

Enige kanttekeningen bij het voorstel tot wijziging van het financiële steunverbod in de tweede EEG-richtlijn

Inleiding

De tweede EEG-richtlijn¹ (hierna: de Richtlijn) bevat bepalingen met betrekking tot de bescherming van het kapitaal van de naamloze vennootschap in het belang van haar schuldeisers. Daarnaast is de bescherming van minderheidsaandeelhouders een belangrijke doelstelling van de Richtlijn.

Al geruime tijd is men op Europees en nationaal niveau bezig om de regelgeving met betrekking tot de kapitaalbescherming te vereenvoudigen. Doel van deze inspanningen is om de efficiëntie en het concurrentievermogen van het bedrijfsleven te vergroten, zonder daarbij afbreuk te doen aan de bescherming van minderheidsaandeelhouders en schuldeisers. Hierdoor zouden (naamloze) vennootschappen sneller, goedkoper en binnen een korter tijdsbestek moeten kunnen reageren op de marktontwikkelingen die voor hen van belang zijn.

Recentelijk heeft de Europese Commissie (hierna: de Commissie) een concreet voorstel (hierna: het Voorstel) gelanceerd voor de vereenvoudiging van de Richtlijn.² Dit Voorstel is geïnspireerd door de rapporten van de SLIM Werkgroep³ en de High Level Group.⁴ In dit artikel zal ik dat deel van het Voorstel bespreken dat ziet op de wijziging van het financiële steunverbod voor de naamloze vennootschap en enige kanttekeningen plaatsen bij de gekozen route.⁵

Ook op nationaal niveau heeft een expertgroep, ingesteld door de Minister van Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken, op 6 mei 2004 een aantal aanbevelingen gedaan voor de vereenvoudiging van, onder andere, het kapitaalbeschermingsrecht.⁶ Deze aanbevelingen hebben slechts betrekking op de besloten vennootschap en zullen in dit artikel buiten beschouwing worden gelaten.

Het financiële steunverbod in de Richtlijn

De huidige tekst van de Richtlijn verbiedt de naamloze vennootschap financiële steun aan derden te verlenen om deze in staat te stellen aandelen in haar kapitaal te verwerven. Het verbod geldt voor het verstrekken van leningen, garan-

ties en andere zekerheden. Het verbod was met name bedoeld om ontduiking van de inkoop- en kapitaalvermindingsrestricties te voorkomen en heeft in onze nationale wetgeving zijn beslag gekregen in artikel 2:98c BW.

Het is overigens verwonderlijk dat een dergelijk absoluut verbod in de Richtlijn is opgenomen. De Richtlijn heeft namelijk als uitgangspunt dat een naamloze vennootschap uitkeringen aan haar aandeelhouders mag doen, mits zij over voldoende vrije reserves beschikt. Het is niet goed verdedigbaar dat een vennootschap die over voldoende vrije reserves beschikt, geen leningen en garanties mag verstrekken met het oog op het verwerven van aandelen in haar kapitaal, terwijl zij dezelfde gelden wel aan haar aandeelhouders zou kunnen uitkeren in de vorm van een dividend of door een inkoop van aandelen. Daar komt bij dat leningen en garanties het vermogen van de vennootschap in beginsel niet aantasten en een inkoop van aandelen en een dividenduitkering wel. In dit licht was er veel voor te zeggen geweest om financiële steunverlening toe te staan voorzover het gebonden vermogen van de vennootschap niet wordt aangetast.

Daarnaast was het merendeel van de lidstaten bij de invoering van de Richtlijn onbekend met het concept van een financieel steunverbod. Het is uiteindelijk onder druk van de Engelsen in de Richtlijn opgenomen. Omdat de Richtlijn in de verschillende lidstaten op geheel verschillende wijze is geïmplementeerd en wordt geïnterpreteerd, is het harmoniserende effect van de Richtlijn zeer beperkt gebleven.

Hoewel het financiële steunverbod alleen verplicht diende te worden ingevoerd voor naamloze vennootschappen, heeft een aantal lidstaten, waaronder Nederland en Engeland, het verbod (soms in een lichtere vorm) ook van toepassing verklaard op besloten vennootschappen. Zo is in Engeland een zogenoemde *white wash procedure* ingevoerd op grond waarvan *private companies* het financiële steunverbod terzijde kunnen stellen indien aan bepaalde strikte voorwaarden wordt voldaan.

Het Voorstel

Het Voorstel strekt ertoe om financiële steunverlening door naamloze vennootschappen onder bepaalde voorwaarden toe te staan, waarbij aansluiting lijkt te zijn gezocht bij de *white wash procedure* zoals die in Engeland bestaat. Ik zal deze voorwaarden hierna uiteenzetten.

