

Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming



H.E. Boschma
M.L. Lennarts
J.N. Schutte-Veenstra

Eindrapport d.d 18 augustus 2005

Instituut voor Ondernemingsrecht Groningen

RUG

Het onderzoek naar alternatieve systemen voor kapitaalbescherming is uitgevoerd in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC) van het ministerie van Justitie ten behoeve van de Directie Wetgeving.

Samenstelling begeleidingscommissie

Voorzitter: prof. dr. J. Klaassen
Leden: mr. E.D.G. Kiersch; ministerie van Justitie
mr. M. Meinema; ministerie van Economische Zaken
mr. R.J. Schimmelpenninck; Houthoff Buruma
mr. E.C. van Ginkel; ministerie van Justitie - WODC

Samenstelling onderzoeksteam

Projectleider: mr. J.N. Schutte-Veenstra
Onderzoekers: mr. H.E. Boschma
prof. mr. M.L. Lennarts
mr. J.N. Schutte-Veenstra

Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming

<i>Inhoudsopgave</i>	I - III
<i>Samenvatting</i>	1
<i>1. Inleiding</i>	4
1.1. Ontwikkelingen in het kapitaalbeschermingsrecht	4
1.1.1. Kritiek op het huidige kapitaalbeschermingsregime	4
1.1.2. Ontwikkelingen bij de BV	5
1.1.3. Europeesrechtelijk karakter NV-kapitaalbeschermingsrecht	5
1.1.4. Kritiekpunten tweede EEG-richtlijn	6
1.1.5. Initiatieven op Europees niveau	9
1.2. Doel en inhoud onderzoek	11
1.2.1. Doel onderzoek	11
1.2.2. Middel	12
1.2.3. Te onderzoeken rechtsstelsels	12
1.2.4. Onderzoeksvragen gegroepeerd rondom thema's	14
1.2.5. Concrete onderzoeksvragen	15
1.2.6. Opzet rapport	17
<i>2. Aspecten van crediteurenbescherming</i>	18
2.1. Inbreng	18
2.1.1. Nominale waarde aandelen	18
2.1.2. Minimuminbreng	18
2.1.3. Uitgifte van aandelen	18
2.1.3.1. Uitgiftebevoegdheid	18
2.1.3.2. Maximumaantal uit te geven aandelen	18
2.1.3.3. Vaststelling uitgifteprijs	19
2.1.3.4. Sancties bij vaststelling te lage uitgifteprijs	19
2.1.3.5. Uitstel van storting	20
2.1.3.6. Voorkeursrecht bij emissie	21

2.1.4.	Inbreng in natura	22
2.1.4.1.	In te brengen bestanddelen	22
2.1.4.2.	Waardering van de inbreng	23
2.1.4.3.	Sancties bij te hoge waardering inbreng	23
2.1.4.4.	Openbaarmaking inbrenggegevens	24
2.2.	Uitkeringen aan aandeelhouders	25
2.2.1.	Dividenduitkering	25
2.2.1.1.	Bevoegd orgaan	25
2.2.1.2.	Maatstaf voor uitkering	25
2.2.1.3.	Sanctieregeling	32
2.2.2.	Inkoop van eigen aandelen	35
2.2.2.1.	Bevoegd orgaan	35
2.2.2.2.	Maatstaf voor inkoop	35
2.2.2.3.	Sanctieregeling	38
2.2.3.	Kapitaalvermindering	39
2.2.3.1.	Bevoegd orgaan	39
2.2.3.2.	Maatstaf voor kapitaalvermindering	39
2.2.3.3.	Sanctieregeling	42
2.2.4.	Financiële steunverlening in verband met aandelentransacties	42
2.2.4.1.	Zijn er speciale wettelijke regels?	42
2.2.4.2.	Sanctieregeling	44
2.2.5.	Overige middelen ter bescherming van crediteuren tegen benadeling door uitkeringen	45
3.	<i>Afschaffing nominale waarde van aandelen</i>	47
3.1.	Inleiding	47
3.2.	Zeggenschaps- en winstrechten	49
3.3.	Minderheidsrechten	51
3.4.	Stemmenmeerderheid en quorumvereisten	56
3.4.1.	Stemmenmeerderheid	56
3.4.2.	Quorum	57
3.4.3.	Besluitvorming buiten vergadering	58

3.5.	Invoeringsaspecten aandelen zonder nominale waarde	58
3.5.1.	Invoering systeem van NPV-shares	58
3.5.2.	Specifieke problemen inzake NPV-shares	59
3.5.3.	Conversie van PV-shares in NPV-shares en omgekeerd	60

4. Conclusies en aanbevelingen 62

4.1.	Conclusies	62
4.1.1.	Conclusies betreffende inbreng	62
4.1.2.	Conclusies betreffende uitkeringen aan aandeelhouders	64
4.1.3.	Conclusies betreffende afschaffing nominale waarde	68
4.2.	Aanbevelingen	69
4.2.1.	Aanbevelingen betreffende inbreng	69
4.2.2.	Aanbevelingen betreffende uitkeringen aan aandeelhouders	71
4.2.3.	Aanbevelingen betreffende afschaffing nominale waarde	80

Matrix 83

Bijlagen

1. Landenrapport Revised Model Business Corporation Act
2. Landenrapport Delaware
3. Landenrapport Australië
4. Relevante bepalingen RMBCA
5. Relevante bepalingen Delaware
6. Relevante bepalingen Australië

Samenvatting

Het onderzoek naar alternatieve systemen voor kapitaalbescherming is uitgevoerd in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum (WODC) van het ministerie van Justitie ten behoeve van de Directie Wetgeving. De drie onderzoekers: H.E. Boschma, M.L. Lennarts en J.N. Schutte-Veenstra, allen verbonden aan het Instituut voor Ondernemingsrecht te Groningen, hebben het onderzoek uitgevoerd in de periode van 1 november 2004 tot 1 juli 2005.

Het doel van het onderzoek is na te gaan of het bestaande systeem van kapitaalbescherming bij de NV en de BV kan worden afgeschaft en vervangen door een ander systeem, zonder dat het niveau van bescherming van crediteuren en aandeelhouders terugloopt. Aanleiding hiervoor is dat de huidige kapitaalbeschermingsbepalingen hun doel: bescherming van crediteuren en aandeelhouders voorbijschieten en voor vennootschappen onnodige kosten meebrengen. Van het onderzoek maakt deel uit of in verband met de herziening van het kapitaalbeschermingsregime moet worden overgegaan tot afschaffing van de nominale waarde van aandelen en de introductie van ‘no par value shares’ (‘NPV-shares’).

Het gekozen middel om alternatieve oplossingen voor het bestaande systeem van kapitaalbescherming aan te kunnen bieden is het verrichten van rechtsvergelijkend onderzoek. De geraadpleegde bronnen zijn wetgeving, literatuur en jurisprudentie; daarnaast zijn enkele deskundigen uit de onderzochte rechtsstelsels geraadpleegd. De onderzochte rechtsstelsels zijn die van Australië en de Amerikaanse staat Delaware. Ook de Revised Model Business Corporation Act (RMBCA) is onderzocht. Dit is een modelwet opgesteld door de American Bar Association. Deze modelwet heeft op een groot aantal punten navolging gevonden in diverse staten van de Verenigde Staten van Amerika. Geprobeerd is met de keuze van de te onderzoeken rechtsstelsels een representatief beeld te schetsen van de mogelijkheden die buitenlandse rechtsstelsels bieden voor alternatieve regelgeving ter bescherming van – vooral – de vennootschapscrediteuren.

Het onderzoek is verricht aan de hand van enkele onderzoeksvragen, die zijn gegroepeerd rondom drie thema's: aspecten van crediteurenbescherming (inbreng en uitkeringen aan aandeelhouders), aspecten van aandeelhoudersbescherming en invoeringsaspecten van ‘NPV-shares’. De resultaten van dit onderzoek zijn per rechtsstelsel weergegeven in drie landenrapporten, die als bijlagen bij het rapport zijn gevoegd. Tevens zijn als bijlagen bijgevoegd de teksten van de in deze landenrapporten voorkomende wettelijke bepalingen. Het eigenlijke rapport bevat een geïntegreerde behandeling van de onderzoeksresultaten, alsmede

de daaruit getrokken conclusies en gedane aanbevelingen. Ook maakt een matrix, waarin de uitkomsten van het onderzoek op schematische wijze zijn weergegeven, onderdeel van het rapport uit. Voor een Engelstalige samenvatting wordt verwezen naar de Engelse versie van het rapport.

De belangrijkste conclusies ter zake van de inbreng op aandelen zijn dat de drie onderzochte rechtsstelsels geen minimumstortingsplicht op aandelen voorschrijven; er geen minimumvereiste geldt voor wat betreft de hoogte van het geplaatste en/of gestorte kapitaal; het bestuur bevoegd is tot zowel de uitgifte van aandelen als de vaststelling van de uitgifteprijs van de aandelen; er geen beperkingen gelden voor de vorm van een eventuele inbreng in natura en er geen wettelijke verplichting is een inbreng in natura door een onafhankelijke deskundige te laten waarden.

De onderzoekers zijn de opvatting toegedaan dat er goede gronden zijn voor afschaffing van de bepalingen inzake de bijeenbrenging van het kapitaal van de NV/BV. Deze bepalingen schieten hun doel: bescherming van crediteuren voorbij, en bovendien brengen zij voor vennootschappen onnodige kosten mee. Dit betekent dat het minimumkapitaalvoorschrift, de voorschriften inzake de stortingsplicht op aandelen: de bankverklaring en de inbrengcontrole bij een inbreng in natura, en de Nachgründungsbepaling verdwijnen. Tevens kan het verbod tot inbreng van een recht op het verrichten van werk of diensten worden geschrapt. De risico's die kleven aan de inbreng van toekomstig werk of diensten dienen ingecalculeerd te worden bij het bepalen van de economische waarde van een dergelijke inbreng.

De belangrijkste conclusies ter zake van het doen van uitkeringen aan aandeelhouders zijn dat in de drie onderzochte rechtsstelsels het bestuur het tot uitkering bevoegde orgaan is; de maatstaf voor het doen van een uitkering van dividend verschilt per onderzocht rechtsstelsel (RMBCA: combinatie van een liquiditeitstest en een variant op de balanstest; Delaware: (verzwaarde) balanstest; 'nimble dividends' mogelijk; Australië: 'profits'-test en een liquiditeitstest; 'nimble dividends' mogelijk); alleen de RMBCA eenzelfde grens stelt aan het doen van de diverse uitkeringen aan aandeelhouders; de crediteuren aanvullend worden beschermd tegen benadeling door uitkeringen aan aandeelhouders door vooral de 'fraudulent transfer'-regels in de VS en door de 'insolvent trading'-bepaling in Australië; de inkoopbepaling zich in twee van de drie rechtsstelsels beperkt tot het voorschrijven van een maatstaf voor betaling van de verkrijgingsprijs voor de eigen aandelen; voor een

kapitaalvermindering zowel in Delaware als in Australië een liquiditeitstest geldt en ten slotte dat alleen in Australië een speciale wettelijke regeling voor ‘financial assistance’ geldt.

De belangrijkste aanbevelingen betreffende uitkeringen aan aandeelhouders zijn dat een eenvoudige balanstest in combinatie met een liquiditeitstest dient te worden ingevoerd, bestuurders eerst tot uitbetaling van dergelijke uitkeringen mogen overgaan nadat zij zich er expliciet over hebben uitgelaten dat aan deze testen is voldaan; eenzelfde grens dient te gelden ongeacht de wijze waarop de uitkering plaatsvindt; voor de uitvoering van de balanstest verschillende jaarrekeningstandaarden kunnen worden toegepast; de 10%-grens uit de inkoopregeling kan worden geschrapt dan wel aanzienlijk versoepeld; de verzetregeling bij kapitaalvermindering kan worden afgeschaft alsmede de afzonderlijke wettelijke regeling betreffende het verlenen van financiële steun aan derden voor het verkrijgen van eigen aandelen.

Ten slotte is duidelijk geworden dat het begrip nominale waarde een relatief begrip is; het heeft geen normatieve waarde. Afschaffing van de nominale waarde van aandelen heeft wel gevolgen voor andere dan de kapitaalbeschermingsbepalingen. De nominale waarde wordt vaak gebruikt als maatstaf, bijvoorbeeld voor het bepalen van de zeggenschaps- en winstrechten van aandeelhouders. Uit het onderzoek is gebleken dat de maatstaf van de nominale waarde vrij eenvoudig kan worden vervangen door verschillende andere maatstaven. Verder is gebleken dat het belangrijkste argument voor afschaffing van de nominale waarde is dat de valse schijn die er door wordt opgeroepen wordt vermeden. Het lijkt alsof aandelen een bepaalde waarde hebben, terwijl dat in de meeste gevallen niet overeenstemt met de werkelijkheid. Wetgeving moet zo eenvoudig en helder mogelijk zijn. Begrippen die geen onderscheidende betekenis hebben moeten worden vermeden. Vandaar dat wij de invoering van ‘NPV-shares’ aanbevelen. Indien hiertoe wordt overgegaan, zou het het mooiste zijn indien dit dwingend wordt geregeld. Voor de BV kan de Nederlandse wetgever dit realiseren. Voor de NV moet echter de wijziging van de tweede EEG-richtlijn worden afgewacht. Ook daarna is het goed voorstelbaar dat de twee verschillende systemen: ‘PV-shares’ en ‘NPV-shares’, naast elkaar blijven bestaan. Dat dit heel goed mogelijk is blijkt uit het vennootschapsrecht van Delaware.

1. Inleiding

1.1. Ontwikkelingen in het kapitaalbeschermingsrecht

1.1.1. Kritiek op het huidige kapitaalbeschermingsregime

Het Nederlandse NV- en BV-recht kent een streng kapitaalbeschermingsregime. Steunpilaar van dit regime is het kapitaal van de NV/BV dat is verdeeld in aandelen met een nominale waarde. In beginsel correspondeert deze nominale waarde met de stortingsplicht van aandeelhouders. De stortingsplicht op aandelen is het onderwerp van de eerste categorie van bepalingen van het kapitaalbeschermingsrecht. Hiertoe kunnen worden gerekend het minimumkapitaalvoorschrift, het vereiste van een storting van ten minste 25% van de nominale waarde van de genomen aandelen, het vereiste dat een inbreng in natura economisch waardeerbaar moet zijn, alsmede de voorschriften ter zake van de controle op inbreng in geld en in natura, die respectievelijk een bankverklaring en een accountantsverklaring verplicht stellen.

Naast de bepalingen ter zake van de bijeenbrenging van het kapitaal kent het kapitaalbeschermingsrecht bepalingen ter zake van de instandhouding van het bijeengebrachte kapitaal. Voor deze tweede categorie van kapitaalbeschermingsbepalingen is niet alleen het kapitaal van belang, maar ook de door de wet en de statuten voorgeschreven reserves. Het gestorte en opgevraagde kapitaal samen met deze wettelijke en statutaire reserves wordt het gebonden vermogen genoemd. Dit gebonden vermogen mag niet door uitkeringen aan aandeelhouders, ongeacht de vorm ervan: (interim-)dividend, inkoop van eigen aandelen, terugbetalingen bij kapitaalvermindering, worden aangetast. De reden hiervan is dat het gebonden vermogen verhaal zou bieden aan crediteuren en uitholling hiervan hun positie zou aantasten. In Boek 2 BW zijn daarom strenge regels opgenomen teneinde een aantasting van het gebonden vermogen door het doen van uitkeringen aan aandeelhouders te voorkomen.

Op de wettelijke bepalingen van kapitaalbescherming is veel kritiek geuit.¹ Deze kritiek richt zich enerzijds op afzonderlijke bepalingen van het kapitaalbeschermingsrecht, anderzijds op het systeem van kapitaalbescherming. Bepalingen van kapitaalbescherming zijn niet altijd eenduidig te interpreteren, ze zijn soms te stringent (veel dwingend, weinig regelend recht),

¹ Vgl. o.a. de special van het Tijdschrift voor Insolventierecht (Tvl): *Curator en kapitaalbescherming* van november 2003 en de bijdragen van Ophof en Winter in *Knelpunten in de vennootschapswetgeving*, deel 24 IVO-serie, Deventer: Kluwer, 1995.

soms innerlijk tegenstrijdig en sommige bepalingen zijn eenvoudig te ontwijken. Van meer principiële aard is de kritiek dat het systeem van vermogensbescherming crediteuren geen adequate bescherming biedt en NV/BV's onnodig belemmert in de wijze van het besturen van een onderneming.

1.1.2. Ontwikkelingen bij de BV

Recentelijk zijn er initiatieven ontplooid ter vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht. Belangrijk onderdeel van deze vereenvoudigingsoperatie is het kapitaalbeschermingsrecht. Gewezen kan worden op het rapport van M.L. Lennarts en J.N. Schutte-Veenstra, getiteld “Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht” van 31 maart 2004, dat het resultaat is van een onderzoek dat zij in opdracht van het ministerie van Economische Zaken hebben verricht. Het betreft een rechtsvergelijkend onderzoek naar alternatieve oplossingen voor het strenge kapitaalbeschermingsregime bij de BV. Daarnaast is op uitnodiging van de Minister van Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken de Expertgroep Vereenvoudiging en Flexibilisering van het BV-recht in het leven geroepen. In het eindrapport van de Expertgroep, getiteld “Vereenvoudiging en Flexibilisering van het Nederlandse BV-recht” van 6 mei 2004 worden, gebruik makend en voortbouwend op het hiervoor genoemde rapport, voorstellen voor herziening van het BV-kapitaalbeschermingsrecht gedaan (hoofdstuk 4, p. 75-95).² De voorstellen van de Expertgroep vormen een bron van inspiratie voor een bij de Tweede Kamer in te dienen wetsvoorstel tot vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht. De eerste tranche van dit wetsvoorstel is op 10 februari 2005 als ambtelijk voorontwerp gepubliceerd op de websites van de ministeries van Justitie en Economische Zaken.³

1.1.3. Europeesrechtelijk karakter NV-kapitaalbeschermingsrecht

Voor de NV geldt een nog strenger kapitaalbeschermingsregime dan voor de BV. Ook hier bestaat de noodzaak tot wijziging. Anders dan bij de BV dient de wijziging van het NV-recht vanuit de EU te worden geïnitieerd. Het NV-kapitaalbeschermingsrecht is ter uitvoering van

² Beide genoemde rapporten zijn op de websites van het ministerie van Economische Zaken en het ministerie van Justitie gepubliceerd. Vgl. respectievelijk www.flexbv.ez.nl en www.justitie.nl/themas/wetgeving/dossiers/bv-recht/index.asp.

³ Vgl. www.minjus.nl/themas/wetgeving/dossiers/bvrecht/consultatie.asp. respectievelijk www.ez.nl/content.jsp?objectid=30432.

de tweede EEG-richtlijn⁴ in Boek 2 BW neergelegd. De Nederlandse wetgever dient bij wijziging van de voor de NV geldende kapitaalbeschermingsregels binnen de door de tweede EEG-richtlijn aangegeven grenzen te blijven. Dit betekent dat de speelruimte om wijzigingen aan te brengen in het nationale NV-kapitaalbeschermingsrecht zeer gering is.

Niet alleen in Nederland, maar ook in andere lidstaten van de EU wordt een ingreep in het kapitaalbeschermingsregime voorgestaan. In dit verband kan worden gewezen op het proces tot hervorming van het vennootschapsrecht in het Verenigd Koninkrijk. De daartoe ingestelde Company Law Reform Steering Group heeft verschillende consultatiedocumenten gepubliceerd, o.a. voor het deelreken van het kapitaalbeschermingsrecht. Uit de reacties daarop bleek van een grote behoefte tot wijziging van het kapitaalbeschermingsregime voor de public limited company (plc). Een voorstel tot introductie van aandelen zonder nominale waarde werd breed ondersteund. De bepalingen van de tweede EEG-richtlijn bleken echter aan de uitvoering van dit voorstel in de weg te staan.⁵ Verder is in dit verband van belang het rapport van een groep van experts onder voorzitterschap van Jonathan Rickford dat een radicale hervorming van het kapitaalbeschermingsrecht voorstaat: ‘Reforming capital: report of the interdisciplinary group on capital maintenance’.⁶ In maart 2005 is in het Verenigd Koninkrijk een White Paper ‘Company Law Reform’ verschenen.⁷

1.1.4. Kritiekpunten tweede EEG-richtlijn

De in de tweede EEG-richtlijn opgenomen kapitaalbeschermingsbepalingen staan – meer dan 25 jaar na hun totstandkoming – aan kritiek bloot. Enkele kritiekpunten zijn:

- Het minimumkapitaalvoorschrift verleent slechts een zeer beperkte bescherming aan crediteuren. In de eerste plaats is het in art. 6 voorgeschreven bedrag van 25.000 euro aan minimumkapitaal arbitrair. Voor vele bedrijfsactiviteiten zal een dergelijk aanvangskapitaal niet toereikend zijn. Verder heeft een minimumkapitaalvoorschrift alleen betekenis indien het op de aandelen gestorte bedrag nog daadwerkelijk aanwezig is in het vermogen van de NV op het moment dat de crediteur voor zijn geleverde diensten dan wel goederen betaald wenst te

⁴ Richtlijn 77/91/EEG, *PbEG* 1977 L 26/1.

⁵ Vgl. *Modern Company Law for a Competitive Economy - The Strategic Framework*, par. 5.4.26 - 5.4.33 en *Modern Company Law: Completing the Structure*, par. 7.3.

⁶ Gepubliceerd in *European Business Law Review* 2004, Volume 15, issue 4.

⁷ Te vinden via <http://www.dti.gov.uk/cld/review.htm>. Vgl. 4.8 Capital maintenance and share provisions.

worden. Er is geen enkele garantie dat dit inderdaad het geval zal zijn. Het gaat de crediteur om voldoening van zijn vordering. Met andere woorden, de liquiditeit van de NV op de korte en de lange(re) termijn dient toereikend te zijn ter voldoening van de vorderingen van haar crediteuren. Het minimumkapitaalvoorschrift schiet vanuit dit oogpunt tekort; het geeft crediteuren slechts een schijnzekerheid.

- Er is sprake van overregulering, waardoor bepalingen in de praktijk niet werkbaar zijn. Voorbeelden hiervan zijn de Nachgründungsbepaling (art. 11) en het verbod tot financiële steunverlening (art. 23). Uit het oogpunt van lastenverlichting is een vereenvoudiging van deze regels een noodzaak.

- Het systeem van kapitaalbescherming is inconsistent doordat het doen van uitkeringen (dividend, inkoop; art. 15 en 19) wordt gebonden aan de voorwaarde van het hebben van voldoende vrij vermogen, terwijl het verstrekken van leningen aan een derde die daarmee aandelen in de vennootschap verkrijgt in het geheel wordt verboden.

- Het doen van uitkeringen aan aandeelhouders is gebonden aan het hebben van voldoende vrij uitkeerbaar eigen vermogen. Of aan deze voorwaarde wordt voldaan moet worden beoordeeld aan de hand van de gegevens van de laatst vastgestelde jaarrekening. Het vastknopen aan de in de jaarrekening neergelegde gegevens levert problemen op.⁸ De gegevens in de jaarrekening zijn gedateerd op het moment dat de besluitvorming over het doen van uitkeringen aan aandeelhouders plaatsvindt. Ook verschillen de waarderingsgrondslagen. Uit het kapitaalbeschermingsrecht vloeit voort dat alleen feitelijk gerealiseerde opbrengsten in aanmerking kunnen worden genomen bij de vaststelling van de voor uitkering vatbare bedragen, terwijl in de internationale jaarrekeningstandaarden het realisatiebeginsel steeds vaker wordt losgelaten ten gunste van 'fair value'-waarderingen. Bovendien houden de – deels al ingevoerde – International Financial Reporting Standards (IFRS) geen rekening met kapitaalbescherming en kennen zij daarom geen regels voor de behandeling van reserves.

- Het verzetrecht van crediteuren bij een kapitaalvermindering (art. 32) is niet effectief in internationale verhoudingen, omdat buitenlandse crediteuren veelal geen kennis kunnen nemen van een aankondiging tot kapitaalvermindering.⁹

- De tweede EEG-richtlijn laat de bestemming van de agio ongeregeld. In sommige lidstaten moet de ontvangen agio worden opgenomen in een gebonden reserve (Verenigd Koninkrijk, Duitsland); in andere lidstaten is de agioreserve vrij uitkeerbaar (Nederland,

⁸ Zie hiervoor het preadvies van H. Beckman voor de Vereniging Handelsrecht uit 2003: *Jaarrekening en kapitaalbescherming*, p. 3-64.

⁹ Vergelijk J.N. Schutte-Veenstra, 'Enkele kanttekeningen bij het vennootschappelijk verzetrecht van crediteuren', *TVVS* 1996, p. 293-298.

Frankrijk, Italië, Spanje). Dit verschil werkt door in alle bepalingen betreffende de instandhouding van het kapitaal. Dit brengt mee dat het niveau van kapitaalbescherming nogal verschilt binnen de EU.

Naast deze kritiek op de regels van kapitaalbescherming zoals neergelegd in de tweede EEG-richtlijn, wordt er fundamentele twijfel geuit aan het nut van het in de richtlijn voorgestane systeem van kapitaalbescherming. De herkomst van de financiële middelen – door de aandeelhouders op de aandelen gestorte bedragen – moet niet bepalend zijn voor de beantwoording van de vraag of de vennootschap uitkeringen aan aandeelhouders mag doen. Een dergelijke regeling voldoet niet aan de behoefte van crediteuren tot bescherming, namelijk dat hun vordering tijdig door de vennootschap wordt voldaan.¹⁰ Het beslissende criterium zou moeten zijn is of er voldoende financiële middelen voorhanden zijn.

Ook in de rechtspraak wordt het belang van het kapitaalbeschermingsrecht gerelativeerd. Op nationaal niveau kan worden gewezen op het *Nimox*-arrest.¹¹ De Hoge Raad heeft hierin geoordeeld dat ook als een vennootschap bij het doen van een uitkering aan aandeelhouders de bepalingen van kapitaalbescherming in acht heeft genomen, deze uitkering desondanks onrechtmatig kan zijn tegenover derden, zoals de crediteuren van de vennootschap. Op Europees niveau kan worden gewezen op het door het Hof van Justitie gewezen *Centros*-arrest.¹² Hierin wordt het belang van het minimumkapitaalvoorschrift voor de bescherming van crediteuren sterk afgezwakt. Het Hof wijst er op dat crediteuren ervan op de hoogte kunnen zijn dat zij zaken doen met een buitenlandse vennootschap die onder een andere wetgeving valt. Verder worden de crediteuren beschermd door de openbaarmakingsverplichtingen van de vierde en elfde EEG-richtlijnen. Zij kunnen op basis hiervan te weten komen dat de desbetreffende vennootschap een gering kapitaal heeft, zodat zij – indien gewenst – maatregelen kunnen nemen ter bescherming van hun belangen.¹³ In het recentere *Inspire Art*-arrest volgt het Hof een zelfde redenering.¹⁴

¹⁰ Vgl. P. van Schilfgaarde, 'De Besloten Vennootschap naar het recht van de Nederlandse Antillen', *Ondernemingsrecht* 2000, p. 33, die opmerkt dat er nog nooit een vennootschap failliet is gegaan, omdat zij de kapitaalbeschermingsvoorschriften niet in acht heeft genomen.

¹¹ HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 m.nt. Maeijer.

¹² HvJ EG 9 maart 1999, zaak C-212/97, *Jur.* 1999, p. I-1459.

¹³ Vergelijk r.o. 36: "Vervolgens zij opgemerkt, dat aangezien de vennootschap die in het hoofdgeding aan de orde is, zich voordoet als een vennootschap naar Engels recht en niet als een vennootschap naar Deens recht, haar schuldeisers ervan op de hoogte zijn dat zij onder een andere wetgeving valt dan die welke in Denemarken voor de oprichting van besloten vennootschappen geldt, en zij kunnen zich beroepen op bepaalde regels van gemeenschapsrecht die hen beschermen, zoals de Vierde richtlijn (78/660/EEG) van de Raad van 25 juli 1978 op de grondslag van artikel 54, lid 3, sub g), van het Verdrag

1.1.5. Initiatieven op Europees niveau

Op Europees niveau is reeds een eerste voorzet gegeven tot aanpassing van de tweede EEG-richtlijn. In het kader van het door de Europese Commissie geëntameerde SLIM-initiatief¹⁵ is in de herfst van 1999 een rapport verschenen met voorstellen tot vereenvoudiging van de tweede EEG-richtlijn.¹⁶ De SLIM-werkgroep stelde de volgende wijzigingen voor: het aanbrengen van een tweetal uitzonderingen op de verplichte controle van inbreng in natura; aanvulling van de richtlijnbevestigingen met een uitkoopregeling; vereenvoudiging van de inkoopregeling en het steunverleningsverbod en het toestaan van een uitzondering op het voorkeursrecht van aandeelhouders indien nieuwe aandelen tegen de beurskoers worden uitgegeven. De taakopdracht van de SLIM-werkgroep was te rapporteren over mogelijke vereenvoudigingen. Door deze beperkte opdracht behoorde het doen van voorstellen over een fundamentele herziening van het NV-kapitaalbeschermingsrecht niet tot de mogelijkheden. Zo kon de SLIM-werkgroep slechts vaststellen dat nader onderzoek nodig was of ter vereenvoudiging van het NV-recht de uitgifte van aandelen zonder nominale waarde mogelijk gemaakt moet worden.

Vervolgens heeft de Europese Commissie in september 2001 de High Level Group of Company Law Experts (Commissie Winter) ingesteld. De Commissie Winter kreeg o.a. tot taak aanbevelingen te doen voor een modernisering van het vennootschapsrecht in de EG-lidstaten. Nadat op 25 april 2002 een consultatiedocument was verschenen, presenteerde de Commissie Winter op 4 november 2002 haar uit 165 pagina's bestaande eindrapport: 'A

betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen (PB L 222, blz. 11), en de Elfde richtlijn (89/666/EEG) van de Raad van 21 december 1989 betreffende de openbaarmakingsplicht voor in een lidstaat opgerichte bijkantoren van vennootschappen die onder het recht van een andere staat vallen (PB L 395, blz. 36)". Zie ook L. Timmerman, 'Van digitaal naar analogo vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 41.

¹⁴ HvJ EG 30 september 2003, *Jur.* 2003, p. I-10155, r.o. 135: "Wat in de eerste plaats de bescherming van schuldeisers betreft, moet zonder dat het Hof behoeft te onderzoeken of de regels betreffende het minimumkapitaal op zich een geschikte bescherming zijn, worden vastgesteld dat Inspire Art zich presenteert als een vennootschap naar Engels recht en niet als een Nederlandse vennootschap. Haar potentiële schuldeisers worden voldoende geïnformeerd van het feit dat zij onder een andere wettelijke regeling valt dan die welke in Nederland geldt voor de oprichting van vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, en met name voor het minimumkapitaal en de aansprakelijkheid van bestuurders. Zij kunnen eveneens, gelijk het Hof in punt 36 van het arrest Centros, reeds aangehaald, in herinnering heeft gebracht, een beroep doen op bepaalde gemeenschapsrechtelijke regels die hen beschermen, zoals de Vierde en de Elfde richtlijn."

¹⁵ De afkorting SLIM staat voor Simpler Legislation for the Internal Market.

¹⁶ Zie hierover E.E.G. Gepken-Jager en J.N. Schutte-Veenstra, 'Voorstellen SLIM-werkgroep ter vereenvoudiging van eerste en tweede EG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 1999, p. 423-425.

Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe'.¹⁷ Op het terrein van het kapitaalbeschermingsrecht kwam de Commissie Winter met de aanbeveling dat op de korte termijn een vereenvoudiging van de tweede EEG-richtlijn zou moeten plaatsvinden op basis van de aanbevelingen van de SLIM-werkgroep met enige aanvullingen (SLIM-Plus). Vervolgens zou er een alternatief regime voor crediteuren- en aandeelhoudersbescherming moeten worden aangeboden, dat uitgaat van afschaffing van het concept van het geplaatste kapitaal. Een belangrijk element van dit alternatieve regime zou volgens de Commissie Winter de koppeling van uitkeringen aan aandeelhouders aan een 'solvency test' moeten zijn.

Deels als reactie op het Rapport van de Groep Winter heeft de Commissie op 21 mei 2003 een 'Company Law Action Plan'¹⁸ openbaar gemaakt. De Commissie geeft aan dat het Europese regelgevende raamwerk voor vennootschapsrecht en corporate governance dient te worden vernieuwd en verbeterd. Als onderdeel hiervan heeft de Commissie het voornemen op de korte termijn (periode 2003-2005) voorstellen te doen tot vereenvoudiging van de bepalingen van de tweede EEG-richtlijn inzake kapitaalbescherming. Ter uitvoering hiervan publiceerde de Commissie op 29 oktober 2004 een voorstel¹⁹ voor een richtlijn tot wijziging van de tweede EEG-richtlijn.²⁰ In het voorstel worden de huidige kapitaalbeschermingsvoorschriften vereenvoudigd. Zo biedt het voorstel aan lidstaten de mogelijkheid tot het aanbrengen van enkele uitzonderingen op de verplichte inbrengcontrole van art. 10; wordt de in art. 19 neergelegde regeling voor een inkoop van eigen aandelen versoepeld en wordt het door de vennootschap verlenen van financiële steun aan een derde voor de verkrijging van haar aandelen onder voorwaarden mogelijk gemaakt.

Het wijzigingsvoorstel laat de pijlers van het huidige kapitaalregime in stand. Slechts op onderdelen vinden aanpassingen plaats. In het 'Company Law Action Plan' liet de Commissie verder optekenen dat het introduceren van een alternatief regime voor crediteurenbescherming dat niet is gebaseerd op het concept van het geplaatste kapitaal, denk hierbij aan de introductie

¹⁷ De tekst van het eindrapport van de Commissie Winter is te vinden op de site van de EU: http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm.

¹⁸ Voluit: Communication from the Commission to the Council and the European Parliament – Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward (COM (2003) 284 final), 21 May 2003, te vinden op http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/modern/index.htm.

¹⁹ De tekst van het wijzigingsvoorstel is te vinden via www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/capital/index_en.htm.

²⁰ Zie hierover J.N. Schutte-Veenstra, 'Voorstel tot vereenvoudiging van de tweede EEG-richtlijn', *Ondernemingsrecht* 2004, pp. 680-682.

van aandelen zonder nominale waarde, naar de middellange termijn (2006-2008) werd geschoven. Eerst moet hiermee een haalbaarheidsonderzoek worden verricht.

1.2. Doel en inhoud onderzoek

1.2.1. Doel onderzoek

Onderhavig onderzoek is in opdracht van het Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum van het ministerie van Justitie uitgevoerd ten behoeve van de Directie Wetgeving. In het onderzoek ligt de nadruk op beantwoording van de vraag of het bestaande systeem van kapitaalbescherming kan worden afgeschaft en vervangen door een ander systeem, zonder dat het niveau van bescherming van crediteuren en aandeelhouders terugloopt. Een optie in dit verband is ook een alternatief systeem aan te bieden dat naast het reeds bestaande systeem kan fungeren. Dit alternatieve systeem kan – maar hoeft niet – zijn gebaseerd op afschaffing van de nominale waarde van aandelen.

Aandelen zonder nominale waarde ('no par value shares' of 'NPV-shares') komen grofweg voor in twee verschijningsvormen. De eerste betreft aandelen met een fractiewaarde. Deze aandelen kennen geen expliciete nominale waarde, maar vertegenwoordigen wel een bepaald gedeelte van het geplaatste kapitaal. Anders dan de nominale waarde van een aandeel die bij uitgifte vaststaat en in beginsel niet aan wijzigingen onderhevig is - behoudens bij af- of bijstempeling dan wel een splitsing of samenvoeging van aandelen - dient de fractiewaarde van een aandeel te worden berekend. Hoofregel bij de berekening van deze 'fictieve' nominale waarde is dat het totale bedrag aan geplaatst kapitaal van de vennootschap wordt gedeeld door het totale aantal geplaatste aandelen. De fractiewaarde van een aandeel staat derhalve gelijk aan het percentage van het geplaatste kapitaal dat het aandeel op enig moment vertegenwoordigt. Hieruit volgt dat de fractiewaarde van een aandeel aan schommelingen onderhevig is. In stelsels binnen de EU waarin aandelen met fractiewaarde voorkomen is de crediteurenbescherming geregeld via voorschriften voor het bijeenbrengen en instandhouden van het kapitaal van de vennootschap, zoals neergelegd in de tweede EEG-richtlijn.

De tweede verschijningsvorm van aandelen zonder nominale waarde betreft de 'real no par value shares'. Hierbij is de waarde van een aandeel niet langer gerelateerd aan het bedrag van het geplaatste kapitaal van de vennootschap; een directe relatie tussen het aantal aandelen en het geplaatste kapitaal ontbreekt. 'Real no par value shares' hebben geen duidelijk aangegeven waarde; zij vertegenwoordigen een percentage van de waarde van de vennootschap ("net

worth/value of a company's undertakings”), welke per dag kan verschillen. Invoering van ‘real no par value shares’ leidt veelal tot andere vormen van crediteurenbescherming, bijvoorbeeld door publicatievoorschriften (‘solvency declaration’) en aansprakelijkheidsbepalingen voor aandeelhouders, bestuurders en beleidsbepalers.

Centrale vraag bij het beoordelen van de introductie van een alternatief systeem is op welke wijze crediteuren en aandeelhouders van een vennootschap worden beschermd tegen een aantasting van hun positie, en of deze bescherming voldoende is.

1.2.2. Middel

Het middel om tot een vereenvoudiging van het bestaande systeem van kapitaalbescherming te komen en alternatieve oplossingen hiervoor te bieden is het verrichten van rechtsvergelijkend onderzoek. Er zijn rechtsstelsels die in plaats van of naast bepalingen van kapitaalbescherming andere regels ter bescherming van crediteuren kennen. Deze regels bewegen zich tussen twee uitersten. De meest vergaande afwijking van het bestaande kapitaalregime bestaat in de landen waar aandelen zonder nominale waarde voorkomen. Crediteuren worden in deze landen beschermd tegen het ontbreken van verhaal bij hun debiteur-vennootschap door o.a. publicatievoorschriften en aansprakelijkheidsbepalingen (bijvoorbeeld ter zake van ‘wrongful trading’). In andere landen treffen we minder vergaande afwijkingen van het kapitaalregime aan. De nominale waarde van de aandelen geldt als uitgangspunt; de bepalingen zijn echter op bepaalde punten aanzienlijk versoepeld.

De geraadpleegde bronnen zijn wetgeving, literatuur en jurisprudentie. Daarnaast zijn enkele deskundigen uit de onderzochte rechtsstelsels (in Australië ambtenaren van de ‘Australian Treasury’ in samenwerking met medewerkers van ASIC, de toezichthoudende instantie; in de Verenigde Staten in de (insolventie-)praktijk werkzame advocaten) geraadpleegd. Zij hebben een groot aantal vragen van de onderzoekers beantwoord. Het betrof dan veelal verduidelijkingen en aanvullingen op het verrichte onderzoek naar wetgeving, literatuur en jurisprudentie in het desbetreffende rechtsstelsel. Inzicht in de praktische toepassing van de alternatieve systemen voor kapitaalbescherming kon echter niet of nauwelijks worden geboden. Daarvoor zou een veel omvattender onderzoek moeten worden opgezet, bijvoorbeeld via enquêtes onder bestuurders van vennootschappen en insolventiespecialisten.

1.2.3. Te onderzoeken rechtsstelsels

De onderzochte rechtsstelsels zijn die van Australië en de Amerikaanse staat Delaware. Ook de Revised Model Business Corporation Act (RMBCA) is onderzocht. Dit is een modelwet opgesteld door de American Bar Association. Deze modelwet heeft op een groot aantal punten navolging gevonden in diverse staten van de Verenigde Staten van Amerika.

Voor de keuze van te onderzoeken rechtsstelsels moest noodzakelijkerwijs worden uitgeweken naar landen buiten de EU. Binnen de EU dienen immers de nationale NV-wetgevingen in overeenstemming te zijn met de bepalingen van de tweede EEG-richtlijn. Voor de BV-wetgeving is dit weliswaar niet het geval, maar bewust of onbewust heeft de tweede EEG-richtlijn het op de BV van toepassing zijnde kapitaalbeschermingsrecht beïnvloed. In sommige lidstaten heeft natrekking plaatsgevonden: het BV-kapitaalbeschermingsregime is in navolging van de aanpassing van het NV-recht aan de tweede EEG-richtlijn op een groot aantal punten gewijzigd. Voorbeelden hiervan zijn de rechtsstelsels van Nederland, België, Denemarken en Italië. In andere lidstaten was dit niet het geval, maar heeft de tweede EEG-richtlijn desondanks invloed uitgeoefend op de BV-wetgeving. Denk hierbij bijvoorbeeld aan het Verenigd Koninkrijk. Voor de private limited liability company is weliswaar geen minimumkapitaalvereiste ingevoerd, maar de bepalingen inzake het doen van uitkeringen aan aandeelhouders en aanverwante rechtshandelingen zijn sterk geënt op de bepalingen van de tweede EEG-richtlijn.

De rechtsstelsels van Australië, Delaware en de RMBCA zijn in het onderzoek betrokken. Gekozen is voor Australië, omdat in dit land vrij recentelijk (1998) de nominale waarde van aandelen is afgeschaft. De redenen hiervoor en de door de afschaffing noodzakelijk geworden wijzigingen in het vennootschapsrecht kunnen daarom duidelijk in kaart worden gebracht. Het vennootschapsrecht van de staat Delaware wordt als toonaangevend beschouwd en mag daarom in dit onderzoek niet ontbreken. Daarnaast is het interessant dat onder het recht van Delaware een vennootschap zowel aandelen met als zonder nominale waarde mag uitgeven.²¹ Ten slotte is de RMBCA onderzocht vanwege de grote invloed die deze modelwet heeft op het vennootschapsrecht van veel andere Amerikaanse staten.

Geprobeerd is met de keuze van de te onderzoeken rechtsstelsels tevens een representatief beeld te schetsen van de mogelijkheden die buitenlandse rechtsstelsels bieden voor alternatieve regelgeving ter bescherming van de vennootschapscrediteuren. Deze alternatieve regelgeving kan voorkomen zowel in stelsels waarbij de aandelen een nominale waarde hebben als in die

waarbij de nominale waarde is afgeschaft. Vandaar dat is gekozen voor het beschrijven van een rechtsstelsel dat alleen ‘real no par value shares’ toestaat in combinatie met bepalingen van kapitaalbescherming (Australië); van een rechtsstelsel dat uitgaat van de uitgifte van ‘real no par value shares’ maar waar de uitgifte van ‘par value shares’ niet wordt verboden (RMBCA); en van een rechtsstelsel waarbij de vennootschap de keuze wordt gelaten tussen een uitgifte van aandelen met of zonder nominale waarde of een combinatie van beide (Delaware).

1.2.4. Onderzoeksvragen gegroepeerd rondom thema’s

Rechtsvergelijkend onderzoek heeft plaatsgevonden naar de drie hiervoor genoemde rechtsstelsels. Het onderzoek is verricht aan de hand van enkele onderzoeksvragen, die zijn gegroepeerd rondom drie thema’s: aspecten van crediteurenbescherming, aspecten van aandeelhoudersbescherming en invoeringsaspecten van ‘NPV-shares’. De behandeling van de onderzoeksvragen wordt in de landenrapporten – die als bijlagen bij dit rapport zijn gevoegd – voorafgegaan door een inleiding per rechtsstelsel, waarbij de belangrijkste kenmerken van dat stelsel alsmede een kort historisch overzicht worden weergegeven.

Tot de keuze voor de thema’s en de onderzoeksvragen zijn wij gekomen op basis van een aantal aandachtspunten. In de eerste plaats is van belang welke voorschriften in het desbetreffende rechtsstelsel bijdragen aan bescherming van de belangen van crediteuren. Het betreft dan bepalingen inzake de storting op aandelen en het doen van uitkeringen aan aandeelhouders, maar ook publicatievoorschriften en aansprakelijkheidsbepalingen.

Naast aspecten van crediteurenbescherming hebben wij aspecten van aandeelhoudersbescherming in ons onderzoek opgenomen. Hiervoor zijn twee redenen aan te wijzen. Van de kapitaalbeschermingsbepalingen maken enkele bepalingen ter bescherming van de belangen van aandeelhouders onderdeel uit. Voorbeelden zijn het verbod tot emissie beneden pari en het voorkeursrecht bij een uitgifte van aandelen. Een tweede reden is dat onderdeel van het onderzoek uitmaakt welke voor- en nadelen kleven aan de invoering van ‘NPV-shares’. Het begrip nominale waarde is van belang voor de positie van aandeelhouders. De nominale waarde is in beginsel beslissend voor de aan een aandeel verbonden zeggenschaps- en winstrechten. Verder is de nominale waarde uitgangspunt bij de vaststelling van de emissieprijs van een aandeel. Ook heeft de nominale waarde van een aandeel invloed op het bepalen van de drempels voor de besluitvorming in de AVA; denk hierbij aan vereisten

²¹ Vgl. § 151 DGCL.

inzake meerderheid van stemmen en quorum. Ten slotte wordt de nominale waarde van een aandeel gebruikt als maatstaf teneinde te bepalen of een of meer aandeelhouders bepaalde vorderingen kunnen instellen dan wel bepaalde verzoeken kunnen doen. Bij een eventuele afschaffing van de nominale waarde moet voor al deze onderwerpen een andere maatstaf worden genomen. Hiervoor kan inspiratie worden opgedaan in de onderzochte rechtsstelsels. Een derde thema betreft de invoeringsaspecten van 'NPV-shares'. Nagegaan dient te worden of er specifieke problemen zijn gerezen bij de invoering van 'NPV-shares' in de respectievelijke buitenlandse rechtsstelsels, zodat bij een eventuele invoering van 'NPV-shares' in Nederland deze kunnen worden voorkomen. Verder wordt aan de orde gesteld of een vennootschap tegelijkertijd aandelen met en zonder nominale waarde mag uitgeven en onder welke voorwaarden een conversie van beide soorten aandelen mogelijk is.

1.2.5. Concrete onderzoeksvragen

De bespreking van de drie buitenlandse rechtsstelsels vindt plaats aan de hand van de hieronder opgesomde onderzoeksvragen.

A. Inleiding

Wat zijn de belangrijkste kenmerken van het desbetreffende stelsel van vennootschapsrecht? Hierbij wordt een korte beschrijving van het rechtssysteem gegeven alsmede een kort historisch overzicht.

B. Aspecten van crediteurenbescherming

Storting op aandelen

1. Welk orgaan is bevoegd tot emissie van aandelen en tot vaststelling van de uitgifteprijs? Welke bestanddelen mogen worden aangewend voor storting op aandelen? Wie bepaalt de waarde van deze bestanddelen? Geldt voor de waardering het tijdstip van daadwerkelijke inbreng of mag ook een later tijdstip worden gehanteerd?
2. Kan uitstel van storting worden bedongen?
3. Op welke wijze worden het aandelenkapitaal en de verrichtte/nog te verrichten stortingen balanstechisch verantwoord?

Uitkeringen aan aandeelhouders

4. Zijn er regels voor de instandhouding van het (op aandelen gestorte) vermogen? Zo ja, hoe luiden deze regels?

Uitsplitsen naar:

- (interim-)dividenduitkeringen
- inkoop van eigen aandelen
- financiële steunverlening voor de verkrijging van eigen aandelen door een derde
- kapitaalvermindering en aanverwante rechtshandelingen

Overig

5. Welke openbaarmakingsvoorschriften hebben feitelijk effect voor crediteurenbescherming?

6. Welke overige (aansprakelijkheids)bepalingen dragen bij aan crediteurenbescherming?

C. Aspecten van aandeelhoudersbescherming

1. Op welke wijze worden de zeggenschaps- en winstrechten (stem- en dividendrecht) van aandeelhouders bepaald?

2. Op welke wijze worden de rechten van bestaande aandeelhouders bij een emissie van aandelen beschermd? Zijn er wettelijke of statutaire voorkeursrechten?

3. Welke minderheidsrechten kent het desbetreffende systeem? Welk criterium is beslissend voor het instellen van bepaalde vorderingen c.q. het doen van bepaalde verzoeken door aandeelhouders? Vergelijk in Nederland het enquêteverzoek, de geschillenregeling, de uitkoopprocedure en het met een rechterlijke machtiging bijeenroepen van de AVA.

4. Welke drempels – stemmenmeerderheid- en quorumvereisten – worden gehanteerd voor de besluitvorming in de AVA?

D. Invoeringsaspecten NPV-shares

1. Zijn er specifieke problemen gerezen bij de invoering van het systeem van ‘NPV-shares’?

Zo ja, op welke wijze zijn deze opgelost?

2. Geven ‘NPV-shares’ anderszins aanleiding tot specifieke problemen?

3. Geeft het tegelijkertijd hebben uitstaan van aandelen met en zonder nominale waarde aanleiding tot specifieke problemen?

4. Onder welke voorwaarden is een conversie van aandelen met nominale waarde in ‘NPV-shares’ mogelijk?

5. Onder welke voorwaarden is een conversie van ‘NPV-shares’ in aandelen met nominale waarde mogelijk? Op welke wijze wordt in een dergelijk geval de nominale waarde per aandeel berekend?

1.2.6. Opzet rapport

De bespreking van de antwoorden op de in par. 1.2.5. genoemde onderzoeksvragen is per rechtsstelsel weergegeven in zogenaamde landenrapporten. Deze landenrapporten zijn als bijlagen bij dit rapport gevoegd. Tevens zijn als bijlagen bijgevoegd de teksten van de in deze landenrapporten voorkomende wettelijke bepalingen.

De kern van de resultaten van het onderzoek is in onderhavig rapport neergelegd. De meeste aandacht is daarbij uitgegaan naar aspecten van crediteurenbescherming (hoofdstuk 2). Verder komen in hoofdstuk 3 aspecten van aandeelhoudersbescherming aan de orde in samenhang met een eventuele afschaffing van de nominale waarde van aandelen. In hoofdstuk 4 vindt u conclusies en aanbevelingen. Een korte weergave van de resultaten van het onderzoek geeft de als bijlage bijgevoegde matrix. Het geheel wordt afgesloten met een Engelstalige samenvatting.

2. Aspecten van crediteurenbescherming

2.1. Inbreng

2.1.1. Nominale waarde aandelen

De RMBCA gaat sinds 1980 uit van uitgifte van ‘no par value-shares’ (‘NPV-shares’). De RMBCA verbiedt echter niet dat er ‘par value shares’ (‘PV-shares’) worden uitgegeven (§ 2.02 (b) (2) (iv) RMBCA). Onder het recht van Delaware mogen vennootschappen zowel aandelen *met* als aandelen *zonder* nominale waarde uitgeven (§ 151 DGCL). In Australië is slechts de uitgifte van ‘NPV-shares’ toegestaan. Door de Company Law Review Act 1998 (Act No. 61, 1998) werd de nominale waarde van aandelen afgeschaft (s. 254 CA2001).

2.1.2. Minimuminbreng

Voor de drie rechtsstelsels geldt dat geen minimuminbreng op de aandelen wordt voorgeschreven. Een minimumkapitaalvereiste ontbreekt.

2.1.3. Uitgiftebevoegdheid en uitgifteprijs aandelen

2.1.3.1. Uitgiftebevoegdheid

Onder de RMBCA geldt dat de emissiebevoegdheid berust bij het bestuur, tenzij de statuten bepalen dat deze bevoegdheid berust bij de aandeelhouders (§ 6.21 RMBCA). Ook in Delaware (§ 161 DGCL) en Australië (s. 198A CA2001) is het bestuur het tot uitgifte bevoegde orgaan. Naar Australisch recht heeft het bestuur in enkele uitzonderingsgevallen de goedkeuring van de AVA nodig alvorens nieuwe aandelen kunnen worden uitgegeven. Dit is bijvoorbeeld het geval indien er sprake is van een ‘variation of class rights’ (Part. 2F.2 CA2001) of wanneer de uitgifte noodzaakt tot een wijziging van de statuten (‘constitution’) (s. 136 CA2001).

2.1.3.2. Maximumaantal uit te geven aandelen

Naar het recht van Delaware moet in het ‘certificate of incorporation’ per soort aandelen zijn aangegeven hoeveel aandelen de vennootschap maximaal kan uitgeven (§ 102 (a) (4) en § 151 DGCL). Bij het uitoefenen van zijn bevoegdheid tot uitgifte dient het bestuur per soort aandelen na te gaan hoeveel aandelen reeds zijn uitgegeven alsmede tot welk aantal aandelen de vennootschap zich reeds heeft verplicht tot uitgifte. Dit aantal dient in mindering te worden gebracht op het in het ‘certificate of incorporation’ genoemde aantal aandelen van de desbetreffende soort dat de vennootschap maximaal kan uitgeven, waarna het aantal aandelen resteert dat het bestuur nog kan uitgeven. Ook volgens de RMBCA moeten de statuten aangeven hoeveel aandelen van elke soort de vennootschap maximaal kan uitgeven (§ 2.02 (a) en § 6.01 (a) RMBCA). In de Australische wetgeving is in 1998 de verplichting geschrapt om in de statuten van de vennootschap het bedrag van het ‘authorised share capital’ te bepalen waarboven een besluit tot emissie van aandelen nietig is. Het staat een vennootschap echter vrij in haar statuten te bepalen dat de bestuurders geen aandelen mogen uitgeven boven een bepaalde vastgestelde grens.

2.1.3.3. Vaststelling uitgifteprijs

In alle drie rechtsstelsels berust de bevoegdheid tot vaststelling van de emissieprijs bij het bestuur. Dit is slechts anders indien de statuten (§ 6.21 RMBCA) of de ‘certificate of incorporation’ bepalen dat de aandeelhouders hiertoe bevoegd zijn (§ 153 (a) en (b) DGCL). Op de bestuurders rust een ‘fiduciary duty’ om een redelijke uitgifteprijs vast te stellen. De RMBCA bevat hieromtrent geen specifieke bepalingen. De algemene maatstaf van § 8.30 RMBCA (‘business judgment rule’) geldt. Voor Delaware geldt dat voor aandelen met een nominale waarde de uitgifteprijs van de aandelen niet lager mag worden gesteld dan de nominale waarde ervan (§ 153 (a) DGCL). Voor het overige is de vaststelling van de uitgifteprijs overgelaten aan het ‘bona fide business judgement’ van het bestuur. Dit geldt ook naar Australisch recht. Bij de uitoefening van de bevoegdheid tot vaststelling van de uitgifteprijs “directors must act in good faith in the interests of the company and for proper purposes, with reasonable care and without conflict.”

2.1.3.4. Sanctie bij vaststelling te lage uitgifteprijs

Onder de RMBCA lijken de rechters in geval van een dispuut over de uitgifteprijs van aandelen terughoudend te werk te gaan: pas als de prijs ver verwijderd is van de boekwaarde

van de aandelen biedt de ‘business judgment rule’ geen bescherming meer. Naar het recht van Delaware kunnen bestuurders die aandelen uitgeven tegen “no or grossly inadequate consideration” onder omstandigheden persoonlijk aansprakelijk worden gesteld wegens een “waste of corporate assets”. Voorts kan de uitgifte van aandelen tegen een te lage prijs maken dat de uitgifte vernietigbaar is. In plaats van tot vernietiging van de aandelenuitgifte over te gaan, kan onder omstandigheden ook worden verlangd dat de desbetreffende aandeelhouder alsnog de juiste prijs voor de aandelen betaalt. In de rechtspraak is uitgemaakt dat “the stockholder’s acceptance of the stock raises an implied agreement and equitable obligation to pay lawful consideration for it”. Ook naar Australisch recht kunnen bestuurders door de vennootschap of door de Australian Securities and Investments Commission (ASIC)²² aansprakelijk worden gesteld indien zij aandelen uitgeven tegen een te lage uitgifteprijs en zij zich hierbij schuldig maken aan ‘breach of their fiduciary duties’.

2.1.3.5. Uitstel van storting

De RMBCA bepaalt nergens dat direct het volledige door de bestuurders bepaalde bedrag op de aandelen moet worden gestort. Hieruit maken wij op dat het mogelijk is om overeen te komen dat (een gedeelte of het volledige verschuldigde bedrag) later wordt gestort. De DGCL bepaalt expliciet dat het bestuur bij de uitgifte van aandelen uitstel van storting kan toestaan. Op ieder aandeelbewijs dat ter zake van niet-volgestorte aandelen wordt afgegeven, dient het reeds gestorte bedrag alsmede het bedrag dat nog dient te worden gestort te worden vermeld. Wordt geen aandeelbewijs afgegeven dan dienen voormelde gegevens te blijken uit de ‘books and records’ van de vennootschap (§ 156 DGCL). Een bijzonderheid is dat een vennootschapscrediteur onder omstandigheden volstorting van aandelen kan afdwingen (§ 162 DGCL). In het geval dat het actief van de vennootschap onvoldoende is om de vorderingen van de vennootschapscrediteuren te voldoen, kan de curator of bewindvoerder van de insolvente vennootschap maar ook een ‘judgment creditor’, buiten het bestuur van de vennootschap om, het bedrag van de (resterende) stortingsplicht bij de desbetreffende aandeelhouders opvragen (§ 162 (f) DGCL). Vereist is dat een rechterlijke uitspraak voorhanden is waarin de vennootschap is veroordeeld tot betaling en dat executie hiervan niets

²² ASIC is de overheidsinstantie die de vennootschappen inschrijft; vergelijkbaar met de Nederlandse Kamer van Koophandel die het handelsregister beheert. Verder voorziet ASIC in publiekelijk toegankelijke informatie betreffende alle Australische vennootschappen via haar database genaamd ASCOT. Ook is ASIC de belangrijkste instantie verantwoordelijk voor het reguleren van financiële producten, financiële diensten en financiële markten.

heeft opgeleverd (§ 162 (b) en § 325 DGCL). Voorts dient sedert de dag van uitgifte van de aandelen dan wel de dag van de ‘subscription’ niet meer dan zes jaar te zijn verstreken (§ 162 (e) DGCL).

Naar Australisch recht bepaalt het bestuur de ‘terms of issue’. Hieronder dient o.a. te worden verstaan dat het bestuur bepaalt of de uitgifteprijs voor de nieuw uit te geven aandelen volledig wordt gestort bij uitgifte of dat een bepaald gedeelte van de uitgifteprijs niet bij uitgifte wordt gestort maar op een later moment. In het laatste geval is de aansprakelijkheid van de aandeelhouder beperkt tot het nog niet op de aandelen gestorte bedrag; s. 516 CA2001. In de aanmelding ter registratie bij ASIC moet het nog niet gestorte bedrag op elk aandeel worden aangegeven; s. 601BC (2) (1) (iii) CA2001. Verder geldt dat in geval van een ‘partly paid share’ in het aandelenregister van de vennootschap (‘company’s share register’) en op eventuele aandeelbewijzen (‘share certificates’) moet worden vermeld welk bedrag nog niet op het desbetreffende aandeel is gestort. Verder is veelal in de statuten (‘constitution’) bepaald dat de vennootschap een pandrecht (‘lien’) heeft op niet volgestorte aandelen voor al hetgeen is opgevraagd of moet worden betaald op een vastgestelde datum op het desbetreffende aandeel.

2.1.3.6. Voorkeursrecht bij emissie

Het voorkeursrecht van aandeelhouders is geen aspect van crediteurenbescherming. Desondanks wordt het op deze plaats behandeld, omdat het voorkeursrecht onlosmakelijk verbonden is met de emissie van aandelen, en het kapitaalbeschermingsrecht naast aspecten van crediteurenbescherming ook aspecten van aandeelhoudersbescherming omvat.

De RMBCA kent geen dwingend voorkeursrecht. § 6.30 (a) RMBCA bepaalt dat bestaande aandeelhouders slechts een voorkeursrecht hebben, voorzover de statuten dit bepalen. Bevatten de statuten de verklaring dat “the corporation elects to have preemptive rights” of woorden van gelijke strekking, dan geeft § 6.30 (b) RMBCA aan welke uitgangspunten gelden (tenzij de statuten anders bepalen). De invulling van het voorkeursrecht wordt dus geheel aan de statuten overgelaten.

Ook naar het recht van Delaware hebben bestaande aandeelhouders in beginsel geen wettelijk voorkeursrecht ter zake van een emissie van aandelen. In de ‘certificate of incorporation’

kunnen evenwel voorkeursrechten aan aandeelhouders worden toegekend. Het zal dus van de inhoud van de vennootschapsstatuten afhangen of en in hoeverre bestaande aandeelhouders bij een emissie van aandelen bescherming kunnen ontlennen aan voorkeursrechten.

Naar Australisch recht hebben aandeelhouders van een ‘public company’ geen wettelijk voorkeursrecht. De situatie bij de ‘proprietary company’ is enigszins anders. S. 254D CA2001 geeft een ‘replaceable rule’²³ voor ‘proprietary companies’ voor het uitgeven van aandelen met een voorkeursrecht voor bestaande aandeelhouders. Indien de vennootschap geen statuten heeft of in haar statuten niet anders heeft bepaald, geldt dat de aandeelhouders een voorkeursrecht hebben bij de uitgifte van aandelen van dezelfde soort als die zij houden. De AVA heeft echter de bevoegdheid het bestuur te machtigen tot een bepaalde uitgifte van aandelen over te gaan zonder dat het voorkeursrecht van toepassing is.

2.1.4. Inbreng in natura

2.1.4.1. In te brengen bestanddelen

§ 6.21 (b) RMBCA bepaalt dat de inbreng op aandelen mag bestaan uit “any tangible or intangible property or benefit to the corporation, including cash, promissory notes, services performed, contracts for services to be performed, or other securities of the corporation”. Er gelden dus geen beperkingen voor de vorm van de inbreng.

De overeenkomstig het bepaalde in § 153 (a) en (b) DGCL vastgestelde inbreng dient door de aandeelhouder te worden voldaan in de vorm en op de wijze zoals deze door het bestuur worden bepaald. De inbreng kan bestaan uit geld, roerend of onroerend goed, enig voordeel voor de vennootschap, of een combinatie hiervan (§ 152 DGCL).

Naar Australisch recht moet de inbreng ‘money’s worth’ vertegenwoordigen. Dit volgt uit de uitspraak *Re White Star Line Ltd* [1938] 1 All ER 607. Een inbreng van te verrichten werk of

²³ Sinds 1998 is het voor de oprichting van een vennootschap niet meer nodig een oprichtingsakte (‘constitution’ of ‘articles of association’) op te stellen. De CA2001 bevat een set van regels, de zogenaamde ‘replaceable rules’, die het interne beheer van de vennootschap regelen. Deze regels zijn opgenomen in de verschillende delen van de CA2001. Zij zijn van toepassing op alle vennootschappen die na 1 juli 1998 zijn opgericht en op die vennootschappen die hun ‘constitution’ hebben ingetrokken. Zoals de naam al aangeeft – ‘replaceable rules’ – zijn de regels vervangbaar. Een vennootschap kan worden opgericht met een oprichtingsakte waarin van sommige of van al deze regels wordt afgeweken. Het overgrote deel van de ‘replaceable rules’ is van toepassing op alle typen vennootschappen. Echter bepaalde regels zijn alleen van toepassing op ‘proprietary companies’, aldus s. 135 CA2001. Andere

diensten voldoet aan dit vereiste. Slechts indien de inbreng ‘clearly illusory’ is wordt de storting geacht niet te hebben plaatsgevonden.

2.1.4.2. *Waardering van de inbreng*

In alle drie rechtsstelsels ontbreekt elke vorm van een externe inbrengcontrole in geval van inbreng in natura. In het stelsel van de RMBCA is het de taak van de bestuurders van de vennootschap om te bepalen dat de waarde van de inbreng op de aandelen ‘adequate’ is. Dit betekent dat zij op het moment van de inbreng niet de precieze waarde van de inbreng hoeven vast te stellen. Naar het recht van Delaware is het oordeel van het bestuur omtrent de waarde die aan de inbreng dient te worden toegekend beslissend. Dit is slechts anders indien sprake is van ‘actual fraud’. Ook in Australië wordt de waardering van de op de aandelen in te brengen vermogensbestanddelen overgelaten aan de bestuurders. Uit de jurisprudentie ter zake blijkt “not only that the general adequacy but also the particular value of non-cash consideration for the issue of shares has traditionally been regarded as a question for the directors’ judgment”. Vergelijk de volgende citaten uit rechterlijke uitspraken: “The consideration must be based on an honest estimate by the directors of the value of the assets acquired”; “If the purchase contract itself states a price for the assets acquired, it seems that the price will generally be accepted as the directors’ ‘honest estimate’ of the ‘value’ of those assets”.²⁴

2.1.4.3. *Sancties bij te hoge waardering inbreng*

In het stelsel van de RMBCA moeten de bestuurders bij het bepalen of de inbreng adequaat is ‘serious business judgment’ in acht nemen. Voldoen zij hier niet aan, dan kunnen zij door de zittende aandeelhouders aansprakelijk worden gesteld op grond van § 8.30 RMBCA. Verder kan in geval van insolventie van de vennootschap de vraag rijzen of aandeelhouders die aandelen hebben gekregen in ruil voor te hoog gewaardeerde activa kunnen worden aangesproken wegens het niet voldoen aan de stortingsplicht. Dit lijkt erg moeilijk, gelet op de uitspraak van de rechtbank van New Jersey in de zaak *G. Loewus & Company v. Highland Queen Packing Company* 6 A.2d 545 (N.J. Ch. 1939). In deze zaak waren 300 aandelen

bepalingen worden beschouwd als ‘replaceable rules’ voor ‘proprietary companies’, maar worden dwingend voorgeschreven voor ‘public companies’.

²⁴ Deze citaten komen uit een rapport van de Companies and Securities Law Review Committee van september 1986 getiteld *Report to the Ministerial Council on the Issue of Shares for Non-Cash*

uitgegeven tegen een prijs van \$ 20. De verkrijgers van de aandelen hadden ter voldoening aan hun stortingsplicht een onderneming ingebracht die achteraf slechts \$ 1500 waard bleek te zijn. De rechter oordeelde niettemin dat aan de stortingsplicht was voldaan omdat de inbreng van de onderneming – en niet de storting in geld van \$ 20 per aandeel – de overeengekomen tegenprestatie voor de aandelen was.

Naar het recht van Delaware is het oordeel van het bestuur omtrent de waarde die aan de inbreng dient te worden toegekend beslissend, tenzij er sprake is van ‘actual fraud’. Uit de rechtspraak blijkt dat voor het bewijzen van ‘actual fraud’ vereist is dat (i) wordt aangetoond dat er sprake is van een grove overwaardering van hetgeen is ingebracht; (ii) er vermoedens en andere feiten worden aangetoond waaruit, in combinatie met de grove overwaardering, ‘actual fraud’ kan worden afgeleid. Van belang hierbij is dat de Court of Chancery, de rechtbank die bevoegd is tot beslechting van vennootschapsrechtelijke geschillen, heeft geoordeeld dat voor het aannemen van ‘actual fraud’ een ‘excessive valuation’ op zichzelf al voldoende is “if it is sufficiently gross to indicate bad faith or reckless indifference”.

Naar Australisch recht is het oordeel van het bestuur over de waarde van de in te brengen vermogensbestanddelen in beginsel beslissend; bij de waardering hebben de bestuurders een grote vrijheid. Indien de vennootschap overgewaardeerde vermogensbestanddelen (‘overvalued assets’) verkrijgt, kunnen bestuurders zich schuldig maken aan ‘breach of their fiduciary duties’ en hiervoor aansprakelijk worden gesteld door de vennootschap en/of ASIC.

2.1.4.4. Openbaarmaking inbrenggegevens

In tegenstelling tot de RMBCA en de DGCL waar de inbrenggegevens niet openbaar behoeven te worden gemaakt, gelden in Australië in geval van een inbreng in natura zowel bij oprichting als nadien openbaarmakingsverplichtingen. In de ‘application for registration’ van de vennootschap bij ASIC moeten de bijzonderheden van de aandelenuitgifte tegen inbreng in natura worden vermeld; s. 117 (2) (1) CA2001. Deze bijzonderheden behoeven niet te worden vermeld indien de aandelen “will be issued under a written contract” en een kopie hiervan bij de aanmelding ter registratie wordt bijgevoegd. Deze bepaling is echter alleen van toepassing op een ‘public company’. Een ‘proprietary company’ hoeft deze openheid van zaken niet te geven.

Consideration and Treatment of Share Premiums, para 7; te vinden via <http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=493>.

In geval van een emissie van aandelen na oprichting bepaalt s. 254X CA2001 dat een ‘public company’ binnen een termijn van 28 dagen na de emissie een ‘notice of share issue’ moet deponeren (‘lodge’) bij ASIC. Deze ‘notice’ dient vergezeld te gaan van een kopie of van bijzonderheden van de overeenkomst op grond waarvan de aandelen worden uitgegeven tegen een inbreng in natura; s. 254X (1) (e) CA2001. Ook deze bepaling is niet van toepassing op een ‘proprietary company’.

2.2. Uitkeringen aan aandeelhouders

2.2.1. Dividenduitkering

2.2.1.1. Bevoegd orgaan

In alle drie rechtsstelsels is het bestuur het tot uitkering bevoegde orgaan. In Australië is de procedure voor het uitkeren van dividend geregeld in de ‘replaceable rules’ van s. 254U (1) en 254W (2) CA2001. Op basis van eerstgenoemde bepaling zijn de bestuurders bevoegd te bepalen dat een dividend kan worden uitgekeerd en het bedrag, het tijdstip en de wijze van uitkering vast te stellen. De wijze van uitkering “may include the payment of cash, the issue of shares, the grant of options and the transfer of assets.” S. 254W (2) CA2001 bepaalt dat de bestuurders, afhankelijk van de voorwaarden waaronder de aandelen zijn uitgegeven, “may pay dividends as they see fit.” Op grond van deze ‘replaceable rules’ hebben de bestuurders de bevoegdheid tot het uitkeren van dividend. Het is niet vereist dat de aandeelhouders voordien het dividend vaststellen en betaalbaar stellen. De statuten van een vennootschap kunnen echter bepalingen bevatten die afwijken van de ‘replaceable rules’.

2.2.1.2. Maatstaf voor uitkering

§ 6.40 RMBCA stelt grenzen aan het doen van uitkeringen aan aandeelhouders. Deze grenzen zijn niet alleen van toepassing op dividenduitkeringen, maar ook op inkoop van aandelen en aflossing op aflosbare aandelen. In § 1.40 (6) RMBCA is een definitie opgenomen van het begrip ‘distribution’: “Distribution means a direct or indirect transfer of money or other property (except its own shares) or incurrence of indebtedness by a corporation to or for the benefit of its shareholders in respect of any of its shares. A distribution may be in the form of a declaration of payment of a dividend; a purchase, redemption or other acquisition of shares; a

distribution of indebtedness or otherwise”. Dit betekent dat iedere directe of indirecte overdracht van actief van de vennootschap naar aandeelhouders alsmede iedere verplichting die de vennootschap jegens aandeelhouders op zich neemt, een uitkering aan aandeelhouders is als de overdracht van actief of het aangaan van de verplichting verband houdt met aandelen van de vennootschap. Omdat er in geval van toekenning van stockdividend geen actief uit de pot van de vennootschap verdwijnt wordt de toekenning van stockdividend niet bestreken door de grenzen van § 6.40 RMBCA.

Uitkeringen moeten volgens § 6.40 (c) RMBCA een dubbele toets doorstaan. Zij zijn niet geoorloofd indien, nadat de uitkering heeft plaatsgevonden: “a) the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business; or b) the corporation’s total assets would be less than the sum of its liabilities plus (unless the articles of incorporation permit otherwise) the amount that would be needed, if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution, to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior to those receiving the distribution.”

Het gaat hier dus om een combinatie van een liquiditeitstest (‘equity insolvency test’) en een variant op de balanstest (‘adjusted net worth test’). Die variant houdt in dat er nog wel een zekere kapitaalklem (‘cushion’) is gehandhaafd. Deze klem betreft echter slechts het bedrag dat nodig is om ‘senior security holders’, die preferent zijn met betrekking tot het liquidatieoverschot, te voldoen.

Volgens het officiële commentaar op § 6.40 RMBCA zal in de meeste gevallen waarin een onderneming normaal opereert, als een ‘going concern’, algemeen beschikbare informatie duidelijk maken dat er geen aanleiding is voor een onderzoek of de vennootschap kan voldoen aan de liquiditeitstest. De aanwezigheid van een aanzienlijk eigen vermogen en ‘normal operating conditions’ vormen op zichzelf een sterke indicatie dat de liquiditeitstest niet tot problemen aanleiding zal geven. Wanneer is er dan wel aanleiding voor een onderzoek naar de liquiditeitspositie van de vennootschap? Hierover zegt het officiële commentaar op de RMBCA het volgende: “It is only when circumstances indicate that the corporation is encountering difficulties or is in an uncertain position concerning its liquidity and operations that the board of directors or, more commonly, the officers or others upon whom they may place reliance under section 8.30 (b), may need to address the issue.”

De vraag is vervolgens hoe de liquiditeitstest er uit moet zien. Volgens het officiële commentaar kan vanwege het “overall judgment required in evaluating the equity insolvency test” niet op een of meer ‘bright line’ tests worden vertrouwd. Dan volgen enkele wenken: “In determining whether the equity insolvency test has been met, certain judgments and

assumptions as to the future course of the corporation's business are customarily justified, absent clear evidence to the contrary. These include the likelihood that (a) based on existing and contemplated demand for the corporation's products or services, it will be able to generate funds over a period of time sufficient to satisfy its existing and reasonably anticipated obligations as they mature, and (b) indebtedness which matures in the near-term will be refinanced where, on the basis of the corporation's financial condition and future prospects and the general availability of credit to businesses similarly situated, it is reasonable to assume that such refinancing may be accomplished. To the extent that the corporation may be subject to asserted or unasserted contingent liabilities, reasonable judgment as to the likelihood, amount and time of any recovery against the corporation, after giving consideration to the extent to which the corporation is insured or otherwise protected against loss, may be utilized. There may be occasions when it would be useful to consider a cash flow analysis, based on a business forecast and budget, covering a sufficient period of time to permit a conclusion that known obligations of the corporation can reasonably be expected to be satisfied over the period of time that they will mature."

Bij het vormen van hun oordeel mogen bestuurders conform § 8.30 RMBCA in beginsel afgaan op informatie, meningen, rapporten en verklaringen afkomstig van andere terzake deskundige personen. Van bestuurders kan normaliter niet worden verwacht dat zij zich verdiepen in de details van de diverse analyses en markt- en economische prognoses die relevant kunnen zijn. § 8.30 RMBCA bepaalt echter wel dat de bestuurder niet mag afgaan op een oordeel van een deskundige als hij zelf over informatie beschikt die meebrengt dat zijn vertrouwen op dat oordeel niet gerechtvaardigd is.

Tot slot waarschuwt het commentaar nog voor een al te gemakkelijke veroordeling achteraf van de door de bestuurders gemaakte inschatting. Dit gevaar ligt vooral op de loer bij aannames met betrekking tot het vermogen van de vennootschap om aan verplichtingen op de lange termijn, vorderingen die pas na enkele jaren opeisbaar worden, te kunnen voldoen. Het commentaar zegt hierover: "the primary focus of the directors' decision to make a distribution should normally be on the shorter term, unless special factors concerning the corporation's prospects require the taking of a longer term perspective."

De RMBCA is erg soepel waar het de aan de balanstest verbonden kwestie van waardering van activa en passiva betreft. Bestuurders mogen uitgaan van "accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances" of van "a fair valuation or other method that is reasonable in the circumstances". Dit betekent dat bestuurders in beginsel de vrijheid hebben om af te wijken van het volgens GAAP geldende uitgangspunt dat activa op basis van de

historische kostprijs op de balans moeten verschijnen. Hierop wordt kritiek uitgeoefend voorzover dit kan leiden tot het uitkeren van op herwaardering van activa gebaseerde 'pure holding gains'. Overigens staat de RMBCA niet toe dat selectieve herwaardering plaatsvindt.

Een belangrijke vraag is op welk tijdstip moet worden bepaald of een uitkering aan de dubbele toets van § 6.40 RMBCA voldoet. In geval van koop, aflossing of een andere vorm van verkrijging van de aandelen geldt als peildatum de dag waarop geld of andere goederen zijn overgedragen of een schuld is aangegaan door de vennootschap in verband met de uitkering. Als echter de aandeelhouder reeds voor die dag zijn aandeelhouderschap ten aanzien van de door de vennootschap verkregen aandelen verliest, geldt de dag van verlies van aandeelhouderschap als peildatum. In geval van een uitkering in de vorm van een verplichting van de vennootschap jegens de aandeelhouder geldt de dag waarop die verplichting wordt aangegaan als peildatum.

Voor alle andere uitkeringen (hieronder vallen dividenduitkeringen) is het antwoord te vinden in § 6.40 (e) (6) RMBCA. Als peildatum voor de geoorloofdheid van de uitkering geldt, indien zij plaatsvindt binnen 120 dagen nadat het bestuursbesluit daartoe is genomen ('authorized'), de dag van het besluit. Vindt zij meer dan 120 dagen na de goedkeuring plaats, dan geldt als peildatum de dag waarop de uitkering plaatsvindt. De 'houdbaarheidsdatum' van een positieve uitkomst van de liquiditeits- en balanstest is dus maximaal 120 dagen.

Ingevolge § 170 (a) DGCL is het bestuur bevoegd tot het doen van dividenduitkeringen:

- (1) indien en voor zover er 'surplus' is; dan wel
- (2) indien er geen 'surplus' is, voor zover de vennootschap in het boekjaar waarin het dividend wordt vastgesteld of in het daaraan voorafgaande boekjaar netto winst heeft behaald.

De vennootschap heeft een 'surplus' indien en voor zover de waarde van haar 'net assets' (activa-passiva) groter is dan het bedrag van haar 'capital'. Voor het doen van dividenduitkeringen is dus niet zonder meer voldoende dat het eigen vermogen van de vennootschap positief is ('bare net assets'-test). Het eigen vermogen van de vennootschap dient bovendien groter te zijn dan het 'capital' van de vennootschap ('enhanced assets'-test).

Van belang is echter wel om te onderkennen dat het in beginsel aan het bestuur van de vennootschap is om de hoogte van het 'capital' te bepalen. Indien de vennootschap enkel 'NPV-shares' kent, kan het 'capital' zelfs nihil zijn. In dat geval is een dividenduitkering feitelijk onderworpen aan de lichtere 'bare net assets'-test.

Heeft de vennootschap 'PV-shares' uitstaan dan dient het 'capital' ten minste het bedrag van het totaal van de nominale waarden van deze aandelen te bedragen. Door te kiezen voor een

lage nominale waarde van aandelen, kan het bedrag aan ‘capital’ tot een minimum worden beperkt en is in feite ook hier doorslaggevend of het eigen vermogen van de vennootschap positief is.

Voorts is het zo dat het bestuur op zijn eerdere besluit om inbreng op aandelen als ‘capital’ aan te merken, kan terugkomen door deze inbreng voortaan als ‘surplus’ te beschouwen. De enige voorwaarden die hieraan worden gesteld zijn dat (i) het ‘capital’ niet zakt beneden het bedrag van de nominale waarden van de uitstaande ‘PV-shares’ en (ii) de vennootschap over voldoende activa beschikt om haar schulden, waarvan in de betaling nog niet op een andere wijze is voorzien, te kunnen voldoen.

De betekenis van ‘capital’ en de bescherming die crediteuren hieraan kunnen ontlene is met andere woorden zeer relatief. In de praktijk zal in veel gevallen voor de geoorloofdheid van een dividenduitkering enkel maatgevend zijn of het eigen vermogen van de vennootschap positief is en ook blijft nadat een uitkering aan aandeelhouders heeft plaatsgehad.

Het is aan het bestuur om vast te stellen of de vennootschap beschikt over een voldoende ‘surplus’ om tot dividenduitkering over te kunnen gaan. Aan de hand waarvan het bestuur zulks dient vast te stellen is niet nader in de wet geregeld. In de praktijk maakt het bestuur veelal speciaal met het oog op een voorgenomen dividenduitkering een tussentijdse balans op. Uit de rechtspraak blijkt dat bij de beoordeling of de vennootschap beschikt over voldoende ‘surplus’ niet alleen feitelijk gerealiseerde opbrengsten in aanmerking mogen worden genomen. Het bestuur dient de ‘fair value’ van alle activa en passiva bij zijn beoordeling te betrekken. Een uitzondering op deze regel geeft § 170 (b) DGCL voor de zogenaamde ‘wasting assets corporations’ dat wil zeggen “any corporation engaged in the exploitation of natural resources or other wasting assets, including patents, or engaged primarily in the liquidation of specific assets”. Deze vennootschappen kunnen bij de berekening van de voor dividenduitkeringen beschikbare ruimte een ‘depletion of wasting assets’ buiten beschouwing laten, indien deze voortvloeit uit een verloop van tijd, verbruik, beëindiging dan wel exploitatie.

Een belangrijke uitzondering op de hoofdregel dat de vennootschap niet tot dividenduitkering mag overgaan indien zij niet beschikt over ‘surplus’, is de ‘nimble dividends’-bepaling. Deze bepaling is ingevoerd om het ook voor een vennootschap die met nog niet weggewerkte verliezen zit mogelijk te maken om dividend uit te keren zodra zij weer winst maakt. Zij maakt het dus gemakkelijker voor de vennootschap om nieuwe verschaffers van eigen vermogen aan te trekken. De bepaling houdt in dat indien een vennootschap in het desbetreffende boekjaar of in het daaraan voorafgaande boekjaar een netto winst realiseert, deze winst mag worden

aangewend voor het doen van dividenduitkeringen. Verliezen geleden in één of meer voorgaande boekjaren behoeven met andere woorden niet eerst te worden aangezuiverd.

§ 170 DGCL geeft één uitzondering op de bevoegdheid van het bestuur om tot uitkering van 'nimble dividends' over te gaan: indien de vennootschap preferente aandelen heeft uitstaan welke een preferentie hebben bij de uitkering van 'assets' mag de door de vennootschap gerealiseerde netto winst niet worden aangewend voor het doen van dividenduitkeringen zolang de waarde van de 'net assets' van de vennootschap niet ten minste gelijk is aan het bedrag van het 'capital' dat door deze preferente aandelen wordt vertegenwoordigd.

In de literatuur is de 'nimble dividends'-bepaling bekritiseerd omdat het concept dat het 'capital' van de vennootschap dient ter bescherming van de vennootschapscrediteuren nog verder wordt uitgehold, terwijl de rechtvaardiging voor het toestaan van 'nimble dividends' mager is. Een ander punt van kritiek is dat het in § 170 (a) DGCL bepaalde omtrent 'nimble dividends' nogal wat vragen oproept. Deze vragen zijn terug te voeren op de onduidelijke redactie van de bepaling.

S. 254T CA2001 bepaalt dat alleen winst ('profits') mag worden gebruikt voor een uitkering van dividend. De moeilijkheid is echter dat een wettelijke definitie van het begrip 'profits' ontbreekt. Daarnaast heeft de rechterlijke macht zich terughoudend betoond in het geven van een definitie van het begrip. Hierdoor zijn er vele onduidelijkheden. Zo is de relevantie van de jaarrekeningstandaarden onduidelijk. Uit de jurisprudentie blijkt niet dat de winst zoals deze naar voren komt in de volgens de jaarrekeningstandaarden opgemaakte balans en winst- en verliesrekening noodzakelijkerwijs overeenkomt met het wettelijke begrip 'profits'.

Het standaardarrest ter zake is *Re Spanish Prospecting Co Ltd* [1911] 1 Ch 92. Hierin werd het volgende opgemerkt over de betekenis van 'profits': "Profits' implies a comparison between the state of business at two specific dates usually separated by an interval of a year. The fundamental meaning is the amount of gain made by the business during the year. This can only be ascertained by a comparison at the two dates ... If the total assets of the business at the two dates be compared, the increase which they show at the later date as compared with the earlier date (due allowance of course being made for any capital introduced into or taken out of the business in the meanwhile) represents in strictness the profits of the business during the period in question." Hieruit kan worden afgeleid dat het voor de berekening van 'profits' voldoende is vast te stellen dat er sprake is van een surplus van inkomsten boven uitgaven in een bepaald boekjaar. Met een te verwachten toekomstige waardevermindering van bepaalde activa behoeft geen rekening te worden gehouden. Verder valt op dat geen onderscheid wordt

gemaakt tussen waardeinstijgingen van vaste en vlottende activa ('fixed and circulating assets') in een boekjaar. Uit de uitspraak in *Foster New Trinidad Lake Asphalt Co Ltd* [1901] 1 Ch 208 volgt echter dat wanneer een vennootschap een dividenduitkering wenst te doen ten laste van gerealiseerde waardeinstijgingen van haar vaste activa zij al haar vaste activa dient te herwaarderen.

Voorts is van belang dat dividend kan worden uitgekeerd ten laste van de 'revenue profits' (dat wil zeggen de stijging in waarde van de vlottende activa die de vennootschap houdt aan het einde van het boekjaar vergeleken met de waarde van vergelijkbare activa aan het begin van dat boekjaar) van het huidige boekjaar ook al heeft de vennootschap in voorgaande jaren verliezen geleden, aldus de uitspraak in *Ammonia Soda Co Ltd v Chamberlain* [1918] 1 Ch 266. Een vennootschap is derhalve niet verplicht in eerdere jaren geleden 'revenue losses' goed te maken. De geoorloofdheid van deze 'nimble dividends' wordt beschouwd als een gebrek in de Australische wetgeving; dergelijke uitkeringen zouden niet mogen worden toegelaten indien er twijfels bestaan over de liquiditeit van de vennootschap: "There is ... no requirement that a company must make a profit in a given period before being able to authorise and pay a dividend so long as the dividend is paid out of the profits, which may have been achieved in some previous period(s). A company can therefore pay dividends even though it is making losses or has made losses and subsequent profits have yet to extinguish accumulated losses."²⁵

De betekenis van deze gebrekkige regeling inzake het doen van uitkeringen aan aandeelhouders moet overigens niet worden overschat. Een vennootschap moet bij het verrichten van een 'share capital transaction', zoals een uitkering van dividend, altijd in ogenschouw nemen dat er sprake kan zijn van het aangaan van een schuld als bedoeld in de 'insolvent trading'-bepaling. Indien de vennootschap op het moment van het verrichten van de transactie 'insolvent' is of dit ten gevolge hiervan wordt, lopen de bestuurders aansprakelijkheidsrisico's. Teneinde dit te voorkomen zullen bestuurders alleen overgaan tot het uitkeren van dividend indien blijkt dat de vennootschap liquide is. Een liquiditeitstest wordt uitgevoerd. Deze is overigens niet beperkt tot een 'cash flow'-test. Uit jurisprudentie (*Quick v Stoland* [1998] 29 ACSR 130, per Emmett J) blijkt dat de gehele financiële situatie van de vennootschap in ogenschouw wordt genomen inclusief werkzaamheden, activa, passiva, kas, te verwerven inkomsten door verkoop van activa of het aangaan van leningen

²⁵ Australian Accounting Research Foundation (AARF), *Payment of Dividends under the Corporations Act 2001*, april 2002, p. 1; te vinden via <http://www.aarf.asn.au/docs/Dividends.pdf>.

alsmede de capaciteit van de vennootschap nieuw kapitaal te verwerven. Onder omstandigheden kan daarom zowel een 'cash flow'-test als een balanstest relevant zijn.

2.2.1.3. *Sanctieregeling*

Indien de bestuurders bij het doen van een uitkering in strijd hebben gehandeld met de dubbele toets van § 6.40 RMBCA kunnen zij aansprakelijk worden gesteld. § 8.33 (a) RMBCA bepaalt dat bestuurders die stemmen voor of toestemmen in uitkeringen in strijd met § 6.40 RMBCA en daarbij in strijd handelen met de zorgvuldigheid die zij op grond van § 8.30 RMBCA in acht moeten nemen, persoonlijk aansprakelijk zijn jegens de vennootschap voor het teveel uitgekeerde bedrag. De bestuurders worden beschermd door de 'business judgment rule', die onder meer inhoudt dat zij (mits te goeder trouw) mogen afgaan op informatie, meningen, rapporten en verklaringen afkomstig van terzake deskundige personen. De met succes aansprakelijk gestelde bestuurder kan niet alleen regres nemen op aansprakelijke medebestuurders, maar ook op iedere aandeelhouder die 'actual knowledge' bezat dat de uitkering in strijd was met § 6.40 RMBCA. Hiernaast is van belang dat ook de toepasselijke 'fraudulent transfer'-regels kunnen worden gebruikt om te bereiken dat de aandeelhouder dividend of de voor door de vennootschap ingekochte aandelen betaalde prijs moet terugbetalen. Deze stemmen in zoverre niet overeen met de regels van de RMBCA, dat zij aantasting van een transactie met een onwetende aandeelhouder mogelijk maken. Zie over deze regels verder in par. 2.2.5.

Bestuurders die in strijd met § 173 DGCL dividend hebben uitgekeerd zijn onder omstandigheden hoofdelijk aansprakelijk jegens de vennootschap en de vennootschapscrediteuren voor het bedrag aan dividend dat onwettig is uitgekeerd vermeerderd met rente; § 174 DGCL. Voorwaarden zijn dat er sprake is van 'wilful or negligent' schending en dat de vennootschap binnen zes jaar nadat de onwettige dividenduitkeringen hebben plaats gevonden wordt ontbonden of insolvent blijkt te zijn.

Niet aansprakelijk is de bestuurder die tegen het gewraakte bestuursbesluit heeft gestemd of die ten tijde hiervan afwezig was, mits zijn andersluidende mening gelijktijdig is opgenomen in de notulen van de bestuursvergadering waarin het desbetreffende besluit werd genomen dan wel, indien de bestuurder pas later op de hoogte raakt van het bestuursbesluit, zijn andersluidende mening onverwijld wordt vastgelegd in de boeken van de vennootschap.

Een bestuurder die met succes ex § 174 DGCL aansprakelijk is gesteld, kan regres nemen op medebestuurders die gestemd hebben voor of anderszins hebben ingestemd met de onwettig verrichte dividenduitkeringen (§ 174 (b) DGCL).

Voorts wordt voormelde bestuurder voor het door hem ingevolge het bepaalde in § 174 (a) DGCL betaalde bedrag gesubrogeerd in de rechten welke de vennootschap heeft tegenover aandeelhouders die de gewraakte dividenduitkeringen hebben ontvangen, terwijl zij op de hoogte waren van feiten die er op wezen dat sprake was van een onwettige dividenduitkering (§ 174 (c) DGCL).

Overigens beschermt § 172 DGCL een bestuurder tegen persoonlijke aansprakelijkheid indien deze zich bij het verrichten van dividenduitkeringen te goeder trouw heeft gebaseerd op de boeken van de vennootschap of op informatie, opinies, verslagen of verklaringen die zijn aangeboden/afgelegd aan de vennootschap door één van haar functionarissen of werknemers, commissies van het bestuur ('committees of the board of directors') of door een ander persoon. Ook de betrokken aandeelhouders kunnen onder omstandigheden worden aangesproken tot terugbetaling van de ten onrechte door hen ontvangen bedragen. § 174 (c) DGCL stelt hierbij wel als voorwaarde dat de desbetreffende aandeelhouder op de hoogte was van feiten die wezen in de richting van de onwettigheid van de dividenduitkering. Ook hier verdient het opmerking dat de toepasselijke 'fraudulent transfer'-regels kunnen worden gebruikt om te bereiken dat een onwetende aandeelhouder dividend moet terugbetalen. Zie par. 2.2.5.

Behalve aan de in de RMBCA en de DGCL neergelegde uitkeringsregels kunnen crediteuren bescherming ontleen aan ongeschreven vennootschapsrecht ('common law'). Uit jurisprudentie volgt dat op bestuurders van een vennootschap die insolvent is, of dat dreigt te worden, ook een zorgplicht rust jegens *schuldeisers* van de vennootschap. Schending van deze zorgplicht kan tot aansprakelijkheid leiden. De precieze reikwijdte van deze aansprakelijkheid is moeilijk in te schatten.

Bescherming voor crediteuren is ook te vinden in wettelijke regels buiten het terrein van het vennootschapsrecht. Het gaat om de hiervoor reeds genoemde regels met betrekking tot 'fraudulent transfers' (vergelijkbaar met de Nederlandse pauliana). Deze regels kunnen leiden tot aantasting van dividenduitkeringen aan aandeelhouders en inkooptransacties. Tot slot is bescherming te ontleen aan het leerstuk van 'equitable subordination' (achterstelling van vorderingen). Zie verder over 'fraudulent transfer' en 'equitable subordination' par. 2.2.5.

Naar Australisch recht wordt een uitkering van dividend die niet ten laste komt van de winst beschouwd als een kapitaalvermindering. Indien deze kapitaalvermindering niet overeenkomstig het bepaalde in s. 256B CA2001 plaatsheeft, overtreedt de vennootschap s. 256D CA2001. Dit heeft overigens geen gevolgen voor de rechtsgeldigheid van de dividenduitkering en daarmee verband houdende transacties; s. 256D (2) CA2001. Echter, degenen die betrokken ('involved') zijn bij de overtreding – dit kunnen bestuurders maar ook aandeelhouders zijn – kunnen hiervoor worden bestraft met een zogenaamde 'civil penalty order' van s. 256D (3) jo. s. 1317E CA2001. Dit houdt in dat ASIC deze persoon voor de rechter kan dagen. De sanctie kan bestaan uit betaling van een civielrechtelijke boete van maximaal \$ 200.000, betaling van een schadevergoeding aan de vennootschap of diskwalificatie van de bestuurder. Een strafrechtelijke veroordeling is alleen mogelijk indien de betrokkenheid bij de overtreding van het bepaalde in s. 256D CA2001 'dishonest' was; s. 256D (4) CA2001.

Voorts lopen de bestuurders aansprakelijkheidsrisico's op basis van de 'insolvent trading'-bepaling. Bestuurders dienen te verhinderen dat de vennootschap een schuld aangaat ('incurs a debt') op een moment dat de vennootschap insolvent is of dit wordt ten gevolge van de te verrichten transactie en er redelijke gronden zijn voor de bestuurders om te vermoeden dat de vennootschap ten tijde van het verrichten van de transactie insolvent is of dit ten gevolge van de transactie zal worden. Dit is geregeld in s. 588G CA2001. In geval van uitkering van dividend bepaalt s 588G (1A) CA2001 dat de vennootschap de schuld tot het betalen van dividend aangaat op het moment dat het dividend wordt uitbetaald, of, indien de statuten hierin voorzien, op het moment dat het dividend betaalbaar wordt gesteld. Dit betekent dat de bestuurders aansprakelijkheidsrisico's lopen, indien zij overgaan tot betaalbaarstelling van dividend op een moment waarop zij redelijkerwijs moeten vermoeden dat de vennootschap door deze betaalbaarstelling insolvent wordt.

Indien een bestuurder zich schuldig heeft gemaakt aan 'insolvent trading' staan hierop drie verschillende sancties. Allereerst civielrechtelijke aansprakelijkheid. De vordering tot het betalen van schadevergoeding kan in geval van faillissement van de vennootschap worden ingesteld door de curator ('liquidator') of (met toestemming van de curator dan wel de rechtbank die het faillissement behandelt) een schuldeiser; s. 588M CA2001. Daarnaast komt het vorderingsrecht in en buiten faillissement toe aan ASIC; s. 588J en 588K CA2001. De tweede sanctie betreft een civielrechtelijke straf ('civil penalty'). Deze sanctie kan uitsluitend worden toegepast op verzoek van ASIC en kan bestaan uit de oplegging van een civielrechtelijke boete of diskwalificatie van de bestuurder(s); s. 1317E en 1317G CA2001.

Voor oplegging van een ‘civil penalty’ is vereist dat het om een ernstige overtreding van s. 588G CA2001 gaat. Ten slotte kan ‘insolvent trading’ worden bestraft met strafrechtelijke aansprakelijkheid. Een dergelijke strafrechtelijke veroordeling komt slechts in beeld als bij de bestuurder ‘actual suspicion of insolvency’ aanwezig was en hij bij het aangaan van de schuld ‘dishonest’ heeft gehandeld.

2.2.2. Inkoop van eigen aandelen

2.2.2.1. Bevoegd orgaan

In de drie rechtsstelsels is het bestuur het tot inkoop bevoegde orgaan. Naar Australisch recht is in bepaalde gevallen de goedkeuring van de AVA vereist.

2.2.2.2. Maatstaf voor inkoop

Onder de RMBCA is een inkoop van aandelen toegestaan, mits daarbij de voor het doen van uitkeringen aan aandeelhouders geldende grenzen in acht worden genomen. Vergelijk het hiervoor in par. 2.2.1.2. besproken § 6.40 RMBCA. Verder bepaalt § 6.31 RMBCA over inkoop slechts het volgende: “(a) A corporation may acquire its own shares, and shares so acquired constitute authorized but unissued shares; (b) If the articles of incorporation prohibit the reissue of the acquired shares, the number of authorized shares is reduced by the number of shares acquired.”

De RMBCA bevat een bijzondere regel voor het geval dat een aandeelhouder zijn aandelen verkoopt aan de vennootschap en deze hem niet in cash betaalt, maar in de vorm van een ‘long-term note’. In dat geval zou zich het probleem kunnen voordoen dat andere schuldeisers zich in geval van financiële problemen van de vennootschap benadeeld voelen doordat de aandeelhouder zich van achtergesteld tot gewoon schuldeiser heeft getransformeerd. § 6.40 (f) RMBCA bepaalt dat de vordering van de ex-aandeelhouder op de vennootschap in verband met de inkoop van de aandelen door de vennootschap in rang gelijk is aan de vorderingen van de overige concurrente schuldeisers van de vennootschap, tenzij achterstelling is overeengekomen. Er zij echter op gewezen dat het antwoord op de vraag of ex-aandeelhouders met een vordering uit hoofde van verkoop van aandelen aan de vennootschap hun vordering in een zich later voordoend faillissement van de vennootschap geldend kunnen maken niet alleen bepaald wordt door het op de RMBCA gebaseerde statelijke vennootschapsrecht. De

voldoening van de vordering van de ex-aandeelhouder zou onder omstandigheden kunnen worden vernietigd op grond van 'fraudulent transfer law'. Daarnaast zou de faillissementsrechter onder omstandigheden kunnen besluiten tot achterstelling van de vordering van de ex-aandeelhouder (equitable subordination). Zie over fraudulent transfer en equitable subordination par. 2.2.5.

§ 160 DGCL bepaalt dat de vennootschap slechts aandelen mag inkopen indien zij de verkrijgingsprijs van deze aandelen kan financieren 'out of surplus'. Is er geen 'surplus' dan is de verkrijging door de vennootschap van eigen aandelen tegen betaling van geld of goederen niet toegestaan. Hierop bestaat een tweetal uitzonderingen: (i) de inkoop betreft preferente aandelen; (ii) er staan geen preferente aandelen uit en de in te kopen aandelen worden ten tijde van de verkrijging door de vennootschap ingetrokken en het 'capital' van de vennootschap wordt overeenkomstig het bepaalde in § 243 en 244 DGCL verminderd; zie hierna par. 2.2.3.

Op grond van het bepaalde in s. 259A CA2001 is het een vennootschap verboden eigen aandelen in te kopen, tenzij er sprake is van een 'share buy-back' waarop de s. 257A-257J CA2001 van toepassing zijn; verkrijging van volgestorte aandelen om niet; verkrijging van aandelen op grond van een rechterlijke uitspraak of een verkrijging in een situatie genoemd in s. 259B (2) en (3) CA2001. Dit laatste betreft de verkrijging van eigen aandelen vanwege de uitoefening van een op basis van een goedgekeurd 'employee share scheme' verkregen zekerheidsrecht of op basis van een als onderdeel van de normale bedrijfsuitoefening van de vennootschap verkregen zekerheidsrecht.

De voor de praktijk belangrijkste uitzondering op het verbod tot inkoop van eigen aandelen betreft de 'share buy-back'. S. 257A CA2001 staat vennootschappen toe haar eigen aandelen in te kopen, mits aan de volgende voorwaarden wordt voldaan. De eerste is dat de inkoop "not materially prejudices the company's ability to pay its creditors". Dit betekent dat er een liquiditeitstest in acht dient te worden genomen. In de Australische literatuur wordt overigens gesproken van een 'solvency test'. Deze test houdt in dat voordat de vennootschap overgaat tot het verrichten van de inkoop nagegaan dient te worden of de vennootschap na de uitvoering van de transactie in staat is haar schulden te betalen op het moment dat deze opeisbaar worden. De tweede voorwaarde is dat de vennootschap de procedurevereisten zoals neergelegd in s. 257A tot 257J CA2001 in acht neemt. Zie hierna.

In de statuten ('constitution') van een vennootschap kan overigens worden bepaald dat het een vennootschap verboden is eigen aandelen te verkrijgen dan wel dat beperkingen worden opgelegd aan de uitoefening van deze bevoegdheid.

Het Australische vennootschapsrecht kent vijf verschillende vormen van 'share buy-backs' met elk eigen procedurele vereisten. Onderscheiden worden 'equal access schemes'(s. 257B (2) en (3) CA2001); 'selective buy-backs' (s. 9 CA2001) 'on-market buy-backs' (s. 257B (6) CA2001); 'employee share scheme buy-backs' (s. 9 CA2001), en 'minimum holding buy-backs'(s. 9 CA2001).

S. 257B (1) CA2001 bevat een tabel met daarin de procedurele vereisten voor elke vorm van 'share buy-back'. Als hoofdregel geldt dat het een vennootschap met een minimum aan procedurevereisten is toegestaan eigen aandelen in te kopen tot 10% van haar aandelen binnen een periode van twaalf maanden (de 10/12-grens). De 10/12-grens ziet op 10% van het kleinste aantal stemmen dat is verbonden aan aandelen met stemrecht gedurende de laatste twaalf maanden; s. 257B (4) CA2001. Om te kunnen bepalen of deze grens is overschreden, moet rekening worden gehouden met de inkopen die in de laatste twaalf maanden hebben plaatsgevonden en de aandelen met stemrecht die het voorwerp van de voorgestelde inkoop zijn; s. 257B (5) CA2001. De verwijzing naar het kleinste aantal stemmen dat is verbonden aan aandelen met stemrecht is bedoeld om vennootschappen ervan te weerhouden aandelen uit te geven om daarmee de toegestane grens voor het inkopen van eigen aandelen te verruimen. Slechts indien de 10/12-grens wordt overschreden moeten de voorwaarden van de inkoop worden goedgekeurd door de AVA via een 'ordinary resolution'.

De 10/12-grens geldt niet voor 'selective buy-backs'. Hiervan is sprake indien een aanbod tot inkoop wordt gedaan aan bepaalde aandeelhouders met uitsluiting van andere of wanneer het aanbod wordt gedaan aan de houders van andere dan gewone aandelen. Omdat er een risico bestaat dat alle aandeelhouders niet op dezelfde wijze worden behandeld, schrijft de CA2001 voor deze vorm van inkoop stringentere procedurele vereisten voor. Zo moeten de aandeelhouders unaniem hun goedkeuring verlenen aan de 'selective buy-back' of hun goedkeuring verlenen via een 'special resolution'; s. 257D (1) CA2001. De verkopende aandeelhouders en hun 'associates' (s. 10-17 CA2001) mogen niet deelnemen aan deze stemming.

Op het moment dat een overeenkomst tot inkoop wordt aangegaan, worden alle rechten verbonden aan de ingekochte aandelen opgeschort. Dit betekent dat er geen stemrecht meer verbonden is aan het aandeel en dat de vennootschap de aandelen niet kan verhandelen. Op het moment dat de overdracht van de aandelen naar de vennootschap wordt geregistreerd, moeten

de aandelen worden ingetrokken; s. 257H CA2001. Binnen een maand nadat de aandelen zijn ingetrokken, moet de vennootschap ASIC hiervan op de hoogte stellen door middel van het deponeren van een kennisgeving met daarin aangegeven het aantal en de soort aandelen die zijn overgedragen en het daarvoor betaalde bedrag; s. 254Y CA2001.

2.2.2.3. Sanctieregeling

Indien de bestuurders bij het inkopen van eigen aandelen in strijd hebben gehandeld met de dubbele toets van § 6.40 RMBCA voor het doen van uitkeringen aan aandeelhouders kunnen zij aansprakelijk worden gesteld ex § 8.33 (a) RMBCA. Zie verder par. 2.2.1.3.

In Delaware is de aansprakelijkheid van bestuurders voor een onwettige inkoop van aandelen op dezelfde wijze geregeld als die voor onwettige dividenduitkeringen; § 174 DGCL. Zie hiervoor par. 2.2.1.3. De aansprakelijkheid van de aandeelhouder van wie de vennootschap onwettig aandelen heeft gekocht, wordt in het algemeen beheerst door de regels die gelden voor de aandeelhoudersaansprakelijkheid wegens het ontvangen van ‘improper dividends’. Zie hiervoor par. 2.2.1.3. De gelijkstelling gaat echter niet in alle omstandigheden op zo blijkt uit de rechterlijke uitspraak inzake *Kettle Fried Chicken of America, Inc.* 513 F.2d 807 (6th Cir. 1975). In deze zaak vorderde de curator van de failliete vennootschap terugbetaling door de aandeelhouders van de bedragen die zij van de vennootschap in verband met de onwettige inkoop van aandelen hadden ontvangen. De aandeelhouders voerden aan dat zij niet op de hoogte waren van de omstandigheid dat de vermogenspositie van de vennootschap de inkoop niet toeliet en dat derhalve aansprakelijkheid gelet op soortgelijke ‘dividend cases’ moet worden afgewezen. De rechter verwierp dit verweer van de aandeelhouders door te overwegen: “The purchase of its own stock by a corporation is not its usual or ordinary course of business and in no sense is comparable to the declaration of a corporate dividend.”

Overtreding van het verbod tot inkoop van eigen aandelen zoals neergelegd in s. 259A CA2001 wordt gesanctioneerd in s. 259F CA2001. Er is geen sprake van een strafrechtelijk vergrijp; s. 259F (1) (b) CA2001. Verder tast de overtreding van het inkoopverbod de rechtsgeldigheid van de rechtshandeling tot verkrijging van de eigen aandelen niet aan; s. 259F (1) (a) CA2001. Echter elke persoon die is betrokken (‘involved’) bij de overtreding van het inkoopverbod door de vennootschap – hieronder is niet begrepen de verkopende aandeelhouder te goeder trouw – handelt in strijd met s. 259F CA2001 en kan hiervoor worden

bestraft met een civielrechtelijke straf ('civil penalty'); s. 259F (2) jo. s. 1317E CA2001. Zie hiervoor par. 2.2.1.3. Indien een bij de overtreding van het inkoopverbod betrokken persoon 'dishonest' heeft gehandeld, kan hij hiervoor strafrechtelijk worden veroordeeld; s. 259F (3) CA2001.

Voor een overtreding van het verbod tot het verkrijgen van zekerheid op eigen aandelen zoals neergelegd in s. 259B (1) CA2001 geldt het voorgaande gelijkelijk.

Verder zijn op grond van s. 257J jo. s. 588G CA2001 de bepalingen inzake 'insolvent trading' van toepassing. Bestuurders die namens de vennootschap een overeenkomst aangaan tot inkoop van eigen aandelen volgens de procedure van s. 257A e.v. CA2001 op een moment dat zij redelijkerwijs hadden moeten vermoeden dat de vennootschap ten gevolge van deze inkoop insolvent zou worden, riskeren persoonlijke aansprakelijkheid vanwege 'insolvent trading'. Bovendien kan de 'liquidator' ingeval een inkoop van eigen aandelen het faillissement van de vennootschap heeft veroorzaakt de rechter verzoeken de inkooptransactie te vernietigen, zodat onder omstandigheden de verkopende aandeelhouders de van de vennootschap ontvangen koopprijs dienen terug te betalen; s. 588FF CA2001. Een dergelijk verzoek komt niet voor toewijzing in aanmerking indien de verkopende aandeelhouder te goeder trouw was; s. 588FG CA2001.

2.2.3. Kapitaalvermindering

2.2.3.1. Bevoegd orgaan

Omdat de RMBCA geen 'legal capital' kent, bevat zij geen bepalingen ter zake van kapitaalvermindering. Onder het recht van Delaware berust de bevoegdheid om tot kapitaalvermindering te besluiten bij het bestuur van de vennootschap. Dit geldt evenzeer naar Australisch recht; goedkeuring van de AVA is echter vereist.

2.2.3.2. Maatstaf voor kapitaalvermindering

§ 244 (b) DGCL bepaalt dat voorwaarde voor een kapitaalvermindering is dat de vennootschap na de transactie over voldoende activa beschikt om haar schulden te kunnen voldoen.

In Australië bepaalt s. 256D (1) jo. s. 256B (1) CA2001 dat een vennootschap haar kapitaal slechts mag verminderen met inachtneming van de volgende vereisten: de kapitaalvermindering "(a) is fair and reasonable to the company's shareholders as a whole; and

(b) does not materially prejudice the company's ability to pay its creditors; and (c) is approved by shareholders under section 256C".

Het vereiste dat de kapitaalvermindering redelijk en billijk is ten opzichte van de aandeelhouders "as a whole" brengt mee dat het mogelijk is dat aan dit vereiste wordt voldaan, alhoewel de kapitaalvermindering niet redelijk en billijk is ten opzichte van elke individuele aandeelhouder. Volgens de wetsgeschiedenis zijn de volgende factoren relevant voor de beoordeling of een kapitaalvermindering redelijk en billijk is ten opzichte van de aandeelhouders als geheel: de passendheid van de 'consideration' die is betaald aan de aandeelhouders; of de kapitaalvermindering meebrengt dat sommige aandeelhouders worden beroofd van hun rechten, bijvoorbeeld dat de vennootschap gelden kwijtraakt die anders aan houders van preferente aandelen zouden kunnen worden uitgekeerd; of de kapitaalvermindering is gebruikt om een overname tot stand te brengen waarbij de overnamebepalingen werden omzeild; "whether the reduction involved an arrangement that should more properly proceed as a scheme of arrangement".

Verder geldt een liquiditeitstest: voordat de vennootschap overgaat tot het verminderen van haar kapitaal dient te worden nagegaan of de vennootschap na de uitvoering van de transactie in staat is haar schulden te betalen op het moment dat deze opeisbaar worden. Voorgeschreven wordt dat de vennootschap de details van een voorgenomen kapitaalvermindering neerlegt bij ASIC, opdat de crediteuren hiervan op de hoogte raken. Deze informatie kan crediteuren ertoe doen besluiten om een 's. 1324-injunction' te verzoeken teneinde de kapitaalvermindering tegen te houden. Op de daarop volgende hoorzitting is het aan de vennootschap te bewijzen dat de kapitaalvermindering geen nadelige invloed heeft op haar vermogen haar crediteuren te betalen; s. 1324 (1B) CA2001.

Ten slotte moet de kapitaalvermindering worden goedgekeurd door de AVA; s. 256B (1) (c) jo. s. 256C CA2001. De vereisten die aan deze goedkeuring worden gesteld verschillen al naar gelang er sprake is van een 'equal' of een 'selective reduction'. Er is sprake van een 'equal reduction' indien de kapitaalvermindering alleen betrekking heeft op 'ordinary shares', onder dezelfde voorwaarden voor iedere houder van 'ordinary shares' plaatsheeft en van toepassing is op elke aandeelhouder in verhouding tot het aantal door hem gehouden 'ordinary shares'. In alle andere gevallen is er sprake van een 'selective reduction'; s. 256B (2) CA2001. Een 'equal reduction' moet worden goedgekeurd door middel van een 'ordinary resolution'; s. 256C (1) CA2001. Bij een 'selective reduction' is in beginsel een 'special resolution' vereist. Zie voor het verschil tussen beide typen besluiten par. 3.4.1. Verder is bepaald dat de aandeelhouders die in het kader van de kapitaalvermindering een uitkering van de vennootschap ontvangen

dan wel geheel of gedeeltelijk van hun stortingsplicht worden ontheven, geen stem mogen uitbrengen ten gunste van de kapitaalvermindering.

S. 256C (2) laatste zin CA2001 geeft aanvullende bescherming aan minderheidsaandeelhouders, indien een 'selective reduction' gepaard gaat met een intrekking van aandelen. In een dergelijk geval moet de kapitaalvermindering tevens worden goedgekeurd via een 'special resolution' van de groep van aandeelhouders wier aandelen worden ingetrokken. Hiermee wordt het recht van aandeelhouders erkend te voorkomen dat hun aandelen tegen hun wens worden onteigend. In de uitspraak inzake *Winpar Holdings Ltd v Goldfields Kalgoorlie Ltd* [2001] NSWCA 427 heeft de rechter geoordeeld dat s. 256C(2) CA2001 vereist dat het goedkeurende besluit wordt genomen op een afzonderlijke vergadering van deze groep aandeelhouders. De 'class approval' voor een 'selective reduction' welke gepaard gaat met een intrekking van aandelen kan daarom niet worden genomen op de AVA waarop ook de 'special resolution' is genomen.

Ten slotte gelden in geval van een kapitaalvermindering extra informatieverplichtingen. De normale oproepingsvoorschriften moeten in acht worden genomen, maar daarenboven dient de vennootschap de aandeelhouders te voorzien van een 'statement' waarin alle informatie is opgenomen die van belang is voor het nemen van de beslissing hoe op de AVA moet worden gestemd ten aanzien van de voorgestelde kapitaalvermindering; s. 256C (4) CA2001. Voor de aandeelhouders van belang zijnde informatie betreft de gevolgen die de kapitaalvermindering heeft voor bepaalde aandeelhouders en meer in het algemeen voor de aandeelhouders; de belangen van de bestuurders bij de kapitaalvermindering en het corrigeren van elk misverstand dat bij aandeelhouders zou kunnen ontstaan bij het lezen van de bijgevoegde rapporten of verklaringen.

De vennootschap dient bij ASIC de oproeping voor de AVA en alle bijgevoegde documenten neer te leggen voordat de oproeping wordt verzonden naar de aandeelhouders; s. 256C (5) CA2001. Het AVA-besluit waarbij de kapitaalvermindering wordt goedgekeurd moet binnen veertien dagen nadat het besluit is genomen worden neergelegd bij ASIC en de vennootschap mag het besluit tot kapitaalvermindering eerst veertien dagen na deze neerlegging uitvoeren; s. 256C (3) CA2001. Wanneer de kapitaalvermindering gepaard gaat met een intrekking van aandelen, moet hiervan een mededeling worden neergelegd bij ASIC waarbij het aantal ingetrokken aandelen wordt vermeld, de soort aandelen en de door de vennootschap gedane uitkering; s. 254Y CA2001.

Al deze informatieverplichtingen zijn bedoeld om crediteuren en aandeelhouders vooraf informatie te verschaffen over de voorgestelde kapitaalvermindering, opdat zij gebruik kunnen maken van hun rechten zich tegen de kapitaalvermindering te verzetten.

2.2.3.3. Sanctieregeling

De DGCL bevat geen sanctie op het in strijd met de wettelijk regeling doen van uitkeringen in het kader van een kapitaalvermindering. In de bestudeerde literatuur wordt geen aandacht besteed aan een eventuele sanctie.

Naar Australisch recht dient een kapitaalvermindering plaats te vinden overeenkomstig het bepaalde in s. 256B jo. s. 256D CA2001. Indien in strijd hiermee wordt gehandeld, heeft dit geen gevolgen voor de rechtsgeldigheid van de kapitaalvermindering en daarmee samenhangende transacties; s. 256 (2) CA2001. Echter, degenen die betrokken ('involved'; s. 79 CA2001) zijn bij de overtreding – dit kunnen bestuurders maar ook aandeelhouders zijn – kunnen hiervoor worden bestraft met een zogenaamde 'civil penalty order' van s. 256D(3) jo. s. 1317E CA2001. Zie hiervoor par. 2.2.1.3. Een strafrechtelijke veroordeling is alleen mogelijk indien de betrokkenheid bij de overtreding van het bepaalde in s. 256D CA2001 'dishonest' was; s. 256D (4) CA2001.

Voorts lopen de bestuurders aansprakelijkheidsrisico's op basis van de 'insolvent trading'-bepaling (s. 588G CA2001). In geval van een kapitaalvermindering bepaalt s. 588G (1A) CA2001 dat de vennootschap een schuld aangaat "when the reduction takes effect". Indien de bestuurders op dit moment redelijkerwijs moeten vermoeden dat de vennootschap insolvent is of ten gevolge van de kapitaalvermindering insolvent wordt, kunnen zij worden aangesproken tot het betalen van schadevergoeding. Zie voor deze en overige sancties op 'insolvent trading' par. 2.2.1.3.

2.2.4. Financiële steunverlening in verband met aandelentransacties

2.2.4.1. Zijn er speciale wettelijke regels?

In tegenstelling tot de RMBCA en de DGCL, die geen beperkingen stellen aan financiële steunverlening door de vennootschap voor de verkrijging van eigen aandelen door een derde, kent het Australische recht een speciale wettelijke regeling voor 'financial assistance'. S. 260A

- (1) CA2001 bepaalt dat het een vennootschap is toegestaan financiële steun te verlenen aan een derde bij het verkrijgen van aandelen in de vennootschap of haar ‘holding company’, mits
- (a) giving the assistance does not materially prejudice:
 - (i) the interests of the company or its shareholders; or
 - (ii) the company’s ability to pay its creditors; or
 - (b) the assistance is approved by shareholders under section 260B (that section also requires advance notice to ASIC); or
 - (c) the assistance is exempted under section 260C.

De verkrijging van de aandelen kan plaatsvinden via een uitgifte van aandelen, een overdracht van aandelen of op elke andere wijze; s. 260A (3) CA2001. De financiële steun kan worden gegeven voor of na de verkrijging van de aandelen en kan de vorm hebben van het uitkeren van dividend; s. 260A (2) CA2001.

Bepaald is dat de transactie geen ‘material prejudice’ mag opleveren. Of hiervan sprake is dient van geval tot geval te worden bekeken. Een voorbeeld betreft de situatie dat de vennootschap een grote som geld van haar bankrekening haalt en uitleent aan een vennootschap “that is bordering on insolvency”. Indien de voorgestelde financiële steunverlening ‘material prejudice’ meebrengt, kan deze alleen worden verleend indien de aandeelhouders dit goedkeuren op grond van s. 260B CA2001 of indien de transactie onder een van de uitzonderingen van s. 260C CA2001 valt. Dit betekent dat een vennootschap financiële steun mag verlenen met goedkeuring van haar aandeelhouders zelfs in het geval dat de belangen van crediteuren worden benadeeld; deze belangen kunnen immers tegengesteld zijn aan de belangen van de aandeelhouders, en de stem van de crediteuren wordt niet gehoord. Hieraan kleeft echter wel een risico voor de bestuurders. Indien de vennootschap ten gevolge van de financiële steunverlening insolvent wordt, kunnen de bestuurders persoonlijk aansprakelijk worden gesteld uit hoofde van s. 588G CA2001: ‘insolvent trading’.

De vereisten voor goedkeuring door de AVA zijn opgenomen in s. 260B CA2001. De AVA moet haar goedkeuring geven via een ‘special resolution’ of via een door alle houders van gewone aandelen genomen unaniem besluit. De persoon die de aandelen verkrijgt of zijn ‘associate’ mag hierbij zijn stemrecht niet uitoefenen; s. 260B (1) CA2001.

S. 260B (4) tot en met (7) CA2001 behelzen specifieke openbaarmakingsvoorschriften. Indien een AVA wordt bijeengeroepen voor het nemen van een besluit tot goedkeuring van de financiële steunverlening, moet de vennootschap de oproeping vergezeld doen gaan van een verklaring waarin alle informatie is opgenomen die van belang is voor het te nemen besluit. Informatie die al eerder bekend is gemaakt en waarvan het niet redelijk zou zijn te verlangen

dat deze opnieuw openbaar wordt gemaakt, hoeft niet aan de aandeelhouders te worden gezonden. De oproeping en de bijgevoegde documenten moeten worden gedeponereerd bij ASIC voordat ze naar de aandeelhouders worden gezonden. De ‘special resolution’ tot goedkeuring van de financiële steunverlening, moet binnen veertien dagen na het nemen van het besluit eveneens bij ASIC worden gedeponereerd.

S. 260C CA2001 bevat enkele uitzonderingen op het verbod tot het verlenen van financiële steun. Enkele voorbeelden van uitgezonderde transacties zijn:

- bepaalde betalingsregelingen voor niet volgestorte aandelen die in de “ordinary course of commercial dealings” zijn overeengekomen;
- het verlenen van financiële steun door financiële instellingen in hun normale bedrijfsuitoefening;
- het verlenen van financiële steun als onderdeel van een door de aandeelhouders goedgekeurd ‘employee share scheme’.

Een recente uitspraak over financiële steunverlening is *ASIC v Adler* [2002] NSWSC 171. Het betrof het verlenen van financiële steun door een dochtermaatschappij ten behoeve van het verkrijgen van aandelen door een derde in haar moedermaatschappij. De New South Wales Supreme Court was van oordeel dat de transactie voor zowel de moeder als de dochter een ‘material prejudice’ opleverde vanwege het gebrek aan zekerheid en de nadelige voorwaarden van de investering. De transactie werd daarom strijdig met s. 260A CA2001 geoordeeld. Tevens werd aangenomen dat de bestuurders zich schuldig hadden gemaakt aan ‘breaches of directors’ duties’.

2.2.4.2. Sanctieregeling

Evenals bij inkoop geldt dat bij overtreding van de wettelijke regels de rechtsgeldigheid van het verlenen van de financiële steun of van enige transactie die hiermee verband houdt niet in het geding is; s. 260D CA2001. Aan de bestuurder die de transactie heeft bewerkstelligd kan echter een zogenaamde ‘civil penalty’ worden opgelegd; vergelijk s. 1317E CA2001. Verder gelden dezelfde sancties als bij een ongeoorloofde uitkering van dividend. Zie hiervoor par. 2.2.1.3.

2.2.5. Overige middelen ter bescherming van crediteuren tegen benadeling door uitkeringen

Hiervoor is duidelijk geworden dat zowel de RMBCA als de DGCL soepele regels bevatten met betrekking tot uitkeringen (in ruime zin) aan aandeelhouders. Daarbij is echter ook opgemerkt dat in de VS niet alleen het vennootschapsrecht van belang is voor de vraag in hoeverre uitkeringen aan aandeelhouders aan banden worden gelegd. Twee buiten het vennootschapsrecht geregelde aanvullende technieken van crediteurenbescherming zijn aantasting van een uitkering op grond van ‘fraudulent transfer’ en achterstelling van de vordering tot dividenduitkering op grond van ‘equitable subordination’. Regels met betrekking tot ‘fraudulent transfers’ zijn zowel te vinden in de federale Bankruptcy Code als in het recht van de staten. Voor de laatste regels geldt dat zij veelal gebaseerd zijn op de Uniform Fraudulent Transfer Act. De bevoegdheid tot achterstelling van vorderingen is geregeld in § 510 van de Bankruptcy Code. Deze bepaling geeft niet aan onder welke omstandigheden een vordering moet worden achtergesteld. Dit wordt overgelaten aan de rechter.

Van de twee genoemde technieken lijken de ‘fraudulent transfer’-regels in de praktijk het belangrijkste wapen voor schuldeisers te zijn. In de literatuur wordt er namelijk veelvuldig op gewezen dat uitkeringen die de vennootschapsrechtelijke toets kunnen doorstaan in sommige gevallen toch kunnen worden aangetast via een beroep op de ‘fraudulent transfer’-regels. Een van de vereisten voor aantasting van een uitkering op grond van ‘fraudulent transfer’ is dat de vennootschap zich ten tijde van de uitkering in een precaire financiële situatie bevond.

Interessant is dat dit niet alleen wordt aangenomen indien vennootschap op het moment van de uitkering niet kon voldoen aan de ‘net assets’-test dan wel de ‘cash flow’-test, maar ook als de vennootschap ten tijde van de uitkering over een ‘unreasonably small capital’ beschikte.

Ruime uitleg van dit criterium kan leiden tot aantasting van een uitkering die aan de dubbele toets van de RMBCA dan wel de ‘surplus’-test van de DGCL voldoet. Hiernaast bieden de ‘fraudulent transfer’-regels schuldeisers de volgende voordelen ten opzichte van de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregels. Ten eerste staat het buiten kijf dat de schuldeiser (in faillissement: de ‘trustee’) een vordering kan instellen op grond van ‘fraudulent transfer’; Ten tweede kan met de ‘fraudulent transfer’-regels worden bewerkstelligd dat de (onwetende) aandeelhouder hetgeen ten onrechte is uitgekeerd moet terugbetalen.

In de praktijk komt het niet vaak voor dat ten aanzien van een aandeelhouder van een vennootschap met wijd verspreid aandelenbezit een beroep wordt gedaan op ‘fraudulent

transfer'. Het leerstuk speelt met name een rol in geval van uitkeringen aan aandeelhouders van meer besloten vennootschappen.

Vennootschapscrediteuren kunnen in de VS ook een zekere bescherming ontleen aan het leerstuk van achterstelling van vorderingen. Een geslaagd beroep op achterstelling kan er bijvoorbeeld toe leiden dat een uitkering aan een groot-aandeelhouder wordt verhinderd doordat de vordering (tot bijvoorbeeld het betalen van dividend) in faillissement wordt achtergesteld. Hiervoor is nodig dat wordt aangetoond dat de bewuste schuldeiser (in het voorbeeld de groot-aandeelhouder) zich onredelijk ('unfair') heeft gedragen 'in his or her management of the corporation'. Uit de rechtspraak volgt dat de volgende omstandigheden een rol kunnen spelen bij de beslissing tot achterstelling: onderkapitalisatie, uitoefening van zeggenschap in strijd met 'fiduciary standards', het negeren van de juridische zelfstandigheid van de vennootschap en het vermengen van of schuiven met activa

Dit leerstuk heeft om twee redenen een veel beperktere betekenis voor de bescherming van crediteuren tegen benadelende uitkeringen aan aandeelhouders dan de hiervoor besproken 'fraudulent transfer'-regels. Ten eerste kan het alleen in stelling worden gebracht tegen een aandeelhouder met zeggenschap over de vennootschap. Ten tweede lijkt voor een besluit tot achterstelling meer nodig dan een uitkering waardoor schuldeisers worden benadeeld.

In Australië lopen bestuurders bij het verrichten van 'share capital transactions' aansprakelijkheidsrisico's vanwege de 'insolvent trading'-bepaling. Hieraan is onder par. 2.2.1.3., 2.2.2.3., 2.2.3.3. en 2.2.4.2 al aandacht besteed. Daarnaast heeft in geval van faillissement de curator de bevoegdheid zogenaamde 'antecedent transactions' te doen vernietigen. Onder omstandigheden zou ook een 'share capital transaction' kunnen worden teruggedraaid met een beroep op de regels inzake 'antecedent transactions'. Anders dan de 'fraudulent transfer'-regels in de Verenigde Staten lijken deze regels geen belangrijke aanvullende rol te spelen ter bescherming van de crediteuren tegen benadeling door uitkeringen.

3. Afschaffing nominale waarde van aandelen

3.1. Inleiding

Hoofddoel van het onderzoek is na te gaan of er in andere rechtsstelsels alternatieve systemen voor kapitaalbescherming bestaan, en zo ja, of (elementen van) deze systemen kunnen worden ingevoerd in de Nederlandse vennootschapswetgeving, zonder dat het niveau van bescherming van crediteuren en aandeelhouders hierdoor terugloopt. Gebleken is dat de onderzochte rechtsstelsels van RMBCA, Delaware en Australië inderdaad alternatieve systemen voor kapitaalbescherming kennen. Verder is gebleken dat in de onderzochte rechtsstelsels invoering van deze alternatieve systemen veelal gepaard is gegaan met de afschaffing van de nominale waarde van aandelen. Wij willen er hier met nadruk op wijzen dat eventuele invoering in de Nederlandse vennootschapswetgeving van een alternatief systeem voor kapitaalbescherming niet noodzakelijkerwijs gepaard hoeft te gaan met de invoering van aandelen zonder nominale waarde. Het is echter wel het overwegen waard, te meer nu uit het onderzoek blijkt dat ‘NPV-shares’ en alternatieve systemen voor kapitaalbescherming fungeren als communicerende vaten. Om zo goed mogelijk te kunnen beoordelen of in Nederland moet worden overgegaan tot invoering van ‘NPV-shares’, zijn wij allereerst nagegaan welke functies de nominale waarde van aandelen in de huidige Nederlandse vennootschapswetgeving vervult. Vervolgens hebben wij onderzocht hoe deze functies in de onderzochte rechtsstelsels zijn ingevuld.

Allereerst is de nominale waarde van aandelen aanknopingspunt bij de vaststelling van de emissieprijs van aandelen en de op de aandelen te storten inbreng. Vergelijk art. 2:80/191 lid 1 BW: Bij het nemen van het aandeel moet daarop het nominale bedrag worden gestort alsmede, indien het aandeel voor een hoger bedrag wordt genomen, het verschil tussen die bedragen. De wijze waarop in de onderzochte rechtsstelsels de vaststelling van de emissieprijs van aandelen en de op de aandelen in te brengen vermogensbestanddelen is geregeld, is hiervoor reeds besproken in par. 2.1.3. en 2.1.4.

Verder is de nominale waarde van aandelen van belang bij het vaststellen van de grens voor het doen van diverse uitkeringen aan aandeelhouders. Vergelijk art. 2:98/207 lid 2, sub b BW: Volgestorte eigen aandelen mag de vennootschap slechts verkrijgen om niet of indien het nominale bedrag van de te verkrijgen en de reeds gehouden aandelen niet meer dan een tiende

(NV) of de helft (BV) van het geplaatste kapitaal bedraagt. Vergelijk eveneens het bepaalde in art. 2:105/216 lid 2 BW: voor het doen van uitkeringen aan aandeelhouders dient het eigen vermogen van de vennootschap groter te zijn dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de wettelijke en de statutaire reserves. De betekenis van de begrippen gestort en opgevraagd kapitaal is slechts met behulp van het begrip nominale waarde van aandelen te duiden. De grenzen die in de onderzochte rechtsstelsels worden gesteld aan het doen van uitkeringen aan aandeelhouders zijn hiervoor uitvoerig besproken in par. 2.2.1. tot en met par. 2.2.4.

Voorts is de nominale waarde in beginsel beslissend voor de aan een aandeel verbonden zeggenschaps- en winstrechten. Het stemrecht op aandelen is geregeld in art. 2:118/228 BW; het winstrecht in art. 2:105/216 BW. Uitgangspunt is dat iedere aandeelhouder ten minste een stem heeft. De stemrechtverdeling geschiedt naar evenredigheid. Indien de nominale waarde van de aandelen gelijk is wordt het stemrecht afgemeten aan het aandelenbezit; indien de nominale waarde van de aandelen verschillend is, wordt het stemrecht afgemeten aan de nominale waarde van de aandelen. Van deze regels kan in beperkte mate worden afgeweken. Uitgangspunt bij de winstverdeling is dat deze plaatsheeft naar evenredigheid van het door de aandeelhouder verplicht gestorte nominale bedrag van het aandeel. In de statuten kan hiervan worden afgeweken, mits een aandeelhouder niet wordt uitgesloten van winstdeling. Hierna zal in par. 3.2. worden besproken hoe de zeggenschaps- en winstrechten zijn geregeld in de onderzochte rechtsstelsels.

Ook heeft de nominale waarde van een aandeel invloed op het bepalen van de drempels voor de besluitvorming in de AVA; denk hierbij aan vereisten inzake meerderheid van stemmen en quorum. Vergelijk art. 2:99 lid 6 BW: Voor een besluit tot kapitaalvermindering is een meerderheid van ten minste twee derden der uitgebrachte stemmen vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal in de vergadering is vertegenwoordigd. Hierna wordt in par. 3.4. uiteengezet welke vereisten in de onderzochte rechtsstelsels gelden inzake stemmenmeerderheid en quorum. Ook zal kort aandacht worden besteed aan de besluitvorming buiten vergadering.

Ten slotte wordt de nominale waarde van een aandeel gebruikt als maatstaf teneinde te bepalen of een of meer aandeelhouders bepaalde vorderingen kunnen instellen dan wel bepaalde verzoeken kunnen doen. Vergelijk art. 2:110/220 lid 1 BW: een of meer houders van aandelen

die gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen, of een zoveel geringer bedrag als bij de statuten is bepaald, kunnen door de voorzieningenrechter van de rechtbank op hun verzoek worden gemachtigd tot de bijeenroeping van een AVA. Van belang is tevens het bepaalde in art. 2:346, sub b BW: een of meer houders van aandelen of van certificaten van aandelen, die alleen of gezamenlijk ten minste een tiende gedeelte van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen of rechthebbenden zijn op een bedrag van aandelen of certificaten daarvan tot een nominale waarde van €225 000 of zoveel minder als de statuten bepalen, zijn bevoegd tot het indienen van een enquêteverzoek. Aan de maatstaf die voor soortgelijke minderheidsrechten wordt gehanteerd in de onderzochte rechtsstelsels besteden wij hierna aandacht in par. 3.3.

Aan het slot van dit hoofdstuk worden in par. 3.5. enkele invoeringsaspecten van aandelen zonder nominale waarde behandeld.

3.2. Zeggenschaps- en winstrechten

§ 7.21 (a) RMBCA bepaalt dat aan ieder uitstaand aandeel een stemrecht toekomt, tenzij de statuten anders bepalen. Van het ‘one share, one vote’ beginsel wordt meestal in de statuten afgeweken. § 6.01 (c) RMBCA geeft een ruime mate van vrijheid bij de verdeling van zeggenschaps- en winstrechten over verschillende klassen van aandeelhouders. Zo is het mogelijk om aandelen met meervoudig, met bijzondere, voorwaardelijke of beperkte stemrechten uit te geven. ‘Non-voting shares’ zijn ook toegestaan. Ook is het mogelijk om aandelen uit te geven waaraan wel stemrechten, maar geen of beperkte winstrechten zijn verbonden. De belangrijkste grens aan de vrijheid van verdeling van zeggenschaps- en winstrechten is dat er altijd een of meer ‘classes’ van aandelen moeten uitstaan die samen ‘unlimited voting rights’ hebben en een of meer ‘classes’ van aandelen die samen recht hebben op het gehele liquidatieoverschot (zie § 6.01 (b) RMBCA).

Voor de rechten van houders van aandelen zonder stemrecht is van belang dat zij als afzonderlijke ‘class’ mogen stemmen over wijzigingen van de statuten waardoor hun belangen worden geraakt (zie § 7.26 en § 10.04 (d) RMBCA).

Het recht van Delaware gaat eveneens uit van het ‘one share, one vote’ beginsel (§ 212 DGCL). Er bestaat grote vrijheid om van dit wettelijk uitgangspunt in de ‘certificate of incorporation’ af te wijken (§ 151 DGCL). Zo kan onder meer worden bepaald dat:

- Aan een bepaalde soort aandelen slechts een beperkt stemrecht toekomt. In de praktijk is het niet ongebruikelijk dat aan houders van preferente aandelen slechts een stemrecht ten aanzien van bepaalde ingrijpende besluiten, zoals fusie en ontbinding van de vennootschap, wordt toegekend.
- Aan een bepaalde soort aandelen slechts een voorwaardelijk stemrecht toekomt dat wil zeggen dat het stemrecht afhankelijk wordt gesteld van bepaalde omstandigheden.
- Aan een bepaalde soort aandelen geen stemrecht toekomt ('non-voting shares').
- Aan een bepaalde soort aandelen een meervoudig stemrecht toekomt.

Ook voor wat betreft de winstrechten van aandeelhouders is uitgangspunt dat alle aandelen, ongeacht de soort waarvan deze deel uitmaken, gelijkelijk delen in de winst. Ook hier geldt dat in de 'certificate of incorporation' van dit wettelijk uitgangspunt kan worden afgeweken (§ 151 DGCL). Zo kan worden bepaald dat een bepaalde soort aandelen (preferente aandelen) voorrang heeft ten opzichte van de overige aandelen bij de uitkering van de winst of bij de uitkering van een liquidatieoverschot.

Naar Australisch recht geldt als hoofdregel dat bij een handopsteking ('show of hands') iedere aandeelhouder een stem heeft, en dat bij een stemming ('poll') iedere aandeelhouder een stem heeft voor elk aandeel dat hij houdt; s. 250E (1) CA2001. Het betreft een 'replaceable rule'; de vennootschap kan in haar statuten anders bepalen. De statuten kunnen aan bepaalde aandeelhouders 'weighted voting rights' of 'diminished voting rights' geven.

Voor 'public companies' bepaalt s. 254W (1) CA2001 dat aan elk aandeel van eenzelfde soort eenzelfde dividendrecht is verbonden; hiervan kan worden afgeweken bij de statuten of via een 'special resolution'. Voor 'proprietary companies' bevat s. 254W (2) CA2001 een 'replaceable rule' welke aan bestuurders toestaat "to pay dividend as they see fit". Dit is afhankelijk van de voorwaarden waaronder de aandelen zijn uitgegeven.

In veel vennootschappen zijn de aandelen verdeeld in 'classes'. 'Class rights' zijn geregeld in Part 2F.2 CA2001: s. 246B-246G CA2001. De verschillende soorten aandelen onderscheiden zich veelal van elkaar door verschillen in recht op dividend, preferentie betreffende de uitkering van dividend, stemrecht, preferentie betreffende de terugbetaling van kapitaal bij een ontbinding en preferentie betreffende de uitkering van een liquidatieoverschot bij ontbinding.

Dat een vennootschap verschillende soorten aandelen heeft uitgegeven met onderscheiden rechten moet duidelijk zijn aangegeven in haar statuten. Verder moet de 'application for registration' van de vennootschap bij ASIC de soort aandelen vermelden die de eerste aandeelhouders hebben genomen; s. 117 (2) (k) (i) CA2001. Ook moet de vennootschap een

kennisgeving deponeren bij ASIC waarin de bijzonderheden inzake de verdeling van aandelen in soorten worden vermeld, indien de aandelen voordien niet aldus waren verdeeld of indien de aandelen zijn omgeruild in aandelen van een andere soort; s. 246F (1) CA2001. Daarnaast moet een ‘public company’ een kopie neerleggen bij ASIC van elk document of besluit dat rechten verbindt, wijzigt of intrekt verbonden aan uitgegeven of niet-uitgegeven aandelen; s. 246F (3) CA2001. Ten slotte bepalen s. 254A (2) en 254G (2) CA2001 dat een vennootschap die preferente aandelen uitgeeft of gewone aandelen converteert in preferente aandelen in haar statuten uiteen moet zetten of anderszins via een ‘special resolution’ de rechten van houders van preferente aandelen moet goedkeuren met betrekking tot de volgende aspecten: terugbetaling van kapitaal; het meedelen in een liquidatieoverschot of overwinst; cumulatief of niet-cumulatief dividend; stemrecht; en voorrang ter zake van de betaling van kapitaal en dividend in verhouding tot andere aandelen of andere soorten van preferente aandelen.

De meest voorkomende soorten aandelen zijn ‘ordinary shares’ en ‘preference shares’.²⁶ Houders van preferente aandelen hebben vaak een beperkt stemrecht. Zij kunnen hun stemrecht bijvoorbeeld alleen uitoefenen gedurende de periode waarin er sprake is van achterstallige dividendrechten, of alleen ten aanzien van bepaalde besluiten, zoals een kapitaalvermindering of ontbinding van de vennootschap. Preferente aandelen geven daarentegen veelal recht op dividend voordat enige uitkering aan de houders van gewone aandelen is gedaan. Dit betreft meestal een vast percentage van de uitgifteprijs van de aandelen. Gewoonlijk hebben houders van preferente aandelen ook voorrang op terugbetaling van het door hen ingebrachte kapitaal bij ontbinding van de vennootschap. De dividend aanspraken van gewone aandeelhouders worden gewoonlijk niet uitgedrukt in een vast percentage van de uitgifteprijs van hun aandelen. Gewone aandeelhouders ontvangen dividend, indien de vennootschap nog beschikt over extra winst (overwinst) nadat de preferente aandeelhouders zijn betaald.

Een andere soort aandelen betreft de ‘deferred shares’ of ‘founder’s shares’. De houders van deze aandelen hebben slechts recht op dividend indien een voorgeschreven bedrag is uitgekeerd aan de gewone aandeelhouders. De verhouding tussen ‘deferred shares’ en gewone aandelen is dezelfde als die tussen preferente aandelen en gewone aandelen.

3.3. *Minderheidsrechten*

²⁶ ‘Preference shares’ kunnen vervolgens weer worden onderverdeeld in ‘participating’ en ‘non-participating preference shares’ respectievelijk ‘cumulative’ of ‘non-cumulative preference shares’.

In het hiernavolgende worden per rechtsstelsel de voor aandeelhouders geldende minderheidsrechten weergegeven alsmede de voor een beroep op die rechten geldende drempels.

MBCA

Bijeenroeping AVA. De drempel voor het bijeenroepen van een buitengewone vergadering van aandeelhouders bedraagt op grond van § 7.02 RMBCA 10% van alle stemmen die met betrekking tot de op die vergadering aan de orde te stellen kwestie mogen worden uitgebracht. Deze drempel kan in de statuten worden verlaagd of verhoogd, zij het dat zij niet meer mag bedragen dan 25% van alle stemmen die mogen worden uitgebracht met betrekking tot enige aan de orde gestelde kwestie.

Members' right to inspect books. Op grond van § 16.02 RMBCA kan iedere aandeelhouder de vennootschap schriftelijk verzoeken om inzage in de in § 16.01 (e) RMBCA genoemde boeken en bescheiden van de vennootschap. Het gaat hier onder meer om de 'articles of association', de 'by-laws', bestuursbesluiten waarbij 'classes' van aandelen in het leven zijn geroepen, de notulen van de in de afgelopen drie jaar gehouden aandeelhoudersvergaderingen en alle schriftelijke mededelingen aan aandeelhouders over de afgelopen drie jaar inclusief de op grond van § 16.20 RMBCA ter beschikking gestelde financiële verslagen.

Derivative suit. Via de 'derivative suit' kunnen aandeelhouders bereiken dat een aansprakelijkheidsvordering wordt ingesteld tegen bestuurders die hun 'fiduciary duties' hebben geschonden. Iedere individuele aandeelhouder is op grond van § 7.42 RMBCA bevoegd om een vordering in naam van de vennootschap in te stellen.

Judicial dissolution. In geval van een patstelling in de besluitvorming op bestuurs- dan wel aandeelhoudersniveau, in geval van "illegal, oppressive or fraudulent" gedrag van de bestuurders of zeggenschapshouders, dan wel in geval van "misapplication of waste of corporate assets" kan iedere aandeelhouder op grond van § 14.30 RMBCA de rechter verzoeken om de vennootschap te ontbinden.

Appraisal Rights. 'Appraisal rights' geven aan 'dissenting' aandeelhouders in bepaalde gevallen het recht om te worden uitgekocht tegen betaling van de 'fair value' van hun aandelen. Voor een beroep op de 'appraisal rights' moet aan twee voorwaarden zijn voldaan:

“(1) the action makes a fundamental change in the affected shares; and (2) uncertainty exists concerning the fair value of the affected shares that may cause reasonable persons to differ about the fairness of the corporate action.” In the RMBCA is dit aldus uitgewerkt dat aandeelhouders in ‘non-public companies’ een beroep op de ‘appraisal rights’ kunnen doen in geval van fusie, verkoop van activa of een aandelenruil.

Delaware

Members’ right to inspect books. Iedere aandeelhouder kan de vennootschap schriftelijk verzoeken om inzage in het aandeelhoudersregister en andere ‘books and records’ (§ 220 (b) DGCL). Wijst de vennootschap het verzoek af of reageert zij niet binnen vijf werkdagen, dan kan de aandeelhouder zich richten tot de Court of Chancery ter verkrijging van een ‘order’ om inzage af te dwingen. Hiertoe dient de aandeelhouder aan te tonen dat (i) hij aandeelhouder is, (ii) voldaan is aan het in § 220 DGCL bepaalde omtrent vorm en wijze waarop het verzoek dient te worden gedaan, (iii) de inzage een behoorlijk doel (‘proper purpose’) dient (§ 220 (c) DGCL).

Derivative suit. Aandeelhouders hebben de mogelijkheid om een aan de vennootschap toekomend vorderingsrecht geldend te maken, indien het bestuur van de vennootschap nalaat zulks te doen. De aandeelhouder stelt de rechtsoverdracht in op eigen naam maar ten behoeve van de vennootschap, zodat de eventuele opbrengst ervan vloeit in het vennootschapsvermogen.

Appraisal rights bij fusie. Goedkeuringsbesluiten ten aanzien van fusie kunnen worden genomen met de daarvoor in de wet aangegeven meerderheid van stemmen van de aandeelhouders. Aandeelhouders hebben echter zogenoemde ‘appraisal rights’. Hiermee kunnen de aandeelhouders die tegen de fusie hebben gestemd afdwingen dat de vennootschap de ‘fair value’ van de door hen gehouden aandelen betaalt; § 262 DGCL.

Benoeming ‘receiver’. Is de vennootschap insolvent dan kan een aandeelhouder ingevolge § 291 DGCL de ‘Court of Chancery’ verzoeken om een ‘receiver’ te benoemen.

Australië

Verzoeken om een stemming. Het stemmen op een AVA vindt plaats via handopsteken (‘show of hands’) of via een stemming (‘poll’); vergelijk de ‘replaceable rule’ in s. 250J CA2001. Bij

nagenoeg elk type besluit kan om een stemming worden verzocht. Hiertoe bevoegd zijn ten minste vijf stemgerechtigde aandeelhouders, of aandeelhouders die ten minste 5% van de stemmen kunnen uitbrengen met betrekking tot het voorgenomen besluit, of de voorzitter van de AVA; s. 250L CA2001.

Bijeenroeping AVA. Het verzoek tot het houden van een AVA moet worden gedaan door de houders van ten minste 5% van de aandelen met stemrecht dan wel door ten minste 100 aandeelhouders²⁷; s. 249D (1) CA2001. Het verzoek moet worden ondertekend door alle aandeelhouders die het indienen, en moet alle besluiten bevatten die op deze AVA worden voorgesteld; s. 249D (2) CA2001. De bestuurders moeten binnen een termijn van 21 dagen nadat het verzoek aan de vennootschap is gericht een AVA bijeenroepen; de AVA moet worden gehouden binnen twee maanden na de indiening van het verzoek, aldus s. 249 (5) CA2001. Indien de bestuurders er niet in slagen binnen de hiervoor genoemde termijn van 21 dagen een AVA bijeen te roepen, zijn de aandeelhouders die meer dan 50% van de stemmen hebben van degenen die het verzoek hebben gedaan bevoegd een AVA bijeen te roepen; s. 249E (1) CA2001. Een dergelijke AVA dient binnen een termijn van drie maanden na het verzoek daartoe plaats te vinden. De kosten verbonden aan het houden van de AVA zijn voor rekening van de vennootschap.

Houders van ten minste 5% van de aandelen met stemrecht kunnen ook zonder een voorafgaand verzoek daartoe aan het bestuur een AVA bijeenroepen; s. 249F CA2001. Hiervan wordt slechts zelden gebruik gemaakt, omdat de kosten van deze AVA moeten worden gedragen door de aandeelhouders die de AVA hebben bijeengeroepen.

Ten slotte kan de rechter worden verzocht om een AVA bijeen te roepen “where it is impracticable to call a meeting in any other way”; s. 249G CA2001. Dit verzoek kan worden gedaan door een bestuurder, maar ook door elke houder van een aandeel met stemrecht.

Members’ right to inspect books. Een aandeelhouder kan door het bestuur worden gemachtigd tot het inzien van de boekhouding; ook kan een aandeelhouder daartoe worden gemachtigd bij AVA-besluit. S. 247D CA2001 bevat hiertoe een ‘replaceable rule’. Daarnaast kan een aandeelhouder op basis van een rechterlijke uitspraak gerechtigd zijn tot het inspecteren van de administratie van de vennootschap. De rechter doet deze uitspraak slechts, aldus s. 247A (1)

²⁷ Er ligt een voorstel tot afschaffing van de 100 aandeelhouders-regel, omdat deze geen rekening houdt met de grootte van de vennootschap en daarom disproportionele bevoegdheden geeft aan een klein groepje aandeelhouders. Vgl. Proposed Corporations Amendment Bill (No. 2) 2005.

CA2001, indien deze “is satisfied that the applicant is acting in good faith and that the inspection is to be made for a proper purpose.”

Agenderingsrecht. Houders van ten minste 5% van de aandelen met stemrecht of minste 100 aandeelhouders kunnen het agenderingsrecht uitoefenen; s. 249N CA2001.

Unfair or oppressive conduct. Het Australische vennootschapsrecht kent verschillende rechtsmiddelen teneinde de belangen van de vennootschap en haar aandeelhouders te beschermen, indien de meerderheid ‘unfairly or oppressively’ handelt. Het betreft o.a. de procedure van s. 232 CA2001. Kern is dat het moet gaan om “the conduct of a company’s affairs; or an actual or proposed act or omission by or on behalf of a company; or a resolution, or a proposed resolution, of members or a class of members of a company”. Bewezen moet worden dat het gedrag, de handeling of het besluit is (i) “contrary to the interests of the members as a whole; or (ii) oppressive to, unfairly prejudicial to, or unfairly discriminatory against, a member or members whether in that capacity or in any other capacity.” Eén aandeelhouder kan de procedure starten; s. 234 CA2001.

Een ander rechtsmiddel betreft de ‘derivative action’. Om de aard van de procedure beter weer te geven wordt gesproken van ‘proceedings on behalf of the company’. S. 236 (1) (a) CA2001 bepaalt dat “a member, former member, or person entitled to be registered as a member, of the company or of a related body corporate; or an officer or former officer of the company” een ‘derivative action’ kunnen starten.

Verder kunnen aandeelhouders onder omstandigheden de rechter verzoeken om een ‘s. 1324-injunction’. Op basis van het bepaalde in s. 1324 (1) CA2001 heeft de rechter een discretionaire bevoegdheid tot het uitvaardigen van een bevel teneinde te voorkomen dat in strijd met het bepaalde in de CA2001 wordt gehandeld. Een handelen in strijd met de statuten van de vennootschap of met een ‘replaceable rule’ wordt hieronder niet begrepen. Alleen ASIC en degene wiens belangen zijn benadeeld kunnen de rechter verzoeken om een s. 1324-injunction. Indien bestuurders van de vennootschap handelen in strijd met hun door Ch. 2D CA2001 opgelegde verplichtingen, komt aandeelhouders deze bevoegdheid toe. S. 1324 (1A) CA2001 bepaalt in welke gevallen een overtreding van de CA2001 geacht wordt de belangen van crediteuren en aandeelhouders te benadelen. Het is in deze gevallen aan de vennootschap om te bewijzen dat het bepaalde in CA2001 niet is overtreden; s. 1324 (1B) CA2001.

3.4. *Stemmenmeerderheid en quorumvereisten*

3.4.1. *Stemmenmeerderheid*

Onder de RMBCA is de ‘default rule’ met betrekking tot de voor besluitvorming vereiste stemmenmeerderheid dat een besluit is aangenomen als het aantal (met betrekking tot het voorgestelde besluit stemgerechtigde) voorstemmers (van een ‘class’) op de vergadering het aantal tegenstemmers (van die ‘class’) overtreft (§ 7.25 (c) RMBCA). Bij de statuten kan van dit uitgangspunt worden afgeweken.

De DGCL maakt voor wat betreft de voor het nemen van aandeelhoudersbesluiten vereiste stemmenmeerderheid een onderscheid tussen (i) aandeelhoudersbesluiten die wettelijk zijn voorgeschreven en (ii) overige aandeelhoudersbesluiten. Ten aanzien van aandeelhoudersbesluiten tot wijziging van de ‘certificate of incorporation’, goedkeuring van fusie of omzetting, verkoop van nagenoeg alle activa van de vennootschap en ontbinding van de vennootschap is de goedkeurende stem vereist van de meerderheid van de uitstaande aandelen waarvoor stemrecht ter zake van het desbetreffende onderwerp kan worden uitgeoefend. Voor de benoeming van bestuurders volstaat evenwel een meerderheid van stemmen van de aandelen die zijn vertegenwoordigd op de AVA en die stemgerechtigd zijn ten aanzien van de benoeming van bestuurders. In de ‘certificate of incorporation’ mag een hogere stemmenmeerderheid worden afgesproken (§ 102 (b) (4) DGCL).

Voor de categorie overige aandeelhoudersbesluiten geldt dat een goedkeurende stem is vereist van de meerderheid van de aandelen die zijn vertegenwoordigd op de AVA en waaraan stemrecht ter zake van het desbetreffende onderwerp toekomt (§ 216 DGCL). In de ‘certificate of incorporation’ of in ‘by-laws’ kan hiervan echter worden afgeweken en kan de vereiste stemmenmeerderheid naar boven of naar beneden worden bijgesteld.

In Australië wordt onderscheid gemaakt tussen ‘ordinary’ en ‘special resolutions’. Voor een ‘ordinary resolution’ is een gewone meerderheid van stemmen van degenen die aanwezig zijn op de AVA voldoende (“Ordinary resolutions are passed by a majority of members who are present and voting at the particular meeting.”). Dit is anders bij ‘special resolutions’. Het betreft dan de besluitvorming rond belangrijker zaken, zoals de wijziging of intrekking van de statuten; s. 136 (2) CA2001, of een besluit tot kapitaalvermindering, de zg. ‘selective reduction’; s. 256C (2) CA2001. Daarnaast kan in de statuten van een vennootschap worden bepaald dat een bepaald besluit moet worden genomen via de procedure van een ‘special

resolution'. Vereist is dat het voornemen tot het nemen van een 'special resolution' wordt bekend gemaakt evenals de inhoud ervan; s. 249L (c) CA2001. Het besluit is genomen, indien ten minste 75% van de stemmen van de aandeelhouders die bevoegd zijn te stemmen voor het desbetreffende besluit is uitgebracht; s. 9 CA2001.

3.4.2. Quorum

§ 7.25 (a) RMBCA bepaalt dat een meerderheid van de stemmen op de aandelen van een 'class' die met betrekking tot een bepaalde kwestie stemgerechtigd is op de AVA vertegenwoordigd moet zijn, tenzij wet of statuten anders bepalen. De RMBCA bevat geen ondergrens en geen bovengrens waaraan een statutaire afwijking van de 'default rule' van § 7.25 (a) RMBCA moet voldoen. Voor het geval van wijziging van een quorumvereiste dat strenger is dan het meerderheidvereiste van de 'default rule' geldt op grond van § 7.27 (b) RMBCA dat eenzelfde quorum vereist is als het in de te wijziging bepaling wordt genoemd.

Ingevolge § 216 (1) DGCL wordt het quorum om tijdens de aandeelhoudersvergadering besluiten te nemen in beginsel gesteld op de meerderheid van het aantal uitstaande aandelen waarvoor stemrecht kan worden uitgeoefend. Voor de mogelijkheid om in de 'certificate of incorporation' of in 'by-laws' af te wijken van dit quorum dient een onderscheid te worden gemaakt tussen (i) vennootschappelijke handelingen waarvoor de wet een aandeelhoudersbesluit verlangt en (ii) overige aandeelhoudersbesluiten. Voor vennootschappelijke handelingen waarvoor de wet een aandeelhoudersbesluit voorschrijft, zoals de goedkeuring van een fusie of omzetting dan wel de ontbinding van de vennootschap, geldt dat het quorum slechts naar boven kan worden bijgesteld. Bovendien kan zulks slechts geschieden in de 'certificate of incorporation' (§ 102 (b) (4) DGCL). Voor overige aandeelhoudersbesluiten bestaat een ruimere mogelijkheid om af te wijken van het in § 216 (1) DGCL genoemde quorum van de "meerderheid van het aantal uitstaande aandelen waarvoor stemrecht kan worden uitgeoefend". In de 'certificate of incorporation', maar ook in de 'by-laws' kan niet alleen een hoger quorum maar ook een lager quorum worden opgenomen. Het quorum mag echter niet lager worden gesteld dan op eenderde van het aantal aandelen waarvoor stemrecht kan worden uitgeoefend (§ 216 DGCL).

Naar Australisch recht bestaat het voor een AVA vereiste quorum in beginsel uit twee aandeelhouders.²⁸ S. 249T CA2001 bevat ter zake een ‘replaceable rule’. In de statuten van een vennootschap kan een ander quorumvereiste zijn opgenomen.

3.4.3. Besluitvorming buiten vergadering

De RMBCA voorziet in de mogelijkheid van besluitvorming buiten vergadering. Voor een geldig besluit buiten vergadering is vereist dat alle aandeelhouders die stemrecht hebben met betrekking tot het voorgenomen besluit in kwestie met het voorstel instemmen (‘unanimous consent’; § 7.04 (a) RMBCA).

§ 228 DGCL bepaalt dat aandeelhouders ook buiten vergadering besluiten kunnen nemen, tenzij de ‘certificate of incorporation’ anders bepaalt. Niet vereist is dat alle aandeelhouders instemmen met het voorgenomen besluit. Voldoende is dat blijkt van de schriftelijke instemming van aandeelhouders aan wie tezamen ten minste dat aantal stemmen toekomt als zou zijn vereist voor het nemen van het desbetreffende besluit tijdens een AVA waarin het gehele stemgerechtigde aandelenkapitaal aanwezig is en stemt.

Naar Australisch recht kan een ‘proprietary company’ met meer dan een aandeelhouder een besluit nemen zonder dat een AVA bijeen hoeft te komen, indien alle stemgerechtigde aandeelhouders een document ondertekenen waarin zij verklaren dat zij voor het besluit zijn; s. 249A (2) CA2001. Dit wordt een ‘circulating resolution’ genoemd.

3.5. Invoeringsaspecten aandelen zonder nominale waarde

3.5.1. Invoering systeem van NPV-shares

In respectievelijk 1980 en 1917 is in de RMBCA en de DGCL de mogelijkheid ingevoerd om ‘NPV-shares’ uit te geven. Meer recentelijk, in 1998, is in Australië de nominale waarde van aandelen afgeschaft. Deze afschaffing van de nominale waarde van aandelen was dwingend. Vennootschappen hebben niet de keuze aandelen met of zonder nominale waarde uit te geven. De reden hiervoor: “... because a system that permitted both par value and no par value shares would unnecessarily complicate the Law and its administration.”²⁹

²⁸ Voor eenpersoonsvennootschappen geldt een afwijkende regeling; s. 249B CA2001.

²⁹ Vgl. Company Law Review Bill 1997, Explanatory memorandum, nr. 315; te vinden via <http://scaleplus.law.gov.au/html/ems/0/1997/0/97246em.htm>

In Australië zijn de volgende overgangsmaatregelen genomen in verband met de invoering van aandelen zonder nominale waarde.³⁰

- Duidelijk moest zijn dat de afschaffing van de nominale waarde betrekking had op alle aandelen, zowel de nieuw uit te geven aandelen als de vóór 1 juli 1998 uitgegeven aandelen; s. 1444 Corporations Law: “Section 254C of the new Law applies to shares issued before commencement as well as shares issued after commencement.”
- Er moest voor wat betreft de al uitgegeven aandelen duidelijk worden gemaakt wat onder het op een aandeel gestorte bedrag wordt verstaan; s. 1445 Corporations Law. Bepaald is dat de agio hier niet onder valt.
- Bedragen die voordien waren opgenomen in de ‘share premium account’ (agioreserve) of in de ‘capital redemption reserve’³¹ werden op 1 juli 1998 van rechtswege overgeheveld naar de ‘share capital account’. In deze ‘share capital account’ komen alle bedragen die op de door de vennootschap uitgegeven aandelen zijn gestort samen (“The share capital account becomes the general pool of funds representing the total consideration paid for all of the shares a company has issued”); s. 1446 Corporations Law.
- Nu het begrip agio niet langer bestond, moest duidelijk worden gemaakt voor welke doeleinden een vennootschap een in het verleden opgebouwde agioreserve mag aanwenden; s. 1447 Corporations Law.
- Duidelijk moest zijn dat de invoering van aandelen zonder nominale waarde geen invloed had op de aansprakelijkheid van aandeelhouders voor opgevraagde maar nog niet verrichte stortingen op aandelen; s. 1448 Corporations Law.
- Verzekerd moest worden dat bestaande overeenkomsten, waarin naar de nominale waarde van aandelen werd verwezen, hun rechtsgeldigheid behielden; s. 1449 Corporations Law.

3.5.2. Specifieke problemen inzake NPV-shares

Uit het onderzoek is niet gebleken dat de invoering van ‘NPV-shares’ in de drie rechtsstelsels heeft geleid tot specifieke problemen.

³⁰ De overgangsmaatregelen zijn opgenomen in de Corporations Law, date 29-07-2001, Division 10A – Changes resulting from Schedule 5 to the Company Law Review Act 1998; te vinden via <http://scaleplus.law.gov.au/html/histact/10/5208/top.htm>.

³¹ Een ‘aflossingsreserve’ te vormen in geval een vennootschap met behulp van de voor uitkering vatbare winst aflosbare aandelen aflost; vgl. art. 38 tweede EEG-richtlijn.

3.5.3. Conversie van PV-shares in NPV-shares en omgekeerd

Onder het recht van Delaware is het mogelijk dat een vennootschap tegelijkertijd zowel aandelen met als aandelen zonder nominale waarde heeft uitstaan. De DGLC bevat regels ter zake van de conversie van ‘PV-shares’ in ‘NPV-shares’ en omgekeerd.

Conversie PV-shares in NPV-shares. In de ‘certificate of incorporation’ kan zijn bepaald dat ‘PV-shares’ op verzoek van de aandeelhouder en/of de vennootschap kunnen worden geconverteerd in ‘NPV-shares’ (§ 102 (a)(4), § 151 (a) en (e) DGCL). De conversiekoers alsmede de toepasselijke voorwaarden dienen in dat geval te zijn vermeld in de ‘certificate of incorporation’. Het zal dus afhangen van de inhoud van de ‘certificate of incorporation’ of, en onder welke voorwaarden, een conversie van ‘PV-shares’ in ‘NPV-shares’ mogelijk is.

Daarnaast kan ook door middel van een wijziging van de ‘certificate of incorporation’ worden bewerkstelligd dat ‘PV-shares’ geconverteerd worden in ‘NPV-shares’ (§ 242 (a) DGCL). Dit wordt ook wel ‘reclassification of outstanding shares’ genoemd. Het initiatief om tot een dergelijke ‘reclassification’ over te gaan ligt bij het bestuur. Het bestuur dient zijn voorstel tot wijziging van de ‘certificate of incorporation’ welke een ‘reclassification’ behelst, voor te leggen aan de AVA alsmede aan de houders van aandelen van de soort waarop de conversie ziet (§ 242(b) DGCL). Indien zowel de AVA als de houders van aandelen van de soort waarop de conversie ziet met de daarvoor vereiste meerderheid instemmen met het voorstel tot wijziging van de ‘certificate of incorporation’, kan de wijziging worden geëffectueerd (§ 242 (b) (1) en § 103 DGCL).

Van belang is dat een conversie van ‘PV-shares’ in ‘NPV-shares’ niet automatisch leidt tot een kapitaalvermindering. Hiertoe is een bestuursbesluit vereist. Het bestuur kan het ‘capital’ dat gerelateerd is aan de geconverteerde aandelen dan wel het ‘capital’ dat niet gerelateerd is aan een bepaalde soort aandelen slechts verminderen “to the extent that such capital exceeds the total aggregate par value or the stated capital of any previously unissued shares issuable upon such conversion or exchange”. Een andere voorwaarde is dat de vennootschap ook na de kapitaalvermindering over voldoende activa beschikt om haar schulden te kunnen voldoen.

Conversie NPV-shares in PV-shares. Voor wat betreft de conversie van ‘NPV-shares’ in ‘PV-shares’ verwijzen wij naar hetgeen hiervoor over conversie is opgemerkt. De DGCL bevat geen regeling inzake de wijze waarop de nominale waarde van een aandeel in een dergelijk geval dient te worden berekend. De conversie van ‘NPV-shares’ in ‘PV-shares’ kan ertoe

leiden dat het 'capital' van de vennootschap dient te worden verhoogd. Het 'capital' van de vennootschap dient immers ten minste gelijk te zijn aan het bedrag van de gezamenlijke nominale waarde van de uitstaande aandelen met nominale waarde.

4. Conclusies en aanbevelingen

4.1. Conclusies

4.1.1. Conclusies betreffende inbreng

Minimuminbreng. De drie rechtsstelsels schrijven geen minimumstortingsplicht op aandelen voor. Ook geldt er geen minimumvereiste voor wat betreft de hoogte van het geplaatste en/of gestorte kapitaal. Het wordt aan de oprichters van de vennootschap overgelaten de hoogte van het bedrag van het eigen vermogen bij oprichting te bepalen. Indien blijkt dat de vennootschap onvoldoende gefinancierd is, kan hiertegen repressief worden opgetreden. De bestuurder die overgaat tot het doen van uitkeringen terwijl de vennootschap zich in een precaire financiële situatie bevindt loopt aansprakelijkheidsrisico's (par. 2.1.2.).

Bevoegdheid tot emissie. Het uitgangspunt bij de drie onderzochte rechtsstelsels is dat het bestuur het tot emissie bevoegde orgaan is. Onder de RMBCA geldt dat de statuten van deze hoofdregel kunnen afwijken.

Voor een goed begrip van het Australische recht is van belang dat het bestuur op grond van het bepaalde in s. 198A CA2001 zeer ruime bevoegdheden heeft. De wettelijke bepaling inzake de verhouding tussen de bevoegdheden van de AVA en het bestuur is tegengesteld aan de Nederlandse bepaling. Art. 2:107/217 BW bepaalt dat aan de AVA behoort, binnen de door de wet en de statuten gestelde grenzen, alle bevoegdheid, die niet aan het bestuur of aan anderen is toegekend. S. 198A CA2001 daarentegen bepaalt: "The directors may exercise all the powers of the company except any powers that this Act or the company's constitution (if any) requires the company to exercise in general meeting." Het gevolg hiervan is dat het bestuur bevoegd is tot de uitgifte van aandelen, tenzij de wet anders bepaalt. Dat doet de CA2001 in slechts enkele gevallen, bijvoorbeeld indien er sprake is van een 'variation of class rights' of wanneer de uitgifte noodzaakt tot een statutenwijziging. Naar Nederlands recht is het uitgangspunt dat de AVA bevoegd is tot uitgifte van aandelen; de AVA kan deze bevoegdheid via een besluit of de statuten delegeren aan het bestuur (art. 2:96/206 BW) (par. 2.1.3.1.).

Maximumaantal uit te geven aandelen. Er is een verschil tussen de drie rechtsstelsels voor wat betreft het stellen van een bovengrens aan het aantal door het bestuur uit te geven aandelen. In

de Australische wetgeving is in 1998 de verplichting om in de statuten van de vennootschap het bedrag van het 'authorised share capital' te bepalen waarboven een besluit tot emissie van aandelen nietig is geschrapt. Het staat een vennootschap echter vrij in haar statuten te bepalen dat de bestuurders geen aandelen mogen uitgeven boven een bepaalde vastgestelde grens. Daarentegen moet naar het recht van Delaware in het 'certificate of incorporation' per soort aandelen zijn aangegeven hoeveel aandelen de vennootschap maximaal kan uitgeven (§ 102 (a) (4) en § 151 DGCL). Ook volgens de RMBCA moeten de statuten aangeven hoeveel aandelen van elke soort de vennootschap maximaal kan uitgeven (§ 2.02 (a) en § 6.01 (a) RMBCA) (par. 2.1.3.2.).

Vaststelling uitgifteprijs. Het bestuur is in de drie onderzochte rechtsstelsels niet alleen bevoegd tot uitgifte van aandelen, maar tevens tot vaststelling van de uitgifteprijs van de aandelen. Onder de RMBCA en in Delaware kan in de statuten van deze hoofdregel worden afgeweken. De bestuurders dienen een redelijke uitgifteprijs vast te stellen. Indien zij de uitgifteprijs op een te laag niveau vaststellen handelen de bestuurders in strijd met hun 'fiduciary duties' en lopen zij dientengevolge aansprakelijkheidsrisico's (par. 2.1.3.3.).

Deze regeling verschilt niet principieel van de Nederlandse. Indien naar Nederlands recht het bestuur bevoegd is tot uitgifte van aandelen, stelt het tevens de nominale waarde van de uit te geven aandelen vast en een eventueel agio. Dit is vergelijkbaar met de vaststelling van de uitgifteprijs voor de aandelen.

Uitstel van storting. Het bestuur kan in alle drie rechtsstelsels bij de uitgifte van aandelen uitstel van volledige storting van het overeengekomen bedrag toestaan. Naar het recht van Delaware en Australië moet op eventuele aandeelbewijzen worden vermeld welk bedrag nog niet op het desbetreffende aandeel is gestort. Ook moet dit gegeven blijken uit de administratie van de vennootschap (Delaware: 'books and records'; Australië: 'company's share register'). Voor Australië geldt daarenboven dat de vennootschap dit gegeven moet vermelden in de aanmelding ter registratie bij ASIC. In de RMBCA is het niet volgestort zijn van aandelen geen onderwerp van nadere regeling (par. 2.1.3.5.).

Voorkeursrecht bij emissie. In Delaware en onder de RMBCA geldt als uitgangspunt dat bestaande aandeelhouders geen voorkeursrecht hebben bij de uitgifte van nieuwe aandelen. In de statuten kan echter anders worden bepaald. De situatie in Australië is enigszins anders. Voor de 'public company' geldt het hiervoor opgemerkte. Voor de 'proprietary company'

daarentegen geldt als hoofdregel dat bestaande aandeelhouders een voorkeursrecht hebben bij de uitgifte van aandelen van dezelfde soort als die zij houden. In de statuten kan echter anders worden bepaald. Ook kan de AVA bij een specifieke uitgifte van aandelen het bestuur machtigen het voorkeursrecht buiten toepassing te laten (par. 2.1.3.6.).

In te brengen bestanddelen. Onder het recht van de RMBCA en in Delaware gelden in beginsel geen beperkingen voor de vorm van de inbreng in natura. Onder de RMBCA betekent een keuze voor de inbreng van een recht op het verrichten van werk of diensten wel dat dit consequenties kan hebben voor wat betreft de overdraagbaarheid van de desbetreffende aandelen en het hierop te ontvangen dividend. In Australië dient een inbreng ‘money’s worth’ te vertegenwoordigen. Een inbreng van te verrichten werk of diensten voldoet aan dit vereiste (par. 2.1.4.1.).

Waardering van de inbreng. In de drie onderzochte rechtsstelsels is niet voorgeschreven dat een inbreng in natura door een onafhankelijke deskundige gewaardeerd moet worden. Het is de taak van de bestuurders van de vennootschap te bepalen dat de waarde van de inbreng ‘adequate’ is. Opvallend is dat in Delaware en onder de RMBCA de door de bestuurders aan een inbreng in natura toegekende waarde beslissend is tenzij er sprake is van ‘fraud’, terwijl in Australië de bestuurders zich bij overwaardering schuldig kunnen maken aan ‘breach of their fiduciary duties’ en daarvoor aansprakelijk kunnen worden gesteld. Op het eerste gezicht zou hieruit kunnen worden afgeleid dat de bestuurders in Australië eerder aansprakelijk zijn. Uit de jurisprudentie ter zake blijkt echter van een zeer grote vrijheid voor de bestuurders inzake de waardering van de inbreng. Slechts in de gevallen dat een vennootschap aandelen uitgeeft aan haar bestuurder tegen inbreng in natura en deze laatste de inbreng overwaardeert is sprake van een ‘breach of his fiduciary duties’ (‘duty to avoid conflicts of interests’). Het betreft hier derhalve tegenstrijdig belang-situaties (par. 2.1.4.2. en 2.1.4.3.).

4.1.2. Conclusies betreffende uitkeringen aan aandeelhouders

Bevoegd orgaan. In alle drie onderzochte rechtsstelsels is het bestuur het tot uitkering bevoegde orgaan. In Australië kan van deze hoofdregel in de statuten worden afgeweken (par. 2.2.1.1.).

Maatstaven voor de diverse uitkeringen. De RMBCA stelt eenzelfde grens aan het doen van de diverse uitkeringen aan aandeelhouders. Hierdoor is sprake van een consistente regeling. Dit is anders in Delaware en Australië. In Delaware geldt als uitgangspunt dat het bestuur slechts bevoegd is tot het doen van dividenduitkeringen indien en voor zover er sprake is van een 'surplus'. Dit uitgangspunt geldt weliswaar ook ingeval de vennootschap eigen aandelen inkoopt, alleen wordt hierop een tweetal uitzonderingen toegestaan. In Australië daarentegen is de wettelijke maatstaf bij het doen van dividenduitkeringen dat de vennootschap dient te beschikken over voldoende 'profits', terwijl de wet bij inkoop, financiële steunverlening en uitkeringen in het kader van een kapitaalvermindering een liquiditeitstest voorschrijft. In de praktijk geldt vanwege de aanvullende werking van de 'insolvent trading'-bepaling ook bij het doen van dividenduitkeringen een liquiditeitstest (par. 2.2.1.2.; 2.2.2.2.; 2.2.3.2. en 2.2.4.1.).

Maatstaf voor uitkering van dividend. De in acht te nemen maatstaf voor het doen van een uitkering van dividend verschilt per onderzocht rechtsstelsel. Onder de RMBCA geldt een dubbele toets. Het betreft een combinatie van een liquiditeitstest en een variant op de balanstest. Deze variant houdt in dat de vennootschap een zekere buffer ten behoeve van de houders van aandelen met een preferentie ter zake van het liquidatieoverschot dient te handhaven. Met crediteurenbescherming heeft dit laatste dus weinig van doen.

In Delaware geldt als uitgangspunt dat het bestuur slechts bevoegd is tot het doen van dividenduitkeringen indien en voor zover er sprake is van een 'surplus'. Indien een vennootschap 'NPV-shares' heeft uitgegeven, is sprake van een 'surplus' indien het eigen vermogen van de vennootschap positief is ('bare net assets'-test). Heeft de vennootschap 'PV-shares' uitgegeven, dan dient het eigen vermogen van de vennootschap daarenboven groter te zijn dan het 'capital' ('enhanced assets'-test). Dit geldt eveneens indien de vennootschap 'NPV-shares' heeft uitgegeven, en het bestuur een deel van de inbreng op aandelen als 'capital' heeft aangemerkt. Het bedrag van het 'capital' is de buffer die niet mag worden aangetast door het doen van dividenduitkeringen. Op dit uitgangspunt dat een vennootschap slechts uitkeringen mag doen indien en voor zover er sprake is van een 'surplus' geldt een uitzondering: de 'nimble dividends'-bepaling. Deze houdt in dat bij afwezigheid van een 'surplus' de vennootschap desondanks dividend mag uitkeren voor zover de vennootschap in het boekjaar waarin het dividend wordt vastgesteld of in het daaraan voorafgaande boekjaar netto winst heeft behaald. Dit brengt mee dat verliezen geleden in een voorafgaand boekjaar niet eerst behoeven te worden aangezuiverd alvorens de vennootschap dividend mag uitkeren. Vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming verdient een dergelijke regeling niet de

voorkeur. De boekjaren dienen als een geheel te worden beschouwd, zodat eerder geleden verliezen dienen te worden goedge maakt alvorens tot het doen van dividenduitkeringen wordt overgegaan. Een tijdelijke opleving in de financiële positie van een vennootschap mag niet tot gevolg hebben dat een uitkering wordt gedaan aan de aandeelhouders op een moment dat dit ten koste van de vennootschapscrediteuren gaat. Immers de aandeelhouders ontvangen dan een ‘voordeeltje’, terwijl zij zich ten opzichte van de vennootschapscrediteuren in een achtergestelde positie bevinden.

De wettelijk voorgeschreven maatstaf in Australië voor het doen van een dividenduitkering is dat er voldoende ‘profits’ moeten zijn. De regeling is onduidelijk, doordat een wettelijke definitie van het begrip ‘profits’ ontbreekt en de jurisprudentie niet in alle gevallen uitkomst biedt. Een ander nadeel is dat een uitkering van ‘nimble dividends’ is toegestaan. Bovendien blijkt dat in de praktijk, vanwege de aanvullende werking van de ‘insolvent trading’-bepaling, een liquiditeitstest geldt. Het zou fraaier zijn, indien deze liquiditeitstest zou zijn opgenomen in de wettelijke bepaling inzake dividenduitkering (par. 2.2.1.2.).

Sanctieregeling. In alle drie rechtsstelsels kan het handelen in strijd met de hiervoor weergegeven maatstaf voor het uitkeren van dividend leiden tot de aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap. Van belang is hoe deze sanctie zich verhoudt tot een eventuele verplichting van de aandeelhouders de ten onrechte ontvangen dividenduitkering terug te betalen. Zijn bijvoorbeeld de bestuurders alleen aansprakelijk voor het bedrag dat niet van de aandeelhouders kan worden teruggevorderd? Daarbij is relevant of alleen de aandeelhouder te kwader trouw verplicht is de uitkering terug te betalen. Onder de RMBCA en in Delaware geldt dat een aansprakelijk gestelde bestuurder regres kan nemen op de aandeelhouder te kwader trouw. Met de ‘fraudulent transfer’-regels kan echter worden bereikt dat ook de aandeelhouder te goeder trouw het ten onrechte aan hem uitgekeerde bedrag moet terugbetalen.

Naar Australisch recht kunnen de bestuurder en de aandeelhouder te kwader trouw – dus niet de aandeelhouder te goeder trouw – gelijkelijk worden aangesproken door ASIC voor o.a. het betalen van een schadevergoeding aan de vennootschap. Voor de praktijk belangrijker is echter dat de bestuurders aansprakelijkheidsrisico’s lopen op basis van de ‘insolvent trading’-bepaling. Deze procedure wordt gewoonlijk geëntameerd door de ‘liquidator’. Indien een bestuurder zich schuldig heeft gemaakt aan ‘insolvent trading’, kan zowel de ‘liquidator’ als ASIC maar ook – onder omstandigheden – een individuele crediteur een vordering tot betaling van schadevergoeding instellen. In de eerste twee gevallen moet de bestuurder

schadevergoeding betalen aan de desbetreffende vennootschap; in het laatste geval ontvangt de individuele crediteur een vergoeding van de door hem geleden schade (par. 2.2.1.3.).

Maatstaf voor inkoop. Voor een inkoop van eigen aandelen geldt onder de RMBCA dezelfde maatstaf als voor het doen van een dividenduitkering: een liquiditeitstest en een variant van de balanstest. Ook in Delaware geldt dezelfde hoofdregel: de vennootschap mag slechts eigen aandelen inkopen indien en voor zover er sprake is van een ‘surplus’. Preferente aandelen mogen echter te allen tijde worden ingekocht. De reden hiervan is onduidelijk. Een andere uitzondering betreft de situatie dat de vennootschap geen preferente aandelen heeft uitgegeven en de ingekochte aandelen worden ingetrokken onder gelijktijdige vermindering van het kapitaal van de vennootschap. Het is de vraag welke betekenis deze uitzondering op de ‘surplus’-regel heeft gezien de wettelijk gestelde voorwaarde dat de vennootschap na een dergelijke kapitaalvermindering dient te beschikken over voldoende activa om haar schulden te kunnen voldoen. In Australië daarentegen geldt voor een dividenduitkering en een inkoop van eigen aandelen een andere maatstaf – tenminste op papier. Voor een dividenduitkering geldt als voorwaarde dat de vennootschap dient te beschikken over voldoende ‘profits’; voor een inkoop geldt een liquiditeitsvoorwaarde. Vanwege de aanvullende werking van de ‘insolvent trading’-bepaling geldt echter ook bij het doen van een dividenduitkering een liquiditeitstest (par. 2.2.2.2.).

Overige voorwaarden voor inkoop. In twee van de drie rechtsstelsels beperkt de inkoopbepaling zich tot het voorschrijven van een maatstaf voor betaling van de verkrijgingsprijs voor de eigen aandelen. Alleen in Australië worden verdere vereisten gesteld. Opvallend is dat ook daar – in enigszins andere vorm – de grens van 10% geldt, die we kennen van de Nederlandse NV-wetgeving. Ook is de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en AVA onderwerp van regeling teneinde te voorkomen dat aandeelhouders ongelijk worden behandeld (par. 2.2.2.2.).

Kapitaalvermindering. Voor een kapitaalvermindering geldt zowel in Delaware – “... no reduction of capital shall be made or effected unless the assets of the corporation remaining after such reduction shall be sufficient to pay any debts of the corporation for which payment has not been otherwise provided.” als in Australië – “the reduction: ... does not materially prejudice the company’s ability to pay its creditors” een liquiditeitstest. Omdat de RMBCA geen ‘legal capital’ kent, bevat zij geen bepalingen ter zake van een kapitaalvermindering. De

bevoegdheid tot kapitaalvermindering ligt in Delaware bij het bestuur; in Australië moet de kapitaalvermindering worden goedgekeurd door de AVA (par. 2.2.3.1. en 2.2.3.2.).

Financial assistance. Alleen in Australië geldt een speciale wettelijke regeling voor ‘financial assistance’. Onder de RMBCA en in Delaware behoort het tot de bevoegdheid van het bestuur te beoordelen of de vennootschap dergelijke transacties al dan niet aangaat. Belangrijke elementen van de Australische regeling zijn dat goedkeuring van de AVA vereist is en dat een liquiditeitstest in acht moet worden genomen (par. 2.2.4.1.).

4.1.3. Conclusies betreffende afschaffing nominale waarde

Verband alternatief regime en NPV-shares. Invoering van een alternatief regime van crediteurenbescherming behoeft niet noodzakelijkerwijs gepaard te gaan met de introductie van aandelen zonder nominale waarde. Integendeel. Zo heeft het stellen van bijvoorbeeld een liquiditeitstest aan het doen van uitkeringen aan aandeelhouders niets van doen met de al dan niet afschaffing van de nominale waarde van aandelen. Omgekeerd, handhaving van de kernelementen van het huidige kapitaalbeschermingsregime zou heel goed samen kunnen gaan met de afschaffing van de nominale waarde van aandelen. In navolging van Australië zou bijvoorbeeld kunnen worden bepaald dat al hetgeen op aandelen wordt gestort, terecht komt in een ‘share capital account’. Deze kan – maar hoeft niet – een rol spelen in het kapitaalbeschermingsregime. Bijvoorbeeld door te bepalen dat de ‘share capital account’ dient als buffer bij het doen van uitkeringen aan aandeelhouders; een rol die thans wordt vervuld door het gebonden vermogen, dat wil zeggen het gestorte en opgevraagde kapitaal vermeerderd met de wettelijke en statutaire reserves (par. 3.1. en 3.5.1.).

Vervangende maatstaven. Het begrip nominale waarde is een relatief begrip; het heeft geen normatieve waarde. Dat een aandeel een nominale waarde heeft is geen fundamentele grondslag van het vennootschapsrecht. Afschaffing van de nominale waarde van aandelen heeft wel gevolgen voor andere dan de kapitaalbeschermingsbepalingen in (en buiten) Boek 2 BW. De nominale waarde geldt als maatstaf voor het bepalen van de zeggenschaps- en winstrechten van aandeelhouders. Een maatstaf overigens waarvan op velerlei wijzen kan worden afgeweken.³² Ook speelt de nominale waarde van een aandeel een rol bij het bepalen

³² Vgl. het voorgestelde art. 2:228 BW in het ambtelijk voorontwerp Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met

van de drempels voor de besluitvorming in de AVA; de vereisten inzake meerderheid van stemmen en quorum. Ten slotte wordt de nominale waarde van een aandeel gebruikt als maatstaf teneinde te bepalen of een of meer aandeelhouders bepaalde vorderingen kunnen instellen dan wel bepaalde verzoeken kunnen doen. Bij eventuele afschaffing van de nominale waarde moeten hiervoor andere maatstaven worden gevonden. Uit het onderzoek is gebleken dat binnen elk rechtsstelsel voor elk van de hiervoor genoemde aspecten verschillende maatstaven worden gehanteerd. Er is derhalve niet gekozen voor een bepaalde maatstaf ter vervanging van de maatstaf van de nominale waarde. De drie onderzochte rechtsstelsels hebben gemeen dat voor het bepalen van het stemrecht op aandelen als maatstaf geldt dat één aandeel één stem geeft. Er bestaat echter een grote vrijheid om in de statuten van de vennootschap van deze maatstaf af te wijken. Een en ander brengt mee dat bijvoorbeeld een notie als ‘10% van het geplaatste kapitaal’ – al naar gelang de inhoud van de wettelijke bepaling – kan worden vervangen door ‘10% van de in totaal uitgegeven aandelen’ of door ‘10% van de in totaal uit te brengen stemmen’. Ook is het mogelijk te kiezen voor een absoluut criterium; bijvoorbeeld dat op verzoek van ten minste 100 aandeelhouders een AVA kan worden bijeengeroepen (par. 3.2.; 3.3.; 3.4.1.; 3.4.2. en 3.4.3.).

4.2. Aanbevelingen

4.2.1. Aanbevelingen betreffende inbreng

Afschaffing inbrengbepalingen. Op het gebied van de bijeenbrenging van het kapitaal bestaat in de drie onderzochte rechtsstelsels veel meer vrijheid voor vennootschappen dan in Nederland het geval is. Het is aan de oprichters en nadien aan de bestuurders van de vennootschap te beoordelen op welke wijze de werkzaamheden van de vennootschap gefinancierd dienen te worden en in welke mate de op de aandelen te storten bedragen dan wel vermogensbestanddelen daaraan een bijdrage moeten leveren. Ook de waardering van de inbreng op aandelen wordt overgelaten aan de oprichters c.q. bestuurders; zij behoeven daarbij geen onafhankelijke deskundigen in te schakelen. Reeds eerder hebben wij geconcludeerd³³ dat er goede gronden zijn voor afschaffing van de bepalingen inzake de bijeenbrenging van het kapitaal van de BV. Deze conclusie kan worden doorgetrokken naar de NV. De bepalingen

bepaalde aansprakelijkheid, Eerste Tranche: Orgaanstructuur en bevoegdheden, aandelen en certificaten. Vgl. respectievelijk www.flexbv.ez.nl en www.justitie.nl/themas/wetgeving/dossiers/bv-recht/index.asp.
³³ Vgl. M.L. Lennarts en J.N. Schutte-Veenstra, *Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht*, Eindrapport d.d. 31 maart 2004, deel 47 IVO-serie, Deventer: Kluwer, 2004, p. 11-33.

schieten hun doel: bescherming van crediteuren voorbij, en bovendien brengen zij voor vennootschappen onnodige kosten mee. Dit betekent dat het minimumkapitaalvoorschrift, de voorschriften inzake de stortingsplicht op aandelen: de bankverklaring en de inbrengcontrole bij een inbreng in natura, en de Nachgründungsbepaling verdwijnen. In de onderzochte rechtsstelsels ontbreken dergelijke bepalingen eveneens.

Inbreng toekomstig werk of diensten. De onderzoekers bevelen tevens aan het verbod tot inbreng van een recht op het verrichten van werk of diensten te schrappen. Het is evident dat afschaffing van dit verbod het Nederlandse vennootschapsrecht flexibeler maakt. Uit het onderzoek is gebleken dat onder de RMBCA en in Delaware in beginsel geen beperkingen gelden voor de vorm van de inbreng in natura. In Australië dient een inbreng ‘money’s worth’ te vertegenwoordigen; een inbreng van te verrichten werk of diensten voldoet aan dit vereiste. Uitgangspunt is dat een inbreng naar economische maatstaven waardeerbaar moet zijn. In dit verband is het onduidelijk waarom een onderscheid wordt gemaakt tussen de inbreng van enerzijds een recht op eigen of andermans werk of diensten en anderzijds ‘goodwill’ en ‘know how’. Genoemde vermogensbestanddelen kunnen alle naar economische maatstaven worden gewaardeerd. De eerstgenoemde kunnen echter geen voorwerp van inbreng zijn; de laatstgenoemde daarentegen wel. Bovendien kan het in de praktijk moeilijk zijn een onderscheid te maken tussen bijvoorbeeld de inbreng van ‘know how’ en de inbreng van een recht tot het verrichten van toekomstig werk.

Het is evident dat er bepaalde risico’s kleven aan een inbreng van toekomstig werk of diensten; deze risico’s hebben te maken met de waardering van een dergelijke inbreng. Neem de situatie dat het werk of de dienst niet wordt verricht, omdat de inbrenger hiertoe niet meer in staat is vanwege ziekte of overlijden. Indien het werk of de dienst persoonlijk is en daardoor niet door een andere persoon kan worden verricht, dan betekent dit dat in werkelijkheid niet op de aandelen is en zal worden gestort door de overeengekomen inbreng. Dan moet noodzakelijkerwijs worden teruggevallen op een storting in geld op de aandelen. Het probleem is veelal dat er geen geld voorhanden is; men heeft niet zonder reden gekozen voor inbreng van een te verrichten werk of dienst. Het bestaan van deze risico’s behoeft echter niet noodzakelijkerwijs te leiden tot een verbod van een dergelijke inbreng op aandelen. Deze risico’s dienen ingecalculeerd te worden bij het bepalen van de economische waarde van in te brengen toekomstig werk of diensten. Het is mogelijk dat de vennootschap van de aandeelhouder een bankgarantie eist of bedingt dat deze ter afdekking van de risico’s een verzekering sluit met de vennootschap als begunstigde. Is hiervan sprake, dan spelen de aan de

inbreng van toekomstig werk of diensten verbonden risico's geen rol meer bij de waardering van deze inbreng. In alle andere situaties is dat echter wel het geval.

4.2.2. Aanbevelingen betreffende uitkeringen aan aandeelhouders

Algemene aspecten crediteurenbescherming. Uitgangspunt dient te zijn dat crediteuren een redelijk vooruitzicht wordt geboden dat de vennootschap tijdig aan haar verplichtingen jegens hen voldoet.³⁴ Teneinde hiervan een reële inschatting te kunnen maken, moet de crediteur kunnen beschikken over voldoende actuele informatie over de financiële positie van de desbetreffende vennootschap. De bepalingen inzake de openbaarmakingsplicht voldoen niet in alle opzichten.³⁵ Crediteuren kunnen weliswaar kennis nemen van de laatst vastgestelde jaarrekening, maar de daarin opgenomen gegevens zijn op het moment van publicatie al niet meer actueel, laat staan op het moment van kennisneming door een crediteur. De financiële positie van de vennootschap kan ondertussen drastisch zijn gewijzigd. Op dit punt kan nog wel enige vooruitgang worden geboekt. Mede gezien de technologische ontwikkelingen moet een versnelling in de publicatie van de financiële informatie mogelijk zijn.³⁶ De uiterste termijn die thans geldt voor het publiceren van de jaarrekening – dertien maanden na afloop van het boekjaar – zou moeten worden teruggebracht tot bijvoorbeeld een half jaar.

Overigens biedt de openbaarmaking van financiële gegevens meer in het algemeen slechts een beperkte bescherming aan crediteuren. Het kan crediteuren ervan weerhouden zaken te doen met de desbetreffende vennootschap. De crediteuren die al zaken hebben gedaan met de vennootschap ontlene echter geen bescherming aan de openbaarmakingsplicht. Deze draagt er niet toe bij dat de vennootschap haar schulden betaalt.³⁷ Gelet hierop bepleiten wij geen aanscherping van de publicatieplicht voor vennootschappen naar Australisch voorbeeld.

Crediteurenbescherming via het opleggen van openbaarmakingsverplichtingen is derhalve niet voldoende. Aanvullende regelingen zijn nodig, opdat zoveel mogelijk wordt voorkomen dat bestuurders van een vennootschap dusdanige risico's nemen dat de tijdige voldoening van haar schulden in gevaar komt. Het is niet mogelijk wettelijke garanties tegen insolventie te geven.

³⁴ Vgl. J. Rickford, 'Reforming capital: report of the interdisciplinary group on capital maintenance', *European Business Law Review* 2004, Volume 15, issue 4.

³⁵ Hierbij kan ook worden gewezen op de vrijstellingen van de publicatieplicht voor kleine en middelgrote BV's; vgl. art. 2:396 en 397 BW.

³⁶ Vgl. J.W. Winter, *Afscheid van papier*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 2001, p. 98-102.

Wettelijke bepalingen kunnen bestuurders er wel van weerhouden onnodige risico's te nemen. Wij doelen hierbij op de wettelijk verankerde verplichting tot een behoorlijke taakvervulling van art. 2:9 BW. Vergelijk ook het *Staleman-Van de Ven*-arrest.³⁸ Bestuurders riskeren persoonlijke aansprakelijkheid (jegens de vennootschap) indien zij de hand lichten met deze verplichting. Dit zorgt voor een prikkel dergelijke risico's niet te nemen. Vergelijk ook de plicht tot een behoorlijke taakvervulling op basis van het bepaalde in art. 2:138/248 BW alsmede de op de bestuurders rustende zorgplicht die voortvloeit uit het bepaalde in art. 6:162 BW. Indien deze prikkels onvoldoende preventieve werking hebben, resteert de repressieve werking: crediteuren krijgen via een aansprakelijkstelling van bestuurders een extra mogelijkheid tot inning van hun vordering dan wel tot vergoeding van de door hen geleden schade.

Specifieke crediteurenbescherming bij het doen van uitkeringen. Specifieke voorschriften zijn nodig indien de vennootschap overgaat tot het doen van uitkeringen aan aandeelhouders en aanverwante transacties. Deze transacties brengen in vergelijking met gewone zakelijke transacties bijzondere risico's voor de crediteuren mee. Er verdwijnen activa uit de vennootschap zonder dat er een tegenprestatie tegenover staat. Crediteuren hebben er belang bij dat de vennootschap na het doen van uitkeringen over voldoende liquide middelen beschikt om de schulden die (in de komende periode) in de gewone bedrijfsuitoefening opeisbaar worden tijdig te voldoen.

De huidige bepalingen, in het bijzonder art. 2:105/216 lid 2 BW, voldoen niet. Er bestaat grote onduidelijkheid over het antwoord op de vraag hoe moet worden beoordeeld of een vennootschap voldoende vrij uitkeerbaar vermogen heeft voor het doen van uitkeringen. Verder levert het vastknopen aan de in de jaarrekening neergelegde gegevens problemen op.³⁹ De gegevens in de jaarrekening zijn noodzakelijkerwijze gedateerd op het moment dat de besluitvorming ter zake van het doen van uitkeringen aan aandeelhouders plaatsvindt. Ook verschillen de waarderingsgrondslagen. Uit het kapitaalbeschermingsrecht vloeit voort dat alleen feitelijk gerealiseerde opbrengsten in aanmerking kunnen worden genomen voor de vaststelling van de voor uitkering vatbare bedragen, terwijl in de internationale

³⁷ Vgl. H. Beckman, 'Minimumkapitaal, aansprakelijkheid en publiciteit: wat moet de crediteur hiermee?', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 24.

³⁸ HR 10 januari 1997, *NJ* 1997, 360 m.nt. Maeijer.

³⁹ Zie hiervoor het preadvies van H. Beckman voor de Vereniging Handelsrecht uit 2003: *Jaarrekening en kapitaalbescherming*, p. 3-64.

jaarrekeningstandaarden het realisatiebeginsel steeds vaker wordt losgelaten ten gunste van 'fair value'-waarderingen. Bovendien houden de International Financial Reporting Standards (IFRS) geen rekening met kapitaalbescherming en kennen bijvoorbeeld geen regels over de behandeling van reserves. Ten slotte wordt uit de *Nimox*-rechtspraak⁴⁰ duidelijk dat de wettelijke bepaling vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming tekort schiet. Ook al blijkt op basis van art. 2:105/216 lid 2 BW van een voor uitkering vatbaar bedrag, de uitkering hiervan kan desondanks onrechtmatig zijn tegenover de crediteuren van de vennootschap in het geval ernstig rekening moest worden gehouden met de mogelijkheid van een tekort.

Te beschermen belangen. Bij invoering van een nieuw regime inzake uitkeringen aan aandeelhouders moet niet alleen rekening worden gehouden met de belangen van crediteuren, maar ook met de belangen van aandeelhouders en bestuurders. Indien de vennootschap winst maakt is het een gerechtvaardigde wens van aandeelhouders dat zij hiervan een deel ontvangen als beloning voor hun investering. Bestuurders hebben een bijzondere verantwoordelijkheid op het punt van het doen van uitkeringen, omdat het financiële beleid tot hun taak behoort. Het is in hun belang dat de voorwaarden waaronder uitkeringen mogen plaatsvinden helder zijn. Dit heeft als bijkomend voordeel dat bij het niet in acht nemen van deze voorwaarden er ook duidelijkheid bestaat over de persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders.

Bestuursverklaring. Indien we de bijzondere verantwoordelijkheid van bestuurders voor het doen van uitkeringen aan aandeelhouders als uitgangspunt nemen, past daarbij het vereiste dat zij zich expliciet uitlaten of door het verrichten van de uitkering crediteuren niet worden benadeeld. Dit kan in de vorm van een openbaar te maken verklaring. Hierin verklaren de bestuurders dat naar hun oordeel de uitkering voldoet aan de daarvoor gestelde vereisten. De bestuurders mogen een besluit van de AVA – of een ander daartoe bij de statuten aangewezen orgaan – tot het doen van een uitkering slechts uitvoeren op voorwaarde dat zij een dergelijke positieve verklaring afleggen. De bestuursverklaring maakt tevens de relatie tussen de AVA en het bestuur duidelijk (zie hierna). Het verplicht stellen van een bestuursverklaring bij het doen van uitkeringen leidt tot een geringe verzwaring van de administratieve lasten. Wij stellen namelijk niet voor dat de verklaring gecertificeerd moet worden door een accountant. Een 'solvency declaration' is een tiental jaren geleden verplicht gesteld in Nieuw-Zeeland en werkt

⁴⁰ Vgl. HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (*Nimox*).

daar naar alle tevredenheid.⁴¹ In het Verenigd Koninkrijk wordt in de White Paper ‘Company Law Reform’ van maart 2005 voorgesteld een door de bestuurders af te leggen ‘solvency statement’ in te voeren indien ‘private companies’ overgaan tot een kapitaalvermindering.⁴²

In beginsel doet een AVA-besluit tot uitkering van dividend een vordering van de aandeelhouders op de vennootschap ontstaan; een vordering tot betaling van het dividendbedrag. Deze regel verdient nuancering, indien de hiervoor omschreven bestuursverklaring verplicht wordt gesteld. Dan kan het voorkomen dat de AVA een besluit heeft genomen tot uitkering van winst en/of reserves en het bestuur dit besluit niet uitvoert – niet tot uitbetaling aan de aandeelhouders overgaat – omdat de uitkering de financiële positie van de vennootschap te zeer in gevaar brengt. Het geschetste probleem doet zich overigens niet of nauwelijks voor in de onderzochte rechtsstelsels, omdat het bestuur bevoegd is over het uitkeren van dividend te besluiten. In de Nederlandse praktijk is dit anders. De statuten van een vennootschap bepalen veelal dat de winst ter beschikking staat van de AVA.⁴³

De problematiek van een in beginsel rechtsgeldig AVA-besluit dat niet wordt uitgevoerd door de bestuurders, is niet nieuw. Uit de al eerder aangehaalde *Nimox*-rechtspraak blijkt dat het met inachtneming van alle voorschriften van kapitaalbescherming nemen van een AVA-besluit tot dividenduitkering de aandeelhouders en de bestuurders niet vrijwaart van aansprakelijkheidsvorderingen van derden. Indien de dividenduitkering het redelijkerwijs te verwachten gevolg heeft dat de vorderingen van de vennootschapscrediteuren niet meer voldaan kunnen worden, handelen de aandeelhouders respectievelijk de bestuurders onrechtmatig in de zin van art. 6:162 BW, indien zij onder deze omstandigheden voor het besluit tot dividenduitkering stemmen respectievelijk dit besluit uitvoeren. Hiermee benadelen zij de onbetaald gebleven vennootschapscrediteuren. Vandaar dat zij aansprakelijk kunnen worden gesteld voor vergoeding van de door de vennootschapscrediteuren geleden schade. In het jargon van Boek 2 BW is in deze gevallen, zo zouden wij menen, sprake van een besluit dat in strijd is met de redelijkheid en de billijkheid. De bestuurders doen er goed aan een dergelijk besluit niet uit te voeren, omdat ze dan de hiervoor genoemde aansprakelijkheidsrisico's lopen. Het voorgaande geldt eveneens indien de bestuurders

⁴¹ Dit blijkt uit een rechtsvergelijkend rapport dat onder verantwoordelijkheid van Rickford is opgesteld. Vgl. Rapport Rickford, a.w., p. 47.

⁴² Te vinden via <http://www.dti.gov.uk/cld/review.htm>. Vgl. de voorgestelde s. 135A en 135B CA1985.

⁴³ De Expertgroep stelt voor de wettelijke regeling op dit punt in overeenstemming te brengen met de praktijk. Vgl. het eindrapport van de Expertgroep, *Vereenvoudiging en Flexibilisering van het Nederlandse BV-recht* van 6 mei 2004, p. 75/76.

vanwege de financiële positie van de vennootschap niet kunnen verklaren dat de uitkering voldoet aan de daarvoor gestelde vereisten.

Liquiditeitstest en balanstest. Het volgende punt is welke eisen er moeten worden gesteld aan het doen van uitkeringen aan aandeelhouders. Gangbare testen in de onderzochte rechtsstelsels zijn de liquiditeitstest en de balanstest.

Bij een liquiditeitstest is het criterium of de vennootschap, ervan uitgaande dat haar activiteiten worden voortgezet, na het doen van de uitkering over voldoende liquide middelen beschikt om de schulden die in de komende periode (bijvoorbeeld twaalf maanden) in de gewone bedrijfsuitoefening opeisbaar worden te kunnen voldoen. Een dergelijke test wordt in Australië wettelijk voorgeschreven voor een inkoop van eigen aandelen, het verlenen van financiële steun bij de verkrijging van eigen aandelen door een derde en een kapitaalvermindering. Vanwege de aanvullende werking van de ‘insolvent trading’-bepaling geldt de liquiditeitstest ook voor het doen van dividenduitkeringen aan aandeelhouders. Deze liquiditeitstest is overigens niet beperkt tot een ‘cash flow’-test. Uit jurisprudentie blijkt dat de gehele financiële situatie van de vennootschap in ogenschouw wordt genomen inclusief werkzaamheden, activa, passiva, kas, te verwerven inkomsten door verkoop van activa of het aangaan van leningen alsmede de capaciteit van de vennootschap nieuw kapitaal te verwerven. Onder omstandigheden kan daarom zowel een ‘cash flow’-test als een balanstest relevant zijn. Verder wordt een liquiditeitstest voorgeschreven in de RMBCA en ook in Nieuw-Zeeland⁴⁴, overigens bij beide in combinatie met een balanstest. De liquiditeitstest verschaft de crediteuren de noodzakelijk geachte bescherming. Met de blik gericht op de – nabije – toekomst wordt duidelijk – tenminste zo duidelijk mogelijk – dat de in die periode opeisbare vorderingen door de vennootschap voldaan kunnen worden, naar redelijkerwijs mag worden aangenomen. Want de liquiditeitstest kent natuurlijk onzekere elementen; ook al zijn er veel ‘harde’ cijfers voorhanden, bepaalde prognoses moeten worden meegewogen. En deze zijn nooit 100% hard.

Bij een balanstest (‘balance sheet’-test of ‘net assets’-test) is het criterium of na het doen van een uitkering de activa van de vennootschap ten minste gelijk zijn aan haar schulden en voorzieningen. Alleