 24-27.

Van der Heijden/Van der Grinten 1992

W.C.L. van der Grinten, E.J.J. van der Heijden. *Handboek voor de Naamloze en de Besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1992.

De Groot 2003

H. de Groot, *Bestuurdersaansprakelijkheid*, Deventer: Kluwer 2003.

Groot 2003

J. Groot, 'Gevraagd: richtinggevend arrest over instructiebevoegdheid in het concernrecht', in: H.E. Boschma e.a. (red.), *LT. Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar Handelsrecht en Ondernemingsrecht aan de RUG*, Deventer: Kluwer 2003, p. 107-115.

Hamers 1996

J.J.A. Hamers, *Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen*, Deventer: Kluwer 1996.

Hamers 2002

J.J.A. Hamers, 'Recente ontwikkelingen in het ondernemingsrecht. Doorbraak, instructiebevoegdheid vs. instructiemacht en de bevoegdheid van de curator', *Stichting & Vereniging* 2002, p. 65-72.

Hamers & Olaerts 2002 I

J.J.A. Hamers & M. Olaerts, 'De betekenis van Hurks II voor het ondernemingsrecht', *Accounting* 2002, p. 7-14.

Hamers & Olaerts 2002 II

J.J.A. Hamers & M. Olaerts, 'Noot bij HR 21 december 2001, RvdW 2002,6 (De stichting Bedrijfsinformatie/Th.J.G.M. Hurks c.s.) met verwijzing naar HR 21 december 2001, RvdW 2002,7 (Lunderstädt/Jachtwerf Neptunus BV)', *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht* 2002, p. 334-341.

Hamers & Schwarz 2004

J.J.A. Hamers & C.A. Schwarz, 'De verjaring van de vordering tot volstorting van aandelen', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2004, p. 128-136.

Hamers & Van Vliet 2004

J.J.A. Hamers & L.P.W. van Vliet, *Inleiding personenvennootschappen*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2004.

Hansmann & Kraakman 1991

H. Hansmann & R. Kraakman, 'Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts', *The Yale Law Journal* 1991 vol. 100, p. 1879-1934.

Hansmann & Kraakman 2004 I

H. Hansmann & R. Kraakman, 'What is Corporate Law?', in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 1-19.

Hansmann & Kraakman 2004 II

H. Hansmann & R. Kraakman, 'The basic governance structure', in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 33-70.

Hansmann, Kraakman & Squire 2006

H. Hansmann, R. Kraakman & R. Squire, 'Law and Rise of the Firm', *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series: Discussion Paper* 2/2006, No. 546.

Havenga 1992

M. Havenga, 'Creditors, Directors and Personal Liability under Section 424 of the Companies Act', *South African Mercantile Law Journal* 1992, p. 63-69.

Havenga 1993

M. Havenga, 'Directors may not – or may they? – apply for the liquidation of their company', *Journal of Business Law* 1993, p. 183-184.

Havenga 1997

M. Havenga, 'Directors' Fiduciary Duties Under Our Future Company-law Regime', *South African Mercantile Law Journal* 1997, p. 310-324.

Havenga 1998

M. Havenga, 'Director's Personal Liability for Reckless Trading', *Tydskrif vir Hedendaagse Romeins-Hollands Reg* 1998, p. 719-722.

Havenga 2003

M. Havenga, 'Company Law 2002', *Journal of Business Law* 2003, p. 68-72.

Van Hees 1994

A. van Hees, 'Aansprakelijkheid van een bestuurder, interne en externe aansprakelijkheid', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Financiering en aansprakelijkheid*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1994, p. 1-4.

Heijnen 1996

H.M. Heijnen, 'Civielrechtelijke aspecten', in: A.F.M. Dorresteyn (red.), *Ontlechting van ondernemingen*, Arnhem: Gouda Quint 1996, p. 59-80.

Hendriks-Jansen 1982

Th.C.M. Hendriks-Jansen, 'Stemovereenkomsten', *De Naamloze Vennootschap* 1982, p. 6-13.

Henochsberg (losbl.)

P.M. Meskin, B. Calgut, A. Kunst, P.A. Delport & Q. Vorster, 'Volume 1', in: P.M. Meskin, B. Calgut, A. Kunst, P.A. Delport & Q. Vorster (red.), *Henochsberg on the Companies Act*, Durban: LexisNexis Butterworths (losbl.).

Hertig & Kanda 2004

G. Hertig & H. Kanda, 'Creditor protection', in: H. Hansman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press 2004, p. 71-99.

High Level Group 2002

High Level Group of Company Law Expert on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe d.d. 4 november 2002.

Hirte 2006

H. Hirte, *Kapitalgesellschaftsrecht*, Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH 2006.

Van den Hoek 1998

P.C. van den Hoek, 'De functie van de algemene vergadering', in: P.C. van den Hoek, P. van Schilfgaarde, H.J.M.N. Honée, M.W. den Boogert, E. Wymeersch, J.W. Winter, L. Timmerman & J.B. Huizink, *Corporate Governance voor juristen*, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-18.

Honée 1984

H.J.M.N. Honée, 'De sterfhuisconstructie en de positie van aandeelhouders van de holdingvennootschap', *De Naamloze Vennootschap* 1984, p. 16-19.

Honée 1986

H.J.M.N. Honée, 'Aansprakelijkheid in concernverhoudingen', in: P. van Schilf-gaarde e.a., *De nieuwe misbruikwetgeving*, Deventer: Kluwer 1986, p. 101-121.

Houwen 1993

L.G.H.J. Houwen, 'Aansprakelijkheid in concernverhoudingen naar Duits recht', in: L.G.H.J. Houwen, A.P. Schoonbrood-Wessels & J.A.W. Schreurs, *Aansprakelijkheid in concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 1993.

Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993

L.G.H.J. Houwen, A.P. Schoonbrood-Wessels & J.A.W. Schreurs, *Aansprakelijkheid in concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 1993.

Huizink (Rechtspersonen)

J.B. Huizink, in: A. de Bos RA e.a. (red.), *Rechtspersonen*, Deventer: Kluwer (losbl.).

Huizink 1989

J.B. Huizink, *Bestuurders van rechtspersonen*, Deventer: Kluwer 1989.

Huizink 1996

J.B. Huizink, 'Ondernemingsrechtelijke aspecten', in: A.F.M. Dorresteyn (red.), *Ont- vlechting van ondernemingen*, Arnhem: Gouda Quint 1996, p. 27-57.

Huizink 1997

J.B. Huizink, 'Vraagtekens bij art. 2:9 BW', *De Naamloze Vennootschap* 1997, p. 333-335.

Huizink 2002 I

J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid bij zwaar weer', *Tijdschrift voor Insol- ventierecht* 2002, p. 167-173.

Huizink 2002 II

J.B. Huizink, 'Van lusten en lasten', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2002, p. 309-310.

Van den Ingh 1991

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

Van den Ingh 1998

F.J.P. van den Ingh, 'Men gaat deur Hovaardy ver boven 't kappetael. Enige bespie- gelingen omtrent de financiële draagkracht van kapitaalvennootschappen (oratie Nijmegen)', in: van den F.J.P. Ingh, van G. Solinge & J.M.M. Maeijer, *Drie Nijmeegse redes. Beschouwingen over financiering, enquête-recht en privatisering*, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-36.

Van den Ingh 2000 I

F.J.P. van den Ingh, 'De bestuursstructuur van Fortis', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 138-143.

Van den Ingh 2000 II

F.J.P. van den Ingh, 'Het stemgedrag van aandeelhouders', in: J.B. Wezeman e.a. (red.), *A-T-D. Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 203-213.

Van den Ingh 2002 I

F.J.P. van den Ingh, 'De bevelstructuur in de vennootschap', in: L. Timmerman e.a., *Concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 2002, p. 13-27.

Van den Ingh 2002 II

F.J.P. van den Ingh, 'Bestuurdersaansprakelijkheid bij wanpresterende vennootschappen', in: F.J.P. van den Ingh e.a. (red.), *Met een zekere stijl. Gedenkboek ter ere van mr. Justus Voûte*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002, p. 99-111.

Van den Ingh 2006

F.J.P. van den Ingh, 'Aansprakelijkheid wegens het niet-benutten van kredietruimte', in: G. van Solinge e.a., *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 23-30.

Janssen 1992

Y. Janssen, 'De nazaten van Ogem', *Management team* 1992, p. 59-67.

Janssen Groesbeek 2006

M. Janssen Groesbeek, 'Verplicht het langdurig aandeelhouderschap', *Financieel Dagblad* 07-09-2006.

Jitta 2002

M.W.J. Jitta, 'Schuitje varen, theetje drinken, varen wij door het polderland', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 74-82.

Keay 2005

A. Keay, 'Wrongful trading and the liability of company directors: a theoretical perspective', *Legal Studies* 2005/25, p. 431-461.

Kemperink 2003

G.N.H. Kemperink, 'Instemmings- en consultatierechten van de ava', in: G. van Solinge & M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2002-2003*, Deventer: Kluwer 2003, p. 175-206.

Kersten 2004

H.H. Kersten, 'Aansprakelijkheid van bestuurders van administratiekantoren', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 454-459.

De Kluiver 1997

H.J. de Kluiver, 'Aansprakelijkheid en décharge; "een paar apart!"', *WPNR* 1997, p. 373-378.

De Kluiver 2000

H.J. de Kluiver, 'Goede trouw en rechtspersonenrecht', in: J.B. Wezeman e.a. (red.), *A-T-D. Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 225-240.

De Kluiver rapport 2004

H.J. de Kluiver e.a., *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht*, Den Haag: 6 mei 2004.

De Kluiver 2006

H.J. 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.

Koen 2006

C. Koen, 'Angelsaksisch kapitalisme belaaft Stork', *Financieel Dagblad* 18-12-2006.

Kortmann 2006

J.S. Kortmann, 'Aansprakelijkheid van bestuurders, commissarissen en aandeelhouders voor doen en laten', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 384-388.

Kortmann & Faber

S.C.J.J. Kortmann & N.E.D. Faber, 'Bestuurdersaansprakelijkheid en faillissement. Enige beschouwingen omtrent het rechtskarakter van de art. 2:138 en 2:248 BW', *WPNR* 1996, p. 899-906.

Kraakman & Hansmann 2000

R. Kraakman & H. Hansmann, 'The end of history for corporate law', *Yale Law School. Program for Studies in Law, Economics, and Public Policy. Law and Economics Working Paper* 2000 No. 235.

Kroeze 2005

M.J. Kroeze, *Bange bestuurders* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2005.

Kroeze, Timmerman & Wezeman 2005

M.J. Kroeze, L. Timmerman & J.B. Wezeman, *De kern van het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005.

Kroeze & Verbrugh 2007

M.J. Kroeze & M.A. Verbrugh, 'Rechterlijke bemiddeling bij Stork is ok', *Nederlands Juristenblad* 2007, p. 434-441.

Leebron 1991

D.W. Leebron, 'Limited liability, tort victims, and creditors', *Columbia Law Review* 1991/7, p. 1565-1565.

Leeuwe & Van der Grinten

M.V.M. Leeuwe & W.C.L. van der Grinten, 'Bedrijfsfusie', in: M.V.M. Leeuwe & W.C.L. van der Grinten, *Fusies van ondernemingen*, Deventer: Kluwer (losbl.).

Van Leeuwen 1990

B.H.A. van Leeuwen, *Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, Deventer: Kluwer 1990.

Lennarts 1999

M.L. Lennarts, *Concernaansprakelijkheid*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, Deventer: Kluwer 1999.

Lennarts 2006

M.L. Lennarts, *De twilight zone* (oratie Utrecht), Deventer: Kluwer 2006.

Lennarts & Schutte-Veenstra rapport 2004

M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra 31 maart 2004, *Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht*. Eveneens verschenen in boekvorm: M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht*, Deventer: Kluwer 2004.

Lennarts & De Valk 2004

M.L. Lennarts & S.N. de Valk, 'Aansprakelijkheid van bestuurders jegens werknemers wegens misbruik van faillissement', *Arbeidsrechtelijke Annotaties* 2004, p. 108-121.

Locke 2002

N. Locke, 'Shadow Directors: lessons from Abroad', *South African Mercantile Law Journal* 2002, p. 420-437.

Löwensteyn 1959

F.J.W. Löwensteyn, *Wezen en bevoegdheden van het bestuur van de vereniging en de naamloze vennootschap*, Zwolle: NV uitgevers-maatschappij W.E.J. Tjeenk Willink 1959.

Löwensteyn 1970

F.J.W. Löwensteyn, 'De naamloze vennootschap als raakpunt van contraire belangen', in: W.C.L. van der Grinten e.a. (red.), *Honderd jaar rechtsleven. De Nederlandse juristen-vereniging 1870-1970*, Zwolle: Tjeenk Willink 1970, p. 85-99.

Luiz 1988

S. Luiz, 'Extending the Liability of Directors', *South African Law Journal*, 1988 p. 788-793.

Luiz 1989

S.M. Luiz 1989, 'Liability of directors for "wrongful trading" in terms of English law', *Tydskrif vir Hedendaagse Romeins-Hollands Reg* 1989, p. 582-585.

Luiz & Van der Linde 1993

S.M. Luiz & K.E. Van der Linde, 'Trading in Insolvent Circumstances- Its Relevance to Sections 311 and 424 of the Companies Act', *South African Mercantile Law Journal* 1993, p. 230-237.

Van Maanen 2004

M.H.J. van Maanen, 'Positiebepaling van de Hoge Raad bij het ontwikkelen van maatstaven voor bestuurdersaansprakelijkheid', *Vennootschap & Onderneming* 2004, p. 118-122.

Maatman 2002

R.H. Maatman, 'Civielrechtelijke aspecten van beleggingen in private equity en hedge funds', in: R.H. Maatman & L.F. Palmen, *Alternative investments: civiel- en fiscaalrechtelijke aspecten van beleggingen in private equity en hedge funds*, Deventer: Kluwer 2002.

Maatman & Raaijmakers 2006

R.H. Maatman & G.T.M.J. Raaijmakers, 'Hedge funds in het ondernemingsrecht: virus of vaccin?' *Ondernemingsrecht* 2006, p. 256-262.

Mackenzie 1997

A.C. Mackenzie, 'Directors' Liability- In which Direction is South Africa heading?' *Tydskrif vir die Suid-Afrikaanse Reg* 1997, p. 370-379.

Maeijer 1964

J.M.M. Maeijer, *Het belangenconflict in de naamloze vennootschap* (oratie Nijmegen), Deventer - Antwerpen: NV Uitgeversmaatschappij AE. E. Kluwer 1964.

Maeijer 1991

J.M.M. Maeijer, 'Persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen; wanbeleid van rechtspersonen', in: J.M.M. Maeijer e.a., *Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten*, Deventer: Kluwer 1991, p. 3-15.

Maeijer 2000

J.M.M. Maeijer, 'Deelrechtsorde, redelijkheid en billijkheid, en vennootschappelijk belang', in: J.B. Wezeman e.a. (red.), *A-T-D. Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde*, Deventer: Kluwer 2000, p. 281-289.

Van der Marel 2006

G. van der Marel, 'Verliezers houden hoofd zelden koel', *Financieel Dagblad* 06-09-2006.

Maschhaupt & Storm 1978

J.H. Maschhaupt & P.M. Storm, *De Tweede EEG-richtlijn inzake vennootschapsrecht*, Preadviezen uitgebracht voor de gezamenlijke vergadering op 8 december 1978 van de Vereniging 'Handelsrecht' en de Nederlandse Vereniging voor Europees Recht, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1978.

Matlala 1994

D. Matlala, 'Is trading in Insolvency Innocent?', *African Law Review* 1994, p. 34-38.

McLennan 1987

J.S. McLennan, 'Powers of Directors to wind up Insolvent Companies', *South African Law Journal* 1987, p. 232-2237.

Meeter 1987

F. Meeter, 'Ontvlechting van een concern in financiële moeilijkheden', in: D.H. Beukenhorst e.a., *Offerhauskring vijftientig jaar: Feestbundel ter gelegenheid van het vijftientigjarig bestaan van de Studiekring Prof. Mr. J. Offerhaus*, Deventer: Kluwer 1987, p. 123-135.

Meijer 2006

E.T. Meijer, 'Verantwoording aan de curator bij misgelopen fusies en overnames', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 393-406.

Mendel 1989

M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang, mede in concernverband beschouwd* (oratie Leiden), Deventer: Kluwer 1989.

Mendel 1997

M.M. Mendel, 'Stemrecht, minderheidsaandeelhouders en ongelijkheidscompensatie', in: L. Betten e.a. (red.), *Ongelijkheidscompensatie als roode draad in het recht. Liber Amicorum voor prof. mr. M.G. Rood*, Deventer: Kluwer 1997, p. 207-215.

Mendelson 2002

N.A. Mendelson, 'A Control-Based Approach To Shareholder Liability for Corporate Torts', *Columbia Law Review* 2002, p. 1203-1303.

Miller & Rutledge 2005

E.S. Miller & T.E. Rutledge, 'The duty of finest loyalty and reasonable decisions: the business judgment rule in unincorporated business organizations?' *Delaware Journal of Corporate Law* 2005, p. 343-388.

Millon 2006

D. Millon, 'Piercing the corporate veil, financial responsibility, and the limits of limited liability', *Washington & Lee public legal studies research paper series. Working paper* No. 2006-08.

Milo 1998

D. Milo, 'The Liability of a Holding Company for the Debts of its Subsidiary: Is Salomon still Alive and Well?' *South African Law Journal* 1998, p. 318-345.

Mohr 1997

A.L. Mohr, 'Hoe schatplichtig is de vennootschap aan het vrije contractenrecht?' in: A.L. Mohr e.a., *J.L.P. Cahen bundel*, Deventer: Kluwer 1997, p. 217-227.

Morse 1998

G. Morse, 'Shadow and De Facto Directors in the Context of Proceedings for Disqualification on the Grounds of Unfitness and Wrongful Trading', in: B.A.K. Rider, *The Corporate Dimension*, Bristol: Jordans 1998, p. 115-127.

Mülbert 2006

P.O. Mülbert, 'A synthetic view of different concepts of creditor protection – or: A high-level framework for corporate creditor protection', *ECGI Working Paper Series in Law* 2006, N. 60.

Muscat 1996

A. Muscat, *The Liability of the Holding Company for the Debts of its Insolvent Subsidiaries*, Aldershot, Brookfield USA, Signapore, Sydney: Dartmouth 1996.

Nagelkerke & Prins 1983

J.J. Nagelkerke & B.M. Prins, 'De sterfhuisconstructie en de ontvlechtigingsproblematiek', in: R.J. de Folter e.a. (red.), *Overdracht van een onderneming. Art. 1639aa e.v. en de sterfhuisconstructie*, Deventer: Kluwer 1983, p. 177-195.

De Nijs Bik 2003

W.W. de Nijs Bik, 'Informatie, consultatie en goedkeuring van aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 43-48.

Noordraven 1989

G. Noordraven, 'Ondernemingsrechtspraak', *De Naamloze Vennootschap* 1989, p. 74-76.

Olaerts 2003

M. Olaerts, 'Noot bij HR 18 april 2003, JOR 2003, 160 (*Onroerend Goed Maatschappij c.s./D. van de Wetering BV*), NTBR rechtspraak kort', *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht* 2003/10, p. 599-601.

Olaerts 2004

M. Olaerts, 'Regresverhaal? Enige beschouwingen omtrent de uit concernfinanciering voortvloeiende regresproblematiek', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2004/2, p. 71-81.

Olaerts & Hamers 2003

M. Olaerts & J.J.A. Hamers, 'Van schuldeiser tot kapitaalverschaffer: meerdere wegen leiden naar Rome', *Stichting vereniging en vennootschap* 2003, p. 140-153.

Van Olffen 1987

M. van Olffen, 'Concernfinanciering', *Recht en bankpraktijk* 1987, p. 122-125.

Van Olffen 2002

M. van Olffen, 'Juridische en niet juridische splitsing in concernverband', in: L. Timmerman e.a., *Concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 2002, p. 97-124.

Oosthout 1998

H.B. Oosthout, *De doorstart van een insolvente onderneming. Niks of Phoenix*, Deventer: Kluwer 1998.

Oostwouder 1996

W.J. Oostwouder, *Management Buy-out*, Deventer: Kluwer 1996.

Oostwouder 1997

W.J. Oostwouder, 'Management Buy-out', *De Naamloze Vennootschap* 1997, p. 49-60.

Ophof 1983 I

H.P.J. Ophof, 'De sterfhuisconstructie en praktische problemen bij holdingmaatschappijen', in: R.J. de Folter e.a. (red.), *Overdracht van een onderneming. Art. 1639aa e.v. en de sterfhuisconstructie*, Deventer: Kluwer 1983, p. 163-175.

Ophof 1983 II

H.P.J. Ophof, 'Problemen met hoofdelijke aansprakelijkheid in concernverband', *Nederlands Juristenblad* 1983, p. 1192-1194.

Palmer's 2002

Palmer's Company Law, London: Sweet & Maxwell 2002.

Parijs 2003

S. Parijs, 'De grenzen van aansprakelijkheid van bestuurders in Nederland en de Verenigde Staten', in: H.E. Boschma e.a., *LT. Verzamelde 'Groninger' Opstellen aangeboden aan Viro Timmerman*, Deventer: Kluwer 2003, p. 229-239.

Parl. Gesch. Boek 6

C.J. van Zeben & J.W. du Pon, *Parlementaire geschiedenis van het nieuw Burgerlijk Wetboek. Boek 6. Algemeen gedeelte van het verbintenissenrecht*, Deventer: Kluwer 1981.

Parl. Gesch. Inv. Boek 6

W.H.M. Reehuis & E.E. Slob, *Parlementaire geschiedenis van het nieuw Burgerlijk Wetboek, Invoering Boeken 3, 5 en 6. Boek 6. Algemeen gedeelte van het verbintenissenrecht*, Deventer: Kluwer 1990.

Pennington 1987

R.R. Pennington, *Directors' Personal Liability*, London: Collins Professional and Technical Books 1987.

Polak/ Pannevis 2005

N.J. Polak/M. Pannevis (bew.), *Faillissementsrecht*, Deventer: Kluwer 2005.

Posner 2003

R.A. Posner, *Economic Analysis of Law*, New York: Aspen Publishers 2003.

Potjewijd

G.H. Potjewijd, 'Vrijwaring van bestuurders en commissarissen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 607-613.

Prentice 1990

D.D. Prentice, 'Creditor's Interests and Director's Duties', *Oxford Journal of Legal Studies* 1990, p. 265-277.

Prentice 1991

D.D. Prentice, 'Group Indebtedness', in: C.M. Schmitthoff & F. Wooldridge, *Groups of Companies*, London: Sweet & Maxwell 1991, p. 55-80.

Prentice 1993

D.D. Prentice, 'A Survey of the Law Relating to Corporate Groups in the United Kingdom', in: E. Wymeersch (ed.), *Groups of Companies in the EEC*, Berlin: Walter de Gruyter 1993, p. 279-329.

Prinsen 2004

J.J. Prinsen, *Converteerbare obligaties. Omzetting van schuld in eigen vermogen*, Serie vanwege het van der Heijden Instituut, Deventer: Kluwer 2004.

Raaijmakers 2005

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Beleggers, aandeelhouders en de AVA', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 106-112.

Raaijmakers 1990

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Aansprakelijkheid bestuurders en 'medebeleidsbepalers' in faillissement van een BV', *Ars Aequi* 1990, p. 95-104.

Raaijmakers 2003

M.J.G.C. Raaijmakers, 'Annotaties. Sobi Hurks II', *Ars Aequi* 2003, p. 105-140.

Pitlo/ Raaijmakers 2000

M.J.G.C. Raaijmakers, Pitlo. *Het Nederlands burgerlijk recht. Deel 2. Vennootschaps- en rechtspersonenrecht*, Deventer: Gouda Quint 2000.

Pitlo/Raaijmakers 2006

M.J.G.C. Raaijmakers, Pitlo. *Het Nederlands burgerlijk recht. Deel 2. Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Raiser & Veil 2006

T. Raiser & R. Veil, *Recht der kapitalgesellschaften*, München: Verlag Franz Vahlen 2006.

Rensen 2005

G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deventer: Kluwer 2005.

Review Committee on Insolvency Law and Practice 1982

Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice, *Insolvency Law and Practice*, Cmnd. 8558, 1982.

A Revised Framework for Insolvency Law 1984, Cmnd. 9175.

Ribstein & Alces 2006

L.E. Ribstein & K. Alces, 'Directors' Duties in Failing Firms', *Illinois Law and Economics Working Papers Series*. Working Paper No. LE06-004, January 2006.

Robijns & Laan 1984

R. Robijns & G.-J. Laan, *De Ogem dossiers*, Amsterdam: Sijthoff 1984.

Rock, Kanda & Kraakman 2004

E. Rock, H. Kanda & R. Kraakman, 'Significant corporate actions', in: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: Oxford University Press 2004, p.131-155.

Roelvink

H.L.J. Roelvink, *Handelingen 1977 der Nederlandse Juristen-Vereniging deel 1, eerste stuk*. Preadvies, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1977, p. 81-176.

Roos 2001

P. Roos, 'Rechtspositie en aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen: een reactie', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 143-144.

Ruitenbeek 2006

A. Ruitenbeek, 'Britse 'activisten' in Wegener', *Financieel Dagblad* 08-09-2006.

Sanders-Westbroek/Buijn-Storm 2005

P. Sanders & W. Westbroek, bewerkt door F.K. Buijn & P.M. Storm, *BV en NV: het nieuwe ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 1998.

Van der Sangen 2005

G.J.H. van der Sangen, 'Rechtssubjectiviteit en afgescheiden vermogen van de eenmanszaak', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2005, p. 165-174.

Van Schilfgaarde 1986

P. van Schilfgaarde, *Misbruik van rechtspersonen*, Deventer: Kluwer 1986.

Van Schilfgaarde 1987

P. van Schilfgaarde, 'Aantasting van concernfinanciering door de actio pauliana en de actie uit onrechtmatige daad', in: J. Lievens e.a., *Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering*, Deventer: Kluwer 1987, p. 81-90.

Van Schilfgaarde/Winter

J.W. Winter, *Van Schilfgaarde. Van de BV en de NV*. Deventer: Kluwer 2006.

Schimmelpenninck 2003

R.J. graaf Schimmelpenninck, 'Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?' *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2003, p. 239-246.

Schmidt 2002

K. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, Köln, Berlin, Bonn, München: Carl Heymanns Verlag KG 2002.

Schoonbrood-Wessels 1993

A.P. Schoonbrood-Wessels, in: L.G.H.J. Houwen, A.P. Schoonbrood-Wessels & J.A.W. Schreurs, *Aansprakelijkheid in concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 1993.

Schoonbrood-Wessels 1996 I

A.P. Schoonbrood-Wessels, 'De aansprakelijkheid van de moeder voor schulden van de dochter: stand van zaken (I)', *De Naamloze Vennootschap* 1996, p. 2-7.

Schoonbrood-Wessels 1996 II

A.P. Schoonbrood-Wessels, 'De aansprakelijkheid van de moeder voor schulden van de dochter: de stand van zaken (II)', *De Naamloze Vennootschap* 1996, p. 37-48.

Schreurs 1993

J.A.W. Schreurs, in: L.G.H.J. Houwen, A.P. Schoonbrood-Wessels & J.A.W. Schreurs, *Aansprakelijkheid in concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 1993.

Schröder 2001

J. Schröder, 'Interne bestuurdersaansprakelijkheid in Duitsland vergeleken met de Nederlandse regeling,' *Ars Aequi* 2001, p. 846-855.

Schutte-Veenstra 2005

J.N. Schutte-Veenstra, 'Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht vanuit rechtsvergelijkend perspectief', in: P. van Schilfgaarde e.a., *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht*, Deventer: Kluwer 2005, p. 19-33.

Schwarz (Rechtspersonen)

C.A. Schwarz, in: A. de Bos RA e.a. (red.), *Rechtspersonen*, Deventer: Kluwer (losbl.).

Schwarz 1990

C.A. Schwarz, *Aandelen zonder stemrecht* (oratie Maastricht), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1990.

Schwarz 1999

C.A. Schwarz, 'Beschermingsperikelen en tegenstrijdig belang', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 436-441.

Schwarz 2004 I

C.A. Schwarz, 'Maatschappelijke verantwoordelijkheid, stemrecht en stemplicht; enkele observaties naar aanleiding van de oratie van A.F. Verdam, Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang', *Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht* 2004, p. 179-182.

Schwarz 2004 II

C.A. Schwarz, 'Certificering als beschermingsconstructie; bruikbaarheid in een veranderend tijdsgewricht', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2004, p. 220-225.

Schwarz 2006

C.A. Schwarz, 'Wie bepaalt, betaalt; de positie van kapitaalverschaffers in (personen)vennootschappelijk verband in rechtsvergelijkend perspectief bezien', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 447-460.

Sigwadi 2003

M. Sigwadi, 'Personal Liability for the Debts of Close Corporations', *South African Mercantile Law Journal* 2003, p. 303-308.

Sinninghe Damsté 2006

M.H.C. Sinninghe Damsté, 'De strijd om Stork', *Vennootschap & Onderneming* 2006, p. 202-205.

Slagter 1981

W.J. Slagter, 'Ogem nv en Volker Stevin nv', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1981, p. 12-14.

Slagter 1982 I

W.J. Slagter, 'Ogem', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1982, p. 45-47.

Slagter 1982 II

W.J. Slagter, 'Ogem', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1982, p. 132.

Slagter 1983 I

W.J. Slagter, 'De sterfhuis-constructie', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1983, p. 25-31.

Slagter 1983 II

W.J. Slagter, 'De sterfhuisconstructie en haar juridische aanvaardbaarheid', in: R.J. de Folter, *De overdracht van een onderneming. Art. 1639aa e.v. en de sterfhuisconstructie*, Deventer: Kluwer 1983, p. 141-162.

Slagter 1985

W.J. Slagter, 'De sterfhuisconstructie', in: A.H. Bos e.a. (red.), *Sterfhuisconstructie en overgang van ondernemingen*, Deventer/Antwerpen: Kluwer 1985.

Slagter 1986

W.J. Slagter, 'Verzelfstandiging en "management buy out (I) en (II)"', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1986, p. 1-5 en p. 35-40.

Slagter 1987 I

W.J. Slagter, 'Concernrecht, centraal kasbeheer en verschaffing van zekerheden door dochters. Het Nijmeegse congres over financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (I)', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1987, p. 35-40.

Slagter 1987 II

W.J. Slagter, 'Aansprakelijkheid van dochters, van de moeder en van bestuurders, medezeggenschap en kapitaalbescherming. Het Nijmeegse congres over financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (II)', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1987, p. 57-61.

Slagter 1988 I

W.J. Slagter, 'Rapport van de Commissie Vennootschapsrecht inzake kruisverbanden en zekerheden in concernverband', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1988, p. 11-12.

Slagter 1988 II

W.J. Slagter, 'VNU-Audet', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1988, p. 152-155.

Slagter 1988 III

W.J. Slagter, 'Vennootschapsrecht/Enquêterecht', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1988, p. 311-313.

Slagter 1988 IV

W.J. Slagter, *Macht en onmacht van de aandeelhouder* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 1988.

Slagter 1991

W.J. Slagter, 'Interne en externe concernverhoudingen', in: J.M.M. Maeijer e.a. (red.), *De Bankier als Jurist tegen wil en dank*, Deventer: Kluwer 1991, p. 191-204.

Slagter 1992

W.J. Slagter, 'De grote recente deconfitures: de ziekenhuisconstructie', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1992, p. 219-223.

Slagter 2000

W.J. Slagter, 'Ontvlechting van concerns in moeilijkheden', *Dossier* 2000, p. 81-90.

Slagter 2004

W.J. Slagter, 'De lidmaatschapsverhouding als grondslag van het rechtspersonenrecht', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 424-428.

Slagter 2005

W.J. Slagter, *Compendium ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2005.

Slijkhuis 1984

L.H. Slijkhuis, 'Juridische verhoudingen bij concernfinanciering', in: W.L. Haardt e.a., *Concernverhoudingen, concernfinanciering, mededingingsrecht*, Deventer: Kluwer 1984, p. 85-96.

De Soeten 1983

G.H. de Soeten, 'Sterfhuisconstructie. Doet sterven leven? (De sterfhuisconstructie)', *Ars Aequi* 1983, p. 540-545.

Van Solinge 1984

G. van Solinge, 'Instructiebevoegdheid in concernverhoudingen', in: E.A.A. Luijten, J.M.M. Maeijer, A.V.M. Struycken & H.J.M.N. Honee (red.), *Goed en Trouw. Opstellen aangeboden aan Prof. Mr. W.C.L. van der Grinten ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Nijmegen*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1984, p. 255-266.

Van Solinge 1998

G. van Solinge, 'Tussen wanbeleid en aansprakelijkheid' (oratie Nijmegen), in: F.J.P. van den Ingh, G. van Solinge & J.M.M. Maeijer, *Drie Nijmeegse redes. Beschouwingen over financiering, enquête-recht en privatisering*, Deventer: Kluwer 1998, p. 37-63.

Van Solinge & Nowak 2002

G. van Solinge & R.G.J. Nowak, 'Bestuursbesluiten na afschaffing van het preventief toezicht', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 432-439.

Sopers 1992

J.M.M. Sopers, *Turnaround Management. Het saneren van ondernemingen in moeilijkheden*, Leiden: Stenfert Kroese 1992.

Spanjaard 2004

S.-J. Spanjaard, 'Rechtspraak. Vennootschapsrecht. Misbruik van bevoegdheid bij aangifte eigen faillissement vennootschap waardoor werknemer is benadeeld. Aansprakelijkheid bestuurder', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 398-401.

Steins Bisschop 2004

B.T.M. Steins Bisschop, *Maatschappelijk verantwoord ondernemen en het ondernemingsrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2004.

Steins Bisschop 2006 I

B.T.M. Steins Bisschop, 'Beloningsystemen; de ongerechtvaardigde hypothese van parallelle belangen tussen aandeelhouders en bestuurders', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2006, p. 50-59.

Steins Bisschop 2006 II

B.T.M. Steins Bisschop, 'Rumoer in de polder', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2006, p. 210-218.

Strik 2003

D.A.M.H.W. Strik, 'Taak en aansprakelijkheid van de commissaris van een holding', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2003, p. 106-113.

Strik 2005

D.A.M.H.W. Strik, 'Aansprakelijkheid voor financiële verslaggeving in het licht van de Transparantierichtlijn', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 146-153.

Strik 2006

D.A.M.H.W. Strik, 'Collegiaal bestuur en taakverdeling: op zoek naar de menselijke maat in de board room', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 507-517.

Tabaksblat 2006

M. Tabaksblat, 'De rol van aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen na drie jaar Nederlandse corporate governance code; enkele observaties', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 596-598.

Tamminga & Wester 2006

M. Tamminga en J. Wester, 'Uitspraken van Van der Kolk, NRC 26/27-08-2006.

Terlingen 1988

J. Terlingen, 'Als argeloze president-directeur denk je: iedereen maakt wel eens een slipper, dus ik brei dat wel recht', *Vrij Nederland* 4 juni 1988.

Terlingen 2000

J. Terlingen, *Het slijk der aarde. Hans Kraaijeveld van Hemert; een biografie van de meest bejubelde en meest verguisde ondernemer van naoorlogs Nederland*, Amsterdam/Antwerpen: Uitgeverij L.J. Veen 2000.

Timmerman 1990

L. Timmerman, 'De aansprakelijkheid van de moeder voor de schulden van de dochter', *De Naamloze Vennootschap* 1990, p. 13-20.

Timmerman 1993

L. Timmerman, 'Bewijslastverdeling bij doorbraak van aansprakelijkheid', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1993, p. 232-236.

Timmerman 1996

L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *Nederlands Juristenblad* 1996, p. 1318-1323.

Timmerman 1997 I

L. Timmerman, 'Doorbraak van aansprakelijkheid vanwege betalingsonwil. Hof 's-Hertogenbosch 7 mei 1997, n.g.' *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1997, p. 250-251.

Timmerman 1999 I

L. Timmerman, 'Maatschappelijke verandering, rechtspersoon en aansprakelijkheid', in: J.H. Nieuwenhuis e.a., *Recht en verandering. Bijdragen aan het symposium Recht en verandering, gehouden op 25 maart 1999, georganiseerd door het Centrum voor Recht, Bestuur en Samenleving, onderzoeksschool van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid Rijksuniversiteit Groningen*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 1999, p. 59-70.

Timmerman 1999 II

L. Timmerman, 'Harmonisatie van het vennootschaps- en effectenrecht via het concernrecht', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 102-104.

Timmerman 2001

L. Timmerman, 'Het einde van de geschiedenis van het vennootschapsrecht (?)', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 115.

Timmerman 2002 I

L. Timmerman, 'Hebben wij in Nederland nog behoefte aan concernrecht?' in: L. Timmerman e.a., *Concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 2002, p. 1-11.

Timmerman 2002 II

L. Timmerman, 'Wijzigingen in het wetsvoorstel tot aanpassing van de structuurregeling', *Ondernemingsrecht* 2002, p. 295.

Timmerman 2002 III

L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen de meerderheidsaandeelhouder bij een beursvennootschap', in: B.M. van Beek, M.A. Blom, M.W. den Boogert e.a., *Lustrumbundel 2002 Vereniging voor effectenrecht. Een bewezen bestaansrecht*, Deventer: Kluwer 2002, p. 409-418.

Timmerman 2003 I

L. Timmerman, 'Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter, mede in rechtsvergelijkend perspectief', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 555-562.

Timmerman 2003 II

L. Timmerman, 'Kroniek van het vennootschapsrecht', *Nederlands Juristenblad* 2003, p. 1633-1639.

Timmerman 2004 I

L. Timmerman, *Toetsing van ondernemingsbeleid door de rechter mede in rechtsvergelijkend perspectief. Over het onderscheid tussen gedragsnormen en toetsingsnormen*, Amsterdam: Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen 2004.

Timmerman 2004 II

L. Timmerman, 'Een BV zonder bestuur en zonder aandeelhoudersvergadering', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 27-30.

Timmerman 2005 I

L. Timmerman, *Gedragsrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht* (oratie Leiden), Leiden: Universiteit Leiden 2004.

Timmerman 2005 II

L. Timmerman, 'Gedragsrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 2-8.

Timmerman 2006 I

L. Timmerman, 'Over de 'business judgment rule' – Enige recente ontwikkelingen in het vennootschapsrecht van met name Duitsland en Delaware', *Ondernemingsrecht* 2006, p. 75-78.

Timmerman 2006 II

L. Timmerman, 'Impliceert beperkte toetsing door de rechter ook beperkte verantwoordelijkheid?' *Ondernemingsrecht* 2006, p. 334-337.

Timmerman 2006 III

L. Timmerman, 'Een pleidooi voor een kloof tussen enquêterecht en bestuurdersaansprakelijkheid', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 531-543.

Timmerman & Lennarts 1997

L. Timmerman & M.L. Lennarts, 'Überschuldung: een zinnig idee voor het Nederlandse recht?' *De Naamloze Vennootschap* 1997, p. 302-309.

Trojanowski 2004

G. Trojanowski, *Ownership structure as a mechanism of corporate governance*, Tilburg: 2004.

Tung 2006

F. Tung, 'Gap Filling in the Zone of Insolvency (draft)', *Emory Law and Economics Research Paper* 19 april 2006, No. 06-09.

Uniken Venema

C.Æ Uniken Venema, 'Doorbraak in concernverhoudingen, gezien in het licht van de misbruikontwerpen', *WPNR* 1981, p. 583-593.

De Valk 2003

S.N. de Valk, 'De aansprakelijkheid van een medebestuurder op grond van art. 6:162 BW', in: H.E. Boschma e.a., *LT. Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar Handelsrecht en Ondernemingsrecht aan de RUG*, Deventer: Kluwer 2003, p. 267-275.

Valsan & Yahya 2006

R.D. Valsan & M.A. Yahya, 'Shareholders, Creditors, and Directors' Fiduciary Duties: A Law and Finance Approach', *Corporate & Financial Law: Interdisciplinary Approaches Abstracts Sponsored by George Washington Univ. Law Sch. & Brooklyn Law Sch.* Vol. 2, No. 40: August 21, 2006

Verdam 2003

A.F. Verdam, *Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang* (oratie Amsterdam, VU), Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2003.

Verdam 2005

A.F. Verdam, 'Diversiteit in institutionele beleggers: verschil in opstelling als aandeelhouder? Een verkenning', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2005, p. 196-207.

Verstijlen 1999

F.M.J. Verstijlen, 'De aansprakelijkheid voor de selectieve voldoening door schuldeisers', *WPNR* 1999, p. 301-308.

Voogd 1989

R.P. Voogd, *Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen*, 1989.

Vos 2003

P. Vos, *Kredietopdraging en insolventierisico. Overlevingskansen van bedrijven in financiële moeilijkheden en de Faillissementswet*, Deventer: Kluwer 2003.

Wachter 1988

B. Wachter, 'Concernrecht en bewijs(on)mogelijkheden', in: H.J.M.N. Honée e.a. (red.), *Van vennootschappelijk belang: opstellen aangeboden aan Prof. mr. J.M.M. Maeijer ter gelegenheid van zijn 25-jarig ambtsjubileum als hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Nijmegen*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1988, p. 379-391.

Wagemakers 2005

M.A.M. Wagemakers, 'Van bestuurdersaansprakelijkheid en het vertrouwen in de kapitaalmarkten; een internationaal perspectief', *Ars Aequi* 2005, p. 138-148.

Walters 1998

A. Walters, 'Enforcing Wrongful Trading – Substantive Problems and Practical Disincentives', in: B.A.K. Rider (ed.), *The Corporate Dimension*, Bristol: Jordans 1998, p. 145-160.

Wessels 1997

B. Wessels, 'Over 'Überschuldung' en 'Rangrücktritt'', *WPNR* 1997, p. 395-396.

Wessels 2003 I

B. Wessels, 'Vijftien jaar bestuurdersaansprakelijkheid in geval van faillissement (I)', *Stichting vereniging en vennootschap* 2003, p. 89-94.

Wessels 2003 II

B. Wessels, 'Vijftien jaar bestuurdersaansprakelijkheid in geval van faillissement (II)', *Stichting vereniging en vennootschap* 2003, p. 167-175.

Wezeman 1998

J.B. Wezeman, *Aansprakelijkheid van bestuurders*, Deventer: Kluwer 1998.

Wezeman 1999

J.B. Wezeman, 'Noot bij HR 8 oktober 1999, C98/060 RvdW (HR-Civiel online) 1999, 977, nr. 89', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 451-453.

Wezeman 2000

J.B. Wezeman, 'Aansprakelijkheid voor kastekort bij BV', *WPNR* 2000, p. 151-152.

Wezeman 2003

J.B. Wezeman, 'De Nederlandse 'wrongful trading rules'. Enige opmerkingen over aansprakelijkheidsrisico's voor functionarissen van insolvente ondernemingen', *Aansprakelijkheid Verzekering en Schade* 2003, p. 158-164.

Wezeman 2004

J.B. Wezeman, 'Ernstig verwijtbaar handelende bestuurders van NV's en BV's', in: K.F. Haak & F.L. Koot (red.), *Bewuste roekeloosheid in het privaatrecht*, Rotterdam (Deventer): Erasmus Universiteit (Kluwer) 2004, p. 83-98.

Willems 1980

Th.R.M. Willems, 'Ogem: de patiënt ligt op de intensive care', *FEM Trends* 1980, p. 22-23.

Williams 1984

R.C. Williams, 'Liability for reckless Trading by Companies: the South African Experience', *International and Comparative Law Quarterly* 1984, p. 684-700.

Williams & McGee 1992

C. Williams & A. McGee, *A Company Director's Liability for Wrongful trading*, London: Certified Accountants Educational Trust 1992.

Winter 1992

J.W. Winter, *Concernfinanciering*, Deventer: Kluwer 1992.

Winter 2005

J.W. Winter, 'BV, NV en beursvennootschap', in: P. van Schilfgaarde e.a. (red.), *Ver-eenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht*, Deventer: Kluwer 2005, p. 102-117.

Witteveen 1998

S.J. Witteveen, 'Knelpunten bij de toepassing van artikel 2:248 BW; een analyse aan de hand van de jurisprudentie en literatuur', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 1998, p. 107-113.

Woelders & Woelders

Th.J. Woelders & A.J. Woelders, *Sterfhuisconstructies*, Deventer: Kluwer 1986.

Van Wyk De Vries

Van Wyk De Vries Commission of Enquiry into the Companies Act (RP 45/1970).

WODC-rapport 2004

J.A.A. Adriaanse, N.J.H. Huls, J.G. Kuijl & P. Vos, *Informele reorganisatie in het perspectief van surséance van betaling, WSNP en faillissement*, Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum, nr. 224, Boom Juridische Uitgevers 2004.

Zuidinga 1985

G.J.M Zuidinga, 'Vive Boskalis!! Overleven door failleren', *Economisch-statistische berichten* 1985, p. 46-48.

LIJST VAN AANGEHAALDE JURISPRUDENTIE

Nederland

Hoge Raad

26-11-1897	W 7047 (<i>Boeschoten/Besier</i>)
30-06-1944	NJ 1944/465 (<i>Wennex</i>)
21-01-1955	NJ 1959/43 (<i>Forumbank</i>) m.nt. H.B
28-06-1957	NJ 1957/514 (<i>Erba I</i>)
20-03-1959	NJ 1959/581 (<i>Erba II</i>)
13-11-1959	NJ 1960/472 (<i>Distilleerderij Melchers</i>)
19-02-1960	NJ 1960/473 (<i>Aurora</i>)
25-09-1981	NJ 1982/443 (<i>Osby</i>)
04-02-1983	NJ 1983/543 (<i>Debrot</i>)
09-05-1986	NJ 1986/792 (<i>Keulen/BLG</i>)
16-01-1987	NJ 1987/970 (<i>Euro-advertising</i>)
19-02-1988	NJ 1988/487 (<i>Albada/Jelgersma</i>)
04-11-1988	NJ 1989/244
06-10-1989	NJ 1990/286 (<i>Beklamel</i>)
10-01-1990	NJ 1990/466 (<i>Ogem</i>)
08-11-1991	NJ 1992/174 (<i>Nimox</i>)
27-03-1992	NJ 1992/496 (<i>Morsink/Neben</i>)
03-04-1992	NJ 1992/411 (<i>Van Waning/Van der Vliet</i>)
22-05-1992	NJ 1992/526 (<i>Bosselaar q.q./Interniber I</i>)
17-12-1993	NJ 1994/30 (<i>Van den Broeke/Van der Linden</i>)
10-06-1994	NJ 1994/766 (<i>Romme/Bakker</i>)
18-11-1994	NJ 1995/170 (<i>Securicor</i>)
02-12-1994	NJ 1995/288 (<i>Poot/ABP</i>)
13-01-1995	NJ 1995/482 (<i>Hurks</i>)
07-06-1996	NJ 1996/695
10-01-1997	NJ 1997/360 (<i>Staleman/Van de Ven</i>)
02-05-1997	NJ 1997/662 (<i>Kip-Sloetjes/Rabobank</i>)
30-05-1997	NJ 1997/663 m.nt. Ma
04-06-1997	NJ 1997/671 (<i>Text Lite</i>)

07-11-1997	NJ 1998/269 (<i>Kandel/Koolhaas</i>)
12-06-1998	NJ 1998/727 (<i>Coral/Stalt-arrest</i>)
27-11-1998	NJ 1999/148 (<i>Veenbrink/Baarsma</i>)
08-01-1999	NJ 1999/318 (<i>Pelco/Sturkenboom</i>) m.nt. Ma
11-06-1999	NJ 1999/586 (<i>Van Dooren q.q./Hendriks</i>)
10-12-1999	NJ 2000/6 (<i>Moonen/Prickartz q.q.</i>)
18-02-2000	NJ 2000/295 (<i>Oosterhof</i>)
28-04-2000	NJ 2000/411 (<i>Montedison</i>)
13-10-2000	NJ 2000/699 (<i>Heino Krause</i>)
08-06-2001	NJ 2001/454 (<i>Panmo</i>)
29-06-2001	JOR 2001/169
19-10-2001	JOR 2002/5
26-10-2001	NJ 2002/94 (<i>Juno Properties</i>)
21-12-2001	JOR 2002/38 (<i>Hurks II</i>) m.nt. Bartman
	NJ 2005/96 m.nt. Kortmann
21-12-2001	JOR 2002/37 (<i>Lünderstadt</i>)
18-01-2002	NJ 2002/96 (<i>Textile</i>)
18-10-2002	JOR 2003/22
29-11-2002	NJ 2003/455 (<i>Schwandt/Berghuizer Papierfabriek</i>)
13-12-2002	JOR 2003/55 (<i>Hack/Duivenvoorde</i>)
21-02-2003	NJ 2003/182 m.nt. Maeijer
	JOR 2003/57 m.nt. Nieuwe Weme
21-02-2003	JOR 2003/58 (<i>Viba I</i>) m.nt. M. Brink
	NJ 2003/181
14-03-2003	JOR 2003/327
04-04-2003	NJ 2003/538 (<i>Skipper Club Charter/Jaarsma</i>)
16-06-2003	NJ 2003/563 JOR 2003/276
28-05-2004	JOR 2004/216
09-07-2004	NJ 2004/519 (<i>Duplicado</i>)
18-02-2005	JOR 2005/115
14-07-2006	NJ 2006/570 (<i>ABN Amro/Dijkema q.q.</i>) m.nt. Maeijer
17-11-2006	JOR 2007/7
29-09-2006	<i>RvdW</i> 2006/895 (<i>The Mill Resort</i>)
08-12-2006	NJ 2006/659
02-03-2007	NJ 2007/240
13-07-2007	<i>LJN</i> BA7970 (<i>ABN AMRO</i>)

Hoven

Amsterdam

22-10-1998	JOR 1999/46 (<i>NTM/DAF</i>) m.nt. Th.A.L. Kieblisch
25-04-2002	JOR 2002/128 (<i>Gorillapark BV</i>)
11-03-2004	JOR 2004/190 (<i>Pito BV/Booij</i>)
05-11-2005	JOR 2007/51 m.nt. Bartman (<i>Carrier</i>)

Amsterdam (OK)

07-01-1988	NJ 1989/827 (<i>Bredero</i>)
07-12-1989	NJ 1990/242 (<i>Bredero</i>)
03-03-1999	NJ 1999/350 (<i>Gucci</i>)
11-03-1999	NJ 1999/351 (<i>Breevast</i>)
20-05-1999	JOR 2000/72 (<i>Versatel</i>)
18-01-2001	JOR 2001/35 (<i>Skygate</i>)
16-10-2001	JOR 2001/251 (<i>Westfield/Rodamco</i>)
15-11-2001	JOR 2002/6 (<i>Decidewise International BV</i>)
21-01-2002	JOR 2002/28 m.nt. Brink
29-11-2002	JOR 2003/8 (<i>Alcas</i>)
02-09-2004	JOR 2004/271
05-09-2005	JOR 2005/241 (<i>Viba II</i>)
28-12-2005	JOR 2006/66
18-01-2006	JOR 2006/46 (<i>Laurus</i>)
01-02-2006	JOR 2006/122
24-03-2006	JOR 2006/98 (<i>Tele 2</i>)
09-10-2006	JOR 2007/9 (<i>J.B. Jonker/Umi Beheer BV</i>)
17-01-2007	LJN AZ6440 (<i>Stork</i>)
03-05-2007	JOR 2007/143 (<i>ABN AMRO</i>)

Arnhem

29-04-1936	NJ 1936/793
22-01-1986	NJ 1988/476
23-02-1988	NJ 1989/92
02-05-2000	JOR 2000/171
19-12-2000	JOR 2001/26
19-02-2002	JOR 2002/56
11-10-2005	JOR 2005/294 m.nt. S.M. Bartman
10-01-2006	JOR 2006/173 m.nt. Dings
20-05-2006	JOR 2006/230 (<i>Coutts Holdings Limited/Van Dusseldorp q.q.</i>)

Den Haag

26-09-2000	JOR 2001/24
07-10-1997	JOR 1997/141

Den Bosch

17-03-1999	JOR 1999/207 (<i>Regio Tien/Liesker q.q.</i>)
29-02-2000	JOR 2003/55
07-02-2002	JOR 2002/109
23-09-2003	JOR 2004/5
02-12-2003	JOR 2004/143
27-04-2004	JOR 2004/226
11-04-2006	rolnr. C0400177/BR, LJN AW9666

Leeuwarden

19-01-2005 JOR 2005/138
 22-03-2006 JOR 2006/148
 24-05-2006 JOR 2006/204

Rechtbanken

Amsterdam

06-02-2002 JOR 2002/61 (*Leyinvest/Vendex*)
 22-08-2001 JOR 2001/212
 05-09-2001 JOR 2002/49
 20-12-2001 JOR 2002/26 (*Gorillapark*)

Almelo (niet gepubliceerde uitspraken)

02-11-1977 rolnr. 1402/1976 (*Heka*)
 12-03-1986 rolnr. 487/1978

Arnhem

29-10-1982 NJ 1982/619
 17-05-2006 LJN AY3862, JIN 206/339

Breda

13-03-1998 JOR 1998/61

Dordrecht

11-02-2004 JOR 2004/314

Den Haag

18-08-1999 JOR 1999/245

Maastricht

22-09-1996 JOR 1997/2 (m.nt. Wezeman)
 22-08-1996 JOR 1997/2

Middelburg

14-04-1998 JOR 2000/25

Rotterdam

17-06-1999 JOR 1999/244
 21-03-2002 JOR 2002/99

Zutphen

27-10-2004 JOR 2005/4

Zwolle

21-03-2001 JOR 2001/173

Delaware

Credit Lyonnais Bank NV v Pathé Communications Corp. 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).

Production Resources v NCT Group, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

Engeland

Percival v Wright [1902] 2 Ch 421

West Mercia Safetywear Ltd v Dodd [1988] B.C.L.C. 250

A Company [1988] 4 BCC 425

Produce Marketing Consortium Ltd [1989] 5 BCC 569

Purpoint Ltd [1990] BCC 121

DKG Contractors Ltd [1990] BCC 903

Chez Nico (Restaurants) Ltd [1992] B.C.L.C. 192 at p. 208

Nordic Oil Services Ltd v Berman, 1993 S.L.T.1168 (O.H.)

Hydrodam (Corby) Ltd [1994] 2 BCLC 180

Sherborne Associates Ltd [1995] BCC 40

Yukong Line Ltd v Rendsburg Investments Corporation of Liberia [1998] 1 W.L.R. 294

Secretary of State for Trade and Industry v Deverell [2000] 2 B.C.L.C. 133

Pantone 485 Ltd [2002] 1 B.C.L.C. 266

MDA Investment Management Ltd [2004] 1 B.C.L.C. 217

Zuid-Afrika

Sammel v President Brand Gold Mining Co Ltd 1969 SA 629 (A)

S v Goertz 1980 (1) SA 269 (C)

S v Parson 1980 (2) SA 397 (D)

Fisheries Development Corporation of SA Ltd v Jorgensen 1980 (4) SA 156 (W)

S v Harper 1981 (2) SA 638 (D)

R v Grantham [1984] QB 675 (CCA) [1984] 3 All ER 166

Anderson v Dickson and Another NNO 1985 (1) SA 93 (N)

Cronje v Stone 1985 (3) SA 593 (T) 615

Bowman NO v Sacks 1986 (4) SA 459 (W)

Ex parte Russlyn Construction (Pty) Ltd 1987 (1) SA 33 (D)

Ex parte Lebowa Development Corporation Ltd 1989 (3) SA 71 (T)

Howard v Herrigel & Others NNO 1991 (2) SA 660 (A)

Ex Parte Screen Media Ltd 1991 (3) SA 464 (W)

Ozinsky v Lloyd 1992 (3) SA 396 (C)

Carbon Developments (Pty) Ltd 1993 (1) SA 493 (A)

Ex Parte De Villiers & Another NNO: In re Carbon Developmenst (Pty) Ltd(in liq) 1993 (1) SA 493 (A)

Ex parte Tangent Sheeting (Pty) Ltd 1993 (3) SA 488 (W)

Ozinsky v Lloyd 1995 (2) SA 915 (A)

Simon NO v Mitsui and Co Ltd 1997 (2) SA 475 (W)

R v Kemp [1998] QB 645 (CA)

Philotex (Pty) Ltd v Snyman 1998 (2) SA 138

Lordan NO v Dusky Dawn Investments (Pty) Ltd (in Liquidation) (Pearmain and Another Intervening) 1998 (4) SA 519 (SE)

Body Corporate of Greenwood Scheme v 75/2 Sandown (Pty) Ltd 1999 (3) SA 480 (W)

Kalinko v Nisbet & Others 2002 (5) SA 766 (W)

CURRICULUM VITAE

Mieke Olaerts werd geboren op 29 september 1979 in Genk, België. In 1997 behaalde zij haar diploma van de middelbare school aan het Onze-Lieve Vrouw lyceum te Genk. Vervolgens trok zij naar de Universiteit van Maastricht om daar Nederlands recht te studeren. Tijdens haar studie was zij werkzaam als student-assistent bij de capaciteitsgroep privaatrecht. In 2002 studeerde zij af in de vakthematische richting Handels- en ondernemingsrecht. Na het afronden van haar studie was Mieke vervolgens werkzaam als junior onderzoeker en docent aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Universiteit Maastricht. In 2003 won zij de Ius Commune prijs voor haar bijdrage getiteld: *De omzetting van vorderingen in aandelenkapitaal: een metamorfose in het licht van de tweede richtlijn*. Sinds 1 september 2007 is Mieke Olaerts als universitair docent werkzaam bij de capaciteitsgroep privaatrecht van de juridische faculteit van de Universiteit Maastricht.

A peer-reviewed book series in which the common foundations of the legal systems of the Member States of the European Community are the central focus.

The *Ius Commune Europaeum* series includes horizontal comparative legal studies as well as studies on the effect of treaties within the national legal systems. All the classic fields of law are covered. The books are published in various European languages under the auspices of METRO, the Institute for Transnational Legal Research at the Maastricht University.

Editorial Board: Prof.Dr. J. SMITS (chair), Prof.Dr. M. FAURE and Prof.Dr. E. VOS.

Recently published:

Volume 53: *MVO: Corporate Social Responsibility in a Transnational Perspective*, J.J.A. HAMERS, C.A. SCHWARZ and B.T.M. STEINS BISSCHOP (eds.)

Volume 54: *European Traditions in Civil Procedure*, C.H. VAN RHEE (ed.)

Volume 55: *Gehuwd of niet: maakt het iets uit?*, C. FORDER en A. VERBEKE (eds.)

Volume 56: *European Integration and Law*, D. CURTIN, A. KLIP, J. SMITS and J. MCCAHERY (eds.)

Volume 57: *The Right Judge for Each Case: A Study of Case Assignment and Impartiality in Six European Judiciaries*, P. LANGBROEK and M. FABRI

Volume 58: *Grensoverschrijdend Recht*, M. FAURE en M. PEETERS (eds.)

Volume 59: *Towards a Unified System of Land Burdens?*, S. VAN ERP and B. AKKERMANS (eds.)

Volume 60: *Contract Interpretation and Gap Filling: Comparative and Theoretical Perspectives*, N. KORNET

Volume 61: *Selected Issues in Equal Treatment law: A Multi-layered Comparison of European, English and Dutch Law*, M. GIJZEN

Volume 62: *Food Safety Regulation in Europe. A Comparative Institutional Analysis*, E. VOS and F. WENDLER (eds.)

Volume 63: *Quality of Judicial Organisation and Checks and Balances*, G.Y. NG

Volume 64: *Suspects in Europe. Procedural Rights at the Investigative Stage of the Criminal Process in the European Union*, E. CAPE, J. HODGSON, T. PRAKKEN and T. SPRONKEN (eds.)

Volume 65: *Constitutions Compared. An Introduction to Comparative Constitutional Law*, A.W. HERINGA AND PH. KIIVER

Volume 66: *Nordic Law – Between Tradition and Dynamism*, J. HUSA, K. NUOTIO and H. PIHLAJAMÄKI (eds.)

Volume 67: *Ondergrondse constructies in het Belgische en Nederlandse recht*, C. ADRIAANSENS en V. SAGAERT (eds.)

Volume 68: *Administrative Law of the European Union, Its Member States and the United States*, 2nd edition, R.J.G.H. SEERDEN (ed.)

Volume 69: *Vennootschappelijke beleidsbepaling in geval van financiële moeilijkheden; de positie van bestuurders en aandeelhouders*, M. OLAERTS