In de eerste plaats bepaalt het Voorstel dat een financiële steuntransactie slechts mag geschieden op voorstel en onder de verantwoordelijkheid van het bestuur van de vennootschap. Daarnaast dient de transactie op marktconforme voorwaarden te geschieden, vooral wat betreft de rente die de vennootschap van de derde ontvangt en de zekerheid die de derde aan de vennootschap verstrekt voor de verstrekte leningen. Tevens dient het bestuur de kredietwaardigheid van de derde nauwgezet te onderzoeken en door middel van een gedetailleerde kasstroomanalyse aan te tonen dat de vennootschap in staat is haar liquiditeit en solvabiliteit gedurende een periode van vijf jaar in stand te houden. Deze analyse kan worden gemaakt op basis van de op het tijdstip van goedkeuring van de transactie (zie hierna) beschikbare

1. Tweede Richtlijn 77/91/EEG van de Raad van 13 december 1996.

2. Het voorstel is te vinden op www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/capital/.

3. SEC (1998) 1944, *Simpler Legislation for the Single Market (SLIM) Extension to a fourth phase*, 16 November 1998.

4. Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 4 November 2002.

5. Zie ook J.N. Schutte-Veenstra, *Vereenvoudiging van de tweede EEG-richtlijn*, *Ondernemingsrecht* 2004, p. 680-682.

6. Deze aanbevelingen zijn te vinden op www.justitie.nl/themas/wetgeving/dossiers/BVrecht/Vereenvoudiging_BV_recht.asp.

informatie. De financiële steun aan derden mag overigens slechts geschieden voorzover de vennootschap over voldoende vrije reserves beschikt.

Het Voorstel bepaalt verder dat indien de steunverlening ziet op een vervreemding van aandelen door de vennootschap zelf, het bestuur ervoor zorg dient te dragen dat deze vervreemding plaats heeft tegen een billijke prijs ter bescherming van de belangen van de bestaande aandeelhouders.

Voorts vereist elke financiële steuntransactie de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. Dit is een gekwalificeerd meerderheidsbesluit in de zin van artikel 40 van de Richtlijn. De algemene vergadering besluit op basis van een schriftelijk rapport van het bestuur, waarin de reden, het belang, de voorwaarden, de risico's voor de solvabiliteit en liquiditeit en de koers waartegen de derde geacht wordt de aandelen te verkrijgen, worden toegelicht. Het rapport dient vervolgens openbaar te worden gemaakt door deponering bij het handelsregister.

Daarnaast krijgen individuele aandeelhouders het recht zich tegen de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders te verzetten door de bevoegde administratieve of gerechtelijke instantie te verzoeken zich uit te spreken over de geldigheid van de financiële steuntransactie in kwestie.

Ten slotte dienen de lidstaten ervoor zorg te dragen dat er adequate waarborgen zijn voor het geval individuele bestuursleden van de vennootschap (of haar moedermaatschappij) partij zijn bij een financiële steuntransactie, zodat deze transactie niet strijdig is met de belangen van de vennootschap.

Enkele kanttekeningen bij het Voorstel

Op het eerste gezicht lijkt het Voorstel aan de roep uit de praktijk om vereenvoudiging en verduidelijking van de regelgeving tegemoet te komen. Als maar aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan, is een financiële steuntransactie toegestaan. Nadere bestudering leert echter dat het Voorstel ook de nodige vraagtekens oproept. Hierna zal ik een aantal van deze punten behandelen.

Marktconforme voorwaarden

Zoals hiervoor is aangegeven, dient de financiële steuntransactie te worden aangegaan op marktconforme voorwaarden. Voor wat betreft het verstrekken van leningen zou de vennootschap een billijke rente en adequate zekerheid van de leningnemer moeten bedingen. Dit betekent dat de vennootschap ook bij het stellen van zekerheid voor de schuld van een derde een vergoeding zal moeten bedingen. Zij loopt hierdoor immers risico. Het zal in de praktijk niet altijd eenvoudig zijn om vast te stellen wat marktconforme voorwaarden zijn, temeer omdat het voordeel voor de vennootschap bijvoorbeeld ook gelegen kan zijn in een verhoogde kredietwaardigheid van het desbetreffende concern of het verkrijgen van toegang tot de expertise of het netwerk van een nieuwe aandeelhouder.

In dit licht rijst de vraag of een financiële steuntransactie per definitie onaantastbaar is indien de gehele *white wash procedure* is doorlopen. Kan een schuldeiser de transactie

bijvoorbeeld aantasten indien een vennootschap twee jaar na het afronden van de *white wash procedure* faillieert en de transactie niet op marktconforme voorwaarden blijkt te zijn geschied? Hoewel onaantastbaarheid van de transactie de rechtszekerheid ten goede zou komen, lijkt het doel van crediteurenbescherming om een ander antwoord te vragen. Dit wordt versterkt nu de crediteuren onder het Voorstel niet het recht krijgen om zich tegen het aangaan van de steuntransactie te verzetten. Het voorstel is op dit punt niet duidelijk.

Zoals gezegd dient het bestuur ervoor zorg te dragen dat de aandelen tegen een billijke prijs worden vervreemd indien de financiële steunverlening ziet op een verkoop van aandelen door de vennootschap zelf. Dit vereiste dient ter bescherming van de belangen van de aandeelhouders, maar heeft volgens mij weinig van doen met het onderwerp financiële steunverlening. Mocht een dergelijk vereiste al noodzakelijk zijn, dan zou het naar mijn mening moeten gelden voor iedere vervreemding van aandelen door de vennootschap (al dan niet in samenhang met een financiële steuntransactie). Het lijkt mij dan ook zeer de vraag of een dergelijk vereiste in het Voorstel thuishoort. Daarnaast zet dit vereiste in combinatie met een verzetsrecht voor individuele aandeelhouders de deur wagenwijd open voor misbruik.

Solvabiliteitsanalyse

Op grond van het Voorstel dient het bestuur in zijn rapport aan de algemene vergadering aan te tonen dat de vennootschap in staat is haar solvabiliteit en liquiditeit gedurende een periode van vijf jaar in stand te houden. Dit betekent feitelijk dat het bestuur moet aantonen dat de vennootschap de komende vijf jaar aan haar verplichtingen kan blijven voldoen. De vraag kan worden gesteld of deze termijn niet te lang is. Het economische klimaat, maar ook de strategie en bedrijfsvoering van vennootschappen zijn continu aan verandering onderhevig. Hieruit volgt dat de assumpties die aan de toekomstige kasstromen en solvabiliteit ten grondslag liggen, in korte tijd kunnen wijzigen, waardoor de waarde van de analyse snel afneemt. Er lijkt mij dan ook veel voor te zeggen om een kortere termijn te hanteren. Ter illustratie merk ik op dat bestuurders in Engeland een solvabiliteitsverklaring voor een jaar dienen af te geven.

Daarnaast houdt het Voorstel er geen rekening mee dat de vennootschap financiële steuntransacties kan aangaan voor een periode korter dan vijf jaar. Het lijkt niet logisch dat voor dergelijke transacties een liquiditeits- en solvabiliteitsanalyse voor de volledige vijf jaar dient te worden gemaakt.

Houdbaarheid van het goedkeuringsbesluit

Uit het Voorstel blijkt niet binnen hoeveel tijd na het verlenen van de goedkeuring door de algemene vergadering de financiële steuntransactie moet worden geëffectueerd om rechtsgeldig te zijn. Het lijkt mij goed dat er meer duidelijkheid komt omdat, zoals hiervoor uiteengezet, de assumpties die aan de solvabiliteitsanalyse ten grondslag liggen, aan continue verandering onderhevig zijn. De houdbaarheids-termijn zou in dit licht dus niet te lang moeten zijn. Aan de andere kant moet rekening worden gehouden met het recht

dat aan de aandeelhouders wordt toegekend om tegen het besluit te ageren. Het mag niet zo zijn dat door het enkele instellen van verzet en de behandeling daarvan het goedkeuringsbesluit verloren gaat. Voor de *white wash procedure* in Engeland geldt een houdbaarheidstermijn van acht weken. Deze termijn kan door de rechter worden verlengd, indien deze door het verzet dreigt te worden overschreden. Dit lijkt mij een praktische benadering.

Verzet

De toelichting bij het Voorstel bepaalt nadrukkelijk dat het financiële steunverbod als doel heeft zowel schuldeisers als minderheidsaandeelhouders te beschermen. Uit de aard van het Voorstel zelf lijkt echter te volgen dat de nadruk op crediteurenbescherming ligt. Het gaat er immers voornamelijk om dat de vennootschap in staat blijft ook na de financiële steuntransactie aan haar verplichtingen te voldoen. Vanuit dit oogpunt is het opmerkelijk dat alleen aandeelhouders en niet de crediteuren van de vennootschap bezwaar kunnen maken tegen het goedkeuringsbesluit van de algemene vergadering. Dit neemt niet weg dat de regeling welhaast onwerkbaar wordt indien iedere individuele crediteur een verzetsrecht zou krijgen.

Daarnaast zou men kunnen stellen dat met dit verzetsrecht de regeling haar doel voorbijschiet. Zou de kous niet af moeten zijn indien het bestuur aan de hand van een gedetailleerd rapport heeft vastgesteld dat de vennootschap aan de liquiditeits- en solvabiliteitseis voldoet, of in ieder geval nadat de algemene vergadering bij gekwalificeerde meerderheid heeft besloten de steuntransactie toe te staan op basis van het rapport van het bestuur? Uiteraard moeten de aandeelhouders rekening houden met de redelijke belangen van de minderheidsaandeelhouders en crediteuren, maar dat is niet anders voor alle andere besluiten in de algemene vergadering, waarvoor geen verzetsrecht geldt. Wordt de positie van crediteuren niet voldoende gewaarborgd door het feit dat de bestuurders persoonlijke aansprakelijkheid riskeren, indien zij te lichtvaardig hun medewerking aan een financiële steuntransactie verlenen, en door de faillissementspauliana?

Uit de toelichting bij het Voorstel volgt dat het verzet door iedere aandeelhouder kan worden gedaan. Dit brengt het risico met zich dat individuele aandeelhouders op minder redelijke gronden zullen trachten een financiële steuntransactie te vertragen door verzet aan te tekenen. Zoals hiervoor al kort werd aangestipt, kan de vertragende werking van het verzet tot gevolg hebben dat de houdbaarheid van het goedkeuringsbesluit van de algemene vergadering verloopt, waardoor het bestuur opnieuw een rapport zal moeten opstellen. Dit heeft tot gevolg dat de vennootschap niet snel en efficiënt kan handelen in een gegeven situatie, terwijl dit juist een van de doelstellingen van het Voorstel is. In dit verband zou kunnen worden overwogen om het verzetsrecht slechts toe te kennen aan aandeelhouders die alleen of samen een bepaald percentage van het uitstaande aandelenkapitaal houden. Hierbij kan aansluiting worden gezocht bij de bepalingen in het Voorstel over de storting op aandelen in natura. Het Voorstel bepaalt ten aanzien van

dergelijke stortingen dat aandeelhouders die ten minste 5% van het geplaatste kapitaal houden, onder omstandigheden, bezwaar kunnen maken tegen de toegekende waardering. Mede gezien de harmoniserende doelstelling van de Richtlijn lijkt het voor de hand te liggen deze lijn te volgen. Overigens geldt voor de *white wash procedure* in Engeland een minimum aandelenpercentage van 10%.

Voorts rijst de vraag op welke gronden de minderheidsaandeelhouder van het verzetsrecht gebruik kan maken. Er is iets voor te zeggen dat aandeelhouders slechts verzet kunnen aantekenen indien zij rechtstreeks in hun aandeelhoudersbelang worden geraakt. Dit is bijvoorbeeld het geval indien de vennootschap aandelen in haar kapitaal op niet-billijke voorwaarden vervreemdt, waardoor de waarde van hun deelneming negatief wordt beïnvloed. Het lijkt mij niet direct logisch dat een individuele aandeelhouder verzet kan doen op de grond dat de solvabiliteit van de vennootschap in gevaar zou komen, omdat dit een meer algemeen belang is van de vennootschap, aandeelhouders, crediteuren en andere stakeholders, waarover de algemene vergadering al bij gekwalificeerde meerderheid heeft besloten.

Ten slotte wordt uit het Voorstel niet duidelijk of het doen van verzet door een aandeelhouder schorsende werking heeft. Het lijkt voor de hand te liggen dat een financiële steuntransactie geen doorgang kan vinden zolang de verzets-termijn loopt, omdat anders het doel van de verzetsregeling bij voorbaat wordt ondermijnd. De verzets-termijn dient in ieder geval dusdanig kort te zijn dat de transactie niet onnodig wordt vertraagd.

Conclusie

De Commissie heeft recentelijk een voorstel gedaan tot wijziging van de Richtlijn, waaronder het verbod op het verlenen van financiële steun door de naamloze vennootschap aan derden bij de verkrijging van aandelen in haar kapitaal. De Commissie heeft het niet aangedurfd om dergelijke financiële steunverlening door de naamloze vennootschap simpelweg toe staan voorzover zij over voldoende vrije reserves beschikt. Het Voorstel staat financiële steunverlening weliswaar toe, maar alleen onder strikte voorwaarden. Zo is er een solvabiliteits- en liquiditeitstest ingevoerd ter bescherming van crediteuren.

Het is een goede ontwikkeling voor de praktijk dat het absolute verbod op financiële steunverlening komt te vervallen. De voorwaarden waarop financiële steunverlening wordt toegestaan, zijn echter op sommige punten vergaand en roepen bovendien veel vragen op. Het voldoen aan deze voorwaarden zal een tijdrovende exercitie zijn, die bovendien de nodige kosten met zich zal brengen. Dit lijkt niet goed te rijmen met de doelstelling van het Voorstel om de administratieve lasten voor naamloze vennootschappen te vereenvoudigen en te verlichten. Het Voorstel zal verder moeten worden uitgewerkt om het in de praktijk gewenste vereenvoudigende en verduidelijkende effect te hebben.

*Mr. P.J. Janssen
Allen & Overy*