

Feast or famine Aandeelhouders & WHOA

Marjon Lok

Een nieuw instrument

Aandeelhouders hebben vaak een doorslaggevende rol bij het welslagen van een herstructurering. Sinds kort kent Nederland een nieuw herstructureringsinstrument. De WHOA ofwel Wet homologatie onderhands akkoord biedt een onderneming in zwaar weer de mogelijkheid van een afdwingbaar akkoord buiten faillissement, surseance van betaling en de noodzaak-financieringsprocedure. De WHOA biedt een veel ruimere herstructureringsmogelijkheid dan voordien het geval was en dus een grotere kans dat de onderneming een succesvol tweede leven krijgt. Niet een curator, maar de ondernemer blijft aan het roer staan ('debtor in possession').

“Moet de aandeelhouder nu vrezen voor de WHOA?”

De WHOA zou 'the best of both worlds' zijn met kenmerken van het gevierde Engelse Scheme of Arrangement en de Amerikaanse Chapter 11-procedure. Daarbij is de WHOA in lijn gebracht met de Europese Herstructureringsrichtlijn die een pre-insolventie akkoordprocedure verplicht. So far so good. Maar hoe gunstig is de WHOA voor de aandeelhouder? Enerzijds wordt in de literatuur benadrukt dat de aandeelhouder haar volledige belang via de WHOA kan verliezen. Anderzijds wordt juist gevreesd voor misbruik door de aandeelhouders. Deze bijdrage gaat in op de gevolgen, risico's en mogelijkheden van de WHOA voor de aandeelhouder.



Het leven vóór de WHOA

Tot voor kort moesten afspraken in het kader van een herstructurering vast worden gelegd in een akkoord. Daarvoor moesten alle partijen die door het akkoord werden geraakt hun instemming verlenen, zo ook de aandeelhouders. Zij konden niet worden gedwongen aan een dergelijk akkoord mee te werken. Dat was alleen anders als er sprake was van misbruik van recht, maar dat geval doet zich maar zelden voor. Aandeelhouders willen echter in de praktijk niet altijd meewerken aan een herstructurering of een akkoord. Zelfs niet als de onderneming weinig waard is en de aandeelhouders in faillissement niets zouden hebben gekregen. Een reden voor die weigerachtige houding is dat aandeelhouders bij een herstructurering of een akkoord vaak worden verzocht in te stemmen met een 'debt for equity' ten faveure van een andere (nieuwe of zittende) aandeelhouder. Bij een debt for equity wisselen schuldeisers een schuld in voor een aandelenbelang, waardoor de (overige) zittende aandeelhouders verwateren. Die oorspronkelijke aandeelhouders profiteren dan minder of niet van een waardestijging na de herstructurering. Voor de benodigde aandelenuitgifte of afstand van het voorkeursrecht is echter instemming van de aandeelhouders vereist. De aandeelhouders met de nodige zeggenschap kunnen hieraan dus in de weg staan door tegen te stemmen. Aandeelhouders

hebben hierdoor vaak de sleutel tot het welslagen of falen van een reddingspoging.

“Aandeelhouders kunnen gedwongen worden hun belang in te leveren”

Hierop bestaat wel een belangrijke uitzondering. Als er sprake is van (1) een impasse op aandeelhoudersniveau, (2) urgente (acute) noodzaak en (3) een gebrek aan alternatieven, kan bij de voorzieningenrechter of de Ondernemingskamer een beroep worden gedaan op noodzaakfinanciering. Door middel van deze noodzaakfinancieringsprocedure kunnen aandeelhouders alsnog worden gedwongen financiering te dulden en eventueel substantieel te verwateren. Aandelen kunnen bovendien tijdelijk ‘ten titel van beheer’ worden overgedragen en bepalingen in statuten en overeenkomsten kunnen tijdelijk worden aangepast of terzijde worden gesteld. Op deze manier kunnen aandeelhouders worden geforceerd een debt for equity te accepteren.

Impact van de WHOA op aandeelhouders

Aandeelhouders nu ook gebonden aan akkoord

Het akkoord is afdwingbaar ten opzichte van de aandeelhouders nadat het is gehomologeerd (goedgekeurd)

door de rechtbank. Dit betekent dat aandeelhouders door invoering van de WHOA nu ook tegen hun zin kunnen worden gebonden en dat hun rechten als aandeelhouders tegen hun zin kunnen worden gewijzigd. Dit geldt ook voor tegenstemmende aandeelhouders en de aandeelhouders die niet of blanco hebben gestemd.

“De invloed die aandeelhouders kunnen uitoefenen ten aanzien van het bestuur wordt in een WHOA-procedure aanzienlijk beknot”

Een klasse van aandeelhouders heeft ingestemd als ten minste twee derde van het totale geplaatst kapitaal binnen die klasse voor het akkoord heeft gestemd. Niet de hoeveelheid aandeelhouders, maar het vertegenwoordigde belang binnen de vennootschap is dus doorslaggevend. Als een aandeelhouder tegenstemt, maar zijn klasse stemt in, dan is deze aandeelhouder (tegen zijn/haar wil) toch gebonden aan het akkoord. Het WHOA-akkoord kent de mogelijkheid van een cross-class cram down. In dat geval kan een tegenstemmende klasse toch overruled worden door de rechter. Er staat tegen de homologatiebeslissing geen voorziening open. De aandeelhouders kunnen dus niet ‘in hoger beroep’.

De WHOA is ook bindend voor schuldeisers met zekerheidsrechten en kan de rechten van deze schuldeisers wijzigen. De WHOA biedt daarom mogelijk ook interessante oplossingen als de aandeelhouders wel onderling overeenstemming hebben bereikt, maar bijvoorbeeld een derde met zekerheden aan de financiering door de aandeelhouders in de weg staat. Een impasse op aandeelhoudersniveau is – in tegenstelling tot bij noodzaakfinanciering – namelijk niet vereist bij de WHOA.

Volledig ontnemen belang

Onder de WHOA is het mogelijk om zittende aandeelhouders hun belang – tegen hun zin – volledig te ontnemen. Aandelen gaan dan bijvoorbeeld naar de financier in het kader van een debt to equity swap voor nieuwe of oude financiering. Dit is niet mogelijk onder noodzaakfinanciering of de andere wettelijke akkoorden. Het ontnemen van aandelen kon tot op heden formeel alleen via de (binnenkort te herziene) wettelijke geschillenregeling: een kostbare en lange procedure waarvoor stringente eisen gelden.

Het potentiële desastreuze gevolg van het volledig ontnemen van het belang houdt verband met de voorrangregel ofwel absolute priority rule. De absolute priority rule brengt mee

dat de waarde die met het akkoord wordt gerealiseerd verdeeld wordt overeenkomstig de wettelijke of contractuele rangorde bij verhaal op het vennootschappelijke vermogen. De rechtbank wijst het homologatieverzoek af als wordt afgeweken van de absolute priority rule, tenzij alle klassen hiermee instemmen. De hoofdregel is dus dat niet ten nadele van een niet-instemmende klasse mag worden afgeweken van de wettelijke rangorde. Dat is meestal geen goed nieuws voor de aandeelhouder. De reorganisatiewaarde gaat eerst naar de schuldeisers. Er blijft zelden restwaarde over voor aandeelhouders. Kort gezegd: de aandeelhouders staan achteraan in de rij. Deze regel verhindert daarom dat aandeelhouders tegen de wil van de schuldeisers waarde behouden in de geherstructureerde vennootschap. De vraag of aandeelhouders hun belang zullen verliezen ligt dus in eerste plaats bij de schuldeisers.

“Er moet wel acht worden geslagen op de belangen van aandeelhouders, maar onduidelijk is hoe en in welke mate”

Niet alle financiers zullen overigens geïnteresseerd zijn in aandelen. Bovendien is het goed denkbaar dat de schuldeisers wel bepaalde aandeelhouders in de organisatie willen behouden. Het is dus raadzaam om de relatie met

schuldeisers goed te houden en om transparant te zijn over de rol van de aandeelhouder bij de onderneming als die rol van belang is voor het toekomstig succes van die onderneming na de herstructurering. De WHOA voorziet bovendien in een mogelijkheid tot afwijking van de absolute priority rule (hieronder toegelicht).

Beperking zeggenschap algemene vergadering

Het bestuur heeft voor het aanbieden en uitvoeren van een akkoord geen instemming nodig van de algemene vergadering of van een vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding. Voor zover een besluit statutair of contractueel zou zijn vereist, treedt het gehomologeerde akkoord daarvoor in de plaats. Diverse wetsartikelen die zien op stemrechten, goedkeuringsvereisten en publicatie- of informatievereisten of -rechten zijn bovendien niet van toepassing. Ook statutaire of contractuele bepalingen die hierop haaks staan, zijn niet van toepassing. De rechten van aandeelhouders en hun formele invloed op het bestuur gedurende de herstructurering worden hierdoor aanzienlijk beknot.

Wijziging van aandeelhoudersrechten

Het akkoord kan voorzien in een wijziging van de

aandeelhoudersrechten onder wet, statuten of aandeelhoudersovereenkomst. Voorkeursrechten van individuele aandeelhouders en de uitgiftebevoegdheid van de algemene vergadering kunnen bijvoorbeeld opzijgezet worden in het licht van een verplichte debt to equity. Ook het wijzigen van dividendrechten of het aandeelhoudersbelang behoort tot de mogelijkheden. Het verschil met voornoemde noodzaakfinancieringsprocedure is dat daar het uitgangspunt van de rechter is om zeggenschapsverhoudingen zo min mogelijk aan te tasten. Dit uitgangspunt is niet terug te zien in de WHOA. De focus bij de WHOA ligt op verdeling van de ondernemingswaarde met als uitgangspunt de wettelijke rangorde. Dit heeft mogelijk ook tot gevolg dat er eerder sprake zal zijn van een introductie van externe partijen als aandeelhouders dan voorheen het geval was.

“Als aandeelhouder ben je verplicht, ook uit eigen beweging, om informatie te verstrekken aan een herstructureringsdeskundige”

Beperking contractsvrijheid

In aandeelhouders- of investeringsovereenkomsten is regelmatig opgenomen dat aandeelhouders de overeenkomst mogen wijzigen, verplichtingen mogen opschorten of de

overeenkomst mogen ontbinden bij surseance van betaling of faillissement van de vennootschap waarvan zij aandelen houden of waarin zij investeren. De toepassing van een WHOA-procedure bij de vennootschap kan voor een dergelijke wijziging, opschorting of ontbinding echter geen grond opleveren. Bepalingen die automatisch gevolgen verbinden aan het openen van een WHOA-akkoordprocedure worden buiten werking gesteld. Er kan zelfs geen beroep worden gedaan op ‘change of control’ bepalingen ten gevolge van een (ongewenste) debt for equity swap in het akkoord. Ook contractuele afspraken over (noodzaak)financiering kunnen geen toepassing vinden. Anderzijds kan de onderneming of herstructureringsdeskundige zelf wél een voorstel tot wijziging of beëindiging van overeenkomsten doen en zelfs overeenkomsten onder bepaalde voorwaarden opzeggen als zij leiden tot (te) zware lasten voor de onderneming. De eventuele verplichting tot vergoeding van schade van de contractspartij kan dan bovendien (eventueel in gewijzigde vorm) onderdeel zijn van het akkoord.

Acht slaan op aandeelhoudersbelangen

Het voorgaande brengt niet mee dat er achteloos mag worden omgegaan met de belangen van aandeelhouders. Er moet volgens de wet acht worden geslagen op de

aandeelhoudersbelangen. Echter, de mate en wijze waarop acht moet worden geslagen op die belangen is (nog) niet duidelijk. Het belang van de onderneming zal voorrang hebben en de wettelijke voorrangregels kennen slechts beperkte uitzondering (zie hieronder), waardoor het aandeelhoudersbelang mogelijk formeel alleen in de periferie een rol krijgt, bijvoorbeeld als er sprake is van een nodeloos schaden van de aandeelhoudersbelangen. Dat betekent natuurlijk niet dat de aandeelhouders in de praktijk geen invloed hebben.

Verplichte informatievoorziening

Als er een herstructureringsdeskundige is benoemd, dan zijn de aandeelhouders verplicht op verzoek daartoe hem/haar alle inlichtingen te verschaffen. Dat moet op de wijze die door de herstructureringsdeskundige is bepaald. Aandeelhouders zijn ook verplicht uit eigen beweging relevante feiten en omstandigheden aan te dragen als zij (zouden moeten) weten dat die voor de herstructureringsdeskundige van belang zijn. Aandeelhouders dienen alle nodige medewerking te verlenen. Behalve waar nodig voor de taakvervulling, mag de herstructureringsdeskundige die informatie niet delen met derden. Het is belangrijk goed te communiceren over en vast te leggen wat vertrouwelijke informatie is en wat essentieel is voor de taakvervulling is.



Shareholder

Betrokkenheid borg, medeschuldenaar, garanties en zekerheden

In de WHOA geldt dat schuldeisers al hun rechten behouden ten opzichte van de borgen en medeschuldenaren. Deze borg/medeschuldenaar – vaak aandeelhouder of groepsentiteit – mag geen verhaal nemen op de onderneming voor het bedrag dat hij op grond van zijn hoofdelijkheid na homologatie voldoet aan die schuldeisers. Kortom, de aandeelhouder/groepsentiteit draait op voor deze schuld. Als de betreffende schuldeiser echter voor die (dan betaalde) schuld op basis van het akkoord ook rechten aangeboden krijgt, dan gaan die rechten over op de betalende entiteit voor zover de schuldeiser waarde ontvangt die het bedrag van zijn oorspronkelijke vordering te boven gaat.

De onderneming kan wel weer garanties, 403-verklaringen en zekerheden van groepsmaatschappijen betrekken in het akkoord. Daarin zit ook een voordeel voor de aandeelhouders, want het akkoord kan ook onder bepaalde voorwaarden voorzien in wijziging van rechten van schuldeisers ten opzichte van groepsmaatschappijen. De WHOA maakt zelfs mogelijk om in bepaalde grensoverschrijdende gevallen de schulden van de gehele groep centraal te herstructureren in Nederland. Dat zou in het bijzonder onder het besloten

akkoord mogelijk kunnen zijn. Er moet ook dan wel goed gekeken worden naar de erkenning en doorwerking in het buitenland.

“Er is ruimte om aandeelhoudersbelang te behouden”

Positie als schuldeiser

Aandeelhouders zijn veelal ook schuldeisers van de onderneming. Mochten de rechten van aandeelhouders niet gewijzigd worden, dan kan het nog zo zijn dat zij in hoedanigheid van schuldeiser worden betrokken in het akkoord en stemgerechtigd zijn. Relevant voor de aandeelhouder als schuldeiser is dat onder de WHOA het recht op verrekening is verruimd. Verrekening is toegestaan, ook nadat een herstructureringsdeskundige is aangewezen, zolang de verrekening wordt verricht in het kader van de financiering van de voortzetting van de onderneming en niet strekt tot inperking van die financiering. Betaling van opeisbare schulden aan de aandeelhouder kan ook blijven plaatsvinden zonder vrees voor vernietiging, zolang eventueel aanhangige (surseance-) faillissementsverzoeken zijn geschorst (hetgeen het geval is tijdens de WHOA-procedure). Rechtshandelingen die potentieel benadelend zijn mogen ook worden verricht,

mits hiervoor een rechterlijke machtiging is verleend. Deze zal worden verleend indien de rechtshandeling noodzakelijk is om de onderneming tijdens de voorbereiding van het akkoord te kunnen blijven voortzetten en het redelijkerwijs aan te nemen is dat de belangen van de gezamenlijke schuldeisers hiermee gediend zijn. Een afkoelingsperiode kan aandeelhouders/schuldeisers wel sterk beperken in executiemaatregelen.

“Het is mogelijk dat een bank als hypotheekhouder een deel van de aan haar toegekende waarde afstaat aan de aandeelhouder”

WHOA eerder mogelijk dan noodzaakfinanciering

Zowel de WHOA als de noodzaakfinancieringsprocedure hebben tot doel de continuïteit van de onderneming in moeilijkheden te waarborgen. Bij noodzaakfinanciering moet die noodzaak ook urgent en acuut zijn. Dat is echter geen vereiste voor toepassing van de WHOA. Bij de WHOA volstaat een noodzaak in de nabije toekomst, net als bij surseance van betaling. Het moet redelijkerwijs aannemelijk zijn dat de onderneming met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan. De WHOA-procedure kan daarom al eerder worden toegepast dan

noodzaakfinanciering, hetgeen een voordeel kan zijn omdat er dan ook eerder kan worden ingegrepen.

Geen formele insolventie voor de duur van het WHOA-proces

Als een WHOA-akkoord eenmaal onderweg is, zal de debiteur voor de duur van dat proces niet in staat van faillissement kunnen worden verklaard of aan haar surseance van betaling worden verleend. De behandeling van het verzoek tot aanwijzing van een herstructureringsdeskundige gaat eveneens voor een eventueel surseance- of faillissementsverzoek. Aandeelhouders kunnen door een dergelijk verzoek te doen, een surseance- of faillissementsverzoek blokkeren. Omdat een WHOA-akkoord naast openbaar ook besloten kan worden behandeld, worden bij een besloten procedure de problemen in de onderneming niet voortijdig publiekelijk bekend. Dat is anders bij noodzaakfinanciering, waar het starten van de procedure soms ongewenst het faillissement tot gevolg heeft. Aandeelhouders die echter de voorkeur geven aan een faillissement of surseance van de onderneming, kunnen in hun wensen (en besluitvorming) worden doorkruist door een verzoek tot aanwijzing van de herstructureringsdeskundige van een ander, zoals een andere aandeelhouder.

Ruimte voor aandeelhouders om invulling te geven aan het WHOA-akkoord

In de WHOA is voorzien in een mogelijkheid tot afwijking van de voornoemde absolute priority rule. Afwijking is mogelijk – zelfs als niet alle klassen daarmee instemmen – mits (1) voor die afwijking een redelijke grond bestaat en (2) aandeelhouders en schuldeisers hierdoor niet worden geschaad. Is niet aan die vereisten voldaan, dan wordt homologatie afgewezen.

“Aandeelhouders kunnen maar beter proactief zijn in een WHOA-procedure en niet achterover leunen”

Dit biedt de aandeelhouders enige ruimte om waarde te behouden, ook als de schuldeisers niet volledig voldaan worden. Wat zal worden geaccepteerd als ‘redelijke grond’ zal nog moeten blijken. In de literatuur gaat men er veelal van uit dat deze uitzondering zich voordoet bij: (1) nieuw kapitaal, (2) cruciale aandeelhouders en (3) ‘gifting’.

Nieuw kapitaal zal al snel in het belang van zowel de onderneming als de schuldeisers zijn. Door voldoende te investeren tegen redelijke voorwaarden, kan de aandeelhouder zijn belang mogelijk op peil houden of zelfs

vergroten. Financierende aandeelhouders worden niet automatisch achtergesteld. Anderzijds krijgen zij ook geen superieur zekerheidsrecht ten opzichte van bestaande financiers met zekerheidsrechten.

“De inhoud van een akkoord zal deels afhankelijk zijn van onderhandelingen met aandeelhouders”

Cruciale aandeelhouders zijn bijvoorbeeld partijen met een waardevol netwerk of reputatie. Mogelijk heeft de aandeelhouder kennis of expertise die noodzakelijk is voor de onderneming en die door de aandeelhouder aan de onderneming ter beschikking wordt gesteld (al dan niet vanuit een positie als bestuurder). Denkbaar is dat een aandeelhouder met noodzakelijke activa, intellectueel eigendomsrechten of zeggenschap bij een essentiële contractspartij onder omstandigheden als cruciaal kan worden aangemerkt. De rechter toetst of voldoende objectieve gronden voor afwijking aanwezig zijn, vooral als er sprake is van mogelijke belangenverstrengeling. Een aandeelhouder die zichzelf als onmisbaar kwalificeert zal dat wel moeten kunnen onderbouwen. Aannemelijk is dat terughoudend zal worden getoetst.



Bij *gifting* staat een seniore klasse een bepaald toegekend bedrag af aan een lagere klasse. Denk bijvoorbeeld aan de hypotheekhouder die een deel van de aan hem toegekende waarde afstaat aan een klasse van aandeelhouders. Gifting kan alleen aan een volledige klasse en is afhankelijk van de welwillendheid van de hogere klasse. Het kan dus zijn dat een klasse aandeelhouders profiteert van een gifting, terwijl een andere klasse aandeelhouders haar volledige belang in de onderneming verliest. Waakzaamheid en een proactieve houding van aandeelhouders is noodzakelijk. Als gifting een optie is, is het ook belangrijk kritisch te kijken naar de klasse-indeling.

Er is kritiek op de bovenstaande uitzonderingen. Er wordt bijvoorbeeld beargumenteerd dat het aannemen van een uitzondering op basis van cruciale aandeelhouders of gifting altijd de schuldeisers zal schaden. Er zou te snel een beroep kunnen worden gedaan op het bestaan van een cruciale aandeelhouder omdat er vaak verwevenheid bestaat tussen bestuur en aandeelhouder. Ook wordt er gevreesd dat niet alle informatie aan het licht komt omdat aandeelhouders en bestuur daar niet transparant over zijn. In de literatuur is ook kritiek geuit op gifting. Gevreesd wordt bijvoorbeeld dat aandeelhouders hierop

gaan voorsorteren door afspraken te maken met de geseceerde schuldeisers. De aandeelhouders kunnen dan vervolgens handelen in de wetenschap dat – als het mis gaat met de onderneming – zij kunnen terugvallen op (gifting tijdens) de WHOA. Die wetenschap zou ertoe kunnen leiden dat de onderneming bij deelname aan het maatschappelijke verkeer excessief risico's neemt of accepteert die zij anders niet zou hebben genomen of geaccepteerd.

“Iedere aandeelhouder kan de rechter verzoeken een herstructureringsdeskundige aan te wijzen”

Hier kan tegenin worden gebracht dat er voldoende middelen zijn om in te grijpen als de situatie uit de hand loopt. De normaal geldende zorgvuldigheidsnormen zijn ook bij de WHOA van toepassing. De aandeelhouders mogen naar eigen belang handelen, maar moeten zich ook rekenschap geven van het vennootschappelijk belang in al haar facetten. Ook moeten de aandeelhouders zich redelijk opstellen naar elkaar, naar het bestuur en naar de vennootschap volgens de reeds bestaande wet. Hierboven werd al verwezen naar de informatievoorziening- en medewerkingsplicht van de aandeelhouder.

Daarnaast staat in de WHOA dat aandeelhouders het herstructureren van de onderneming niet om oneigenlijke of onzakelijke redenen mogen frustreren. Op het eerste gezicht zal deze verplichting in de praktijk niet tot andere resultaten leiden dan tot op heden het geval is geweest. Vooral nu het schenden van deze gedragsnorm geen voorwaarde is voor het kunnen beknotten van rechten van aandeelhouders in het akkoord. De aandeelhouders mogen het bestuur in ieder geval niet zonder goede gronden belemmeren instemming te verlenen. Dat geldt zowel bij het aanbieden van het akkoord als bij het doen van een homologatieverzoek. Er mag dus niet bedreigd worden met ontslag van bestuurders als zij niet handelen conform de wensen van de aandeelhouder(s). Er is ruimte tussen het belemmeren en het een eigen belang nastreven. Daarnaast vindt er natuurlijk ook nog een toetsing door de rechter plaats als er wordt afgeweken van die absolute priority rule. Kortom, er zijn varia aan middelen om in te grijpen.

Overige manieren om als aandeelhouder invloed uit te oefenen

Via onderhandelingen

Er is sprake van een 'debtor in possession-procedure'. De onderneming mag de inhoud van het WHOA-akkoord inrichten

zoals zij dat zelf wil. Ook indien het akkoord is voorbereid door een herstructureringsdeskundige, zal het de instemming van de mkb-onderneming moeten dragen. De inhoud van het akkoord zal daarom in de praktijk vaak deels afhankelijk zijn van onderhandelingen met de aandeelhouders. Bijvoorbeeld vanwege hun essentiële en geziene/erkende rol bij de onderneming, of omdat hun stem bij de stemming voor het akkoord van belang is. Dit kan zelfs meebrengen dat de aandeelhouders 'on board' moeten zijn, wil een akkoord kunnen slagen (anders stemmen de onderneming en/of bepaalde belangrijke schuldeisers mogelijk niet in).

Keuze besloten of openbare procedure

De WHOA kent een besloten en een openbare akkoord-procedure. De verzoeker geeft aan welke procedure hij/zij wenst. Als dit een aandeelhouder is, mag de aandeelhouder in beginsel ook bepalen welk type procedure het wordt. Een aandeelhouder zal veelal belang hebben bij een besloten procedure. Is de aandeelhouder geen verzoeker, dan heeft hij/zij geen recht hierover gehoord te worden. De onderneming mag zich altijd hierover uitlaten. Bij uiteenlopende meningen hakt de rechtbank de knoop door. De stemgerechtigde aandeelhouders hebben wel steeds recht op inzage in gedeponeerde verklaringen, het verslag na stemming en

het akkoord zelf. Het akkoord moet alle informatie bevatten die nodig is voor de aandeelhouders om een geïnformeerd oordeel te kunnen vormen.

Uitoefening stemrecht WHOA

Formeel hebben de aandeelhouders vooral invloed op het akkoord via hun stemrecht. Uitsluitend aandeelhouders van wie de rechten worden gewijzigd onder het akkoord zijn echter stemgerechtigd. Aandeelhouders wiens rechten niet worden aangetast mogen niet stemmen. Aandeelhouders met stemrechtloze aandelen kunnen stemgerechtigd zijn zolang hun rechten onder het akkoord worden gewijzigd. Als het economisch belang geheel of in overwegende mate elders ligt, zoals bij certificaathouders of obligatiehouders, dan kunnen deze certificaathouders of obligatiehouders worden uitgenodigd om naar eigen inzicht te stemmen. Aandeelhouders stemmen niet als orgaan, maar individueel in een of meer klassen. Als de rechten die aandeelhouders en schuldeisers bij faillissement (zouden) hebben of de rechten die zij bij een WHOA-akkoord aangeboden krijgen zo verschillend zijn dat er van een vergelijkbare situatie geen sprake is, dan moeten ze in andere klassen worden ingedeeld.

Verzoek aanwijzen herstructureringsdeskundige
Iedere aandeelhouder kan een verzoek indienen tot aanwijzing van een herstructureringsdeskundige. Hiervoor is ook geen goedkeuring van de algemene vergadering vereist. Als niet een aandeelhouder, maar bijvoorbeeld het bestuur het verzoek tot aanwijzing doet, dan is ook geen aandeelhoudersgoedkeuring nodig en wordt de aandeelhouder ook niet op de hoogte gesteld van het verzoek of in de gelegenheid gesteld zijn zienswijze te geven.

“Feast of famine?”

De aanwijzing van een herstructureringsdeskundige kan zinvol zijn als de aandeelhouder het bestuur niet vertrouwt of simpelweg meent dat het akkoord bij het bestuur niet in goede handen is. De herstructureringsdeskundige is onpartijdig en onafhankelijk. Hij of zij zal vooral in het belang van de gezamenlijke schuldeisers moeten handelen, maar daarbij ook acht slaan op de belangen van de aandeelhouders. De rechtbank kan een herstructureringsdeskundige ook weer ontslaan of vervangen. Dit kan ambtshalve of op verzoek van bijvoorbeeld de deskundige of schuldeisers. Aandeelhouders kunnen een dergelijk verzoek niet indienen. Aandeelhouders die het oorspronkelijke verzoek tot benoeming hadden

ingediend, worden wel in de gelegenheid gesteld hun zienswijze te geven.

Verzoek afwijzing homologatie

Aandeelhouders zullen zich veelal verzetten als zij in het akkoord geen waarde behouden. Dat verzet is mogelijk tot de dag van de behandeling van de homologatie. Stemgerechtigde aandeelhouders mogen dan alleen of samen een gemotiveerd verzoek tot afwijzing van het homologatieverzoek indienen. Die aandeelhouders moeten dan zelf (en via hun klasse) niet met het akkoord hebben ingestemd. Of zij moeten ten onrechte niet tot de stemming zijn toegelaten (waar zij bij een niet-instemmende klasse hadden moeten worden ingedeeld).

Summierlijk moet blijken dat deze aandeelhouders op basis van het akkoord slechter af zijn dan bij een vereffening van het vermogen van de onderneming in faillissement. Daar zal lang niet altijd sprake van zijn. Vervolgens moet sprake zijn van een (in de wet omschreven) afwijzingsgrond. Het kan hier bijvoorbeeld gaan over het niet naleven van verplichtingen onder de WHOA ten opzichte van de aandeelhouder, het zonder goede reden afwijken van de wettelijke of contractuele rangorde, het toelaten voor een

verkeerd bedrag of het feit dat nakoming van het akkoord niet voldoende is gewaarborgd. Het kan ook gaan om oneerlijke bevoordeling of het oneerlijk tot stand komen van het akkoord.

Er moet in ieder geval tijdig bij de onderneming zijn geïnteresseerd. Het is dus van belang enige bezwaren zo snel mogelijk kenbaar te maken en hier niet mee te wachten. Er staat geen rechtsmiddel open tegen de beslissingen van de rechtbank onder de WHOA. De mogelijkheden tot verzet zijn dus beperkt. De rechtbank kan wel prejudiciële vragen over de toepassing van de WHOA aan de Hoge Raad voorleggen, maar dat zal zelden een praktische uitkomst bieden voor de aandeelhouders.

Via de rechtbank

De rechter mag uitspraak doen over allerlei relevante aspecten, zoals de vraag of een aandeelhouder mag stemmen, wat de waarde is van de onderneming of de waarde van het aandeel. De rechtbank mag ambtshalve of op verzoek van de onderneming of herstructureringsdeskundige ook andere maatregelen treffen die zij – ter beveiliging van de belangen van onder meer de aandeelhouders – nodig acht. De aandeelhouder heeft niet de bevoegdheid om dit zelf te

verzoeken. Wel kan de aandeelhouder natuurlijk trachten te bewerkstelligen dat de rechter dit ambtshalve doet. De rechtbank kan bijvoorbeeld een observator benoemen, mits er geen herstructureringsdeskundige is aangewezen. Deze observator houdt toezicht op de totstandkoming van een door de onderneming voorbereid akkoord. De aandeelhouder wordt in de gelegenheid gesteld een zienswijze te geven, als deze aandeelhouder rechtstreeks in de belangen wordt geraakt door de beslissing. Als zij ten onrechte niet in de gelegenheid wordt gesteld om een zienswijze te geven, dan is zij ook niet gebonden aan de beslissing.

Conclusie: feast or famine?

De WHOA kan zowel feast als famine betekenen voor de aandeelhouders. De WHOA brengt formeel diverse beperkingen en risico's voor de aandeelhouders mee en biedt weinig formele middelen voor aandeelhouders om het proces te beïnvloeden. Net als voor invoering van de WHOA het geval was, zal de aandeelhouder die niet bijdraagt, mogelijk negatieve gevolgen moeten ondervinden. Die gevolgen zijn door de WHOA potentieel nog verdergaand dan daarvoor het geval was en kunnen zelfs resulteren in een verlies van het volledige belang. De formele mogelijkheden om de WHOA te beïnvloeden ogen beperkt.

Tegelijkertijd biedt de WHOA ook mogelijkheden voor investerende of cruciale aandeelhouders om hun toekomstige positie in de onderneming te verstevigen. Het aandelenkapitaal kan mogelijk worden uitgebreid door voldoende nieuw kapitaal in te brengen, hetgeen kan leiden tot meer controle en zeggenschap. Door alleen al het belang op peil te houden (of zelfs door een vermindering te accepteren) kan al worden geprofiteerd van een waardeestijging van de geherstructureerde onderneming. Een tweede kans kan de onderneming en dus de aandeelhouder veel brengen. Zeker als het alternatief een faillissement is.

Voor zover de aandeelhouder tevens bestuurder is en/of feitelijk sterk verweven is met het bestuur, heeft de aandeelhouder ongetwijfeld een belangrijke rol bij de vaststelling van de inhoud van het akkoord, zelfs als een herstructureringsdeskundige is benoemd. Deze vrijheid is niet onbeperkt. Er mag uiteraard geen misbruik worden gemaakt en het bestuur mag niet op onredelijke wijze worden belemmerd. Common sense kan hier een richtlijn zijn.

Een voorwaarde voor succes voor de aandeelhouder is dat de aandeelhouder ervoor zorgt dat hij meteen vanaf

het begin betrokken is. Het is zaak om als (individuele en gezamenlijke) aandeelhouders actief betrokken te zijn bij de onderhandelingen en zodoende onderdeel te zijn van en bij te dragen aan de nodige oplossingen voor de herstructurering. Hij moet niet te laat zijn financieringsvoorstellen op tafel leggen. Hij dient ervoor te zorgen dat de (belangrijke) schuldeisers voldoende bekend zijn met zijn toegevoegde waarde als aandeelhouder. Het kan ook gunstig zijn voor aandeelhouders om nauw contact te houden met bijvoorbeeld de hypotheekverstrekker en/of de huisbankier om zo de gelegenheid voor gifting te maximaliseren. Een proactieve houding van aandeelhouders bij het proces is essentieel. Voor aandeelhouders geldt in het kader van de WHOA: wees alert en get ahead of the game. Alleen dan kan de WHOA ook voor de aandeelhouders een succes zijn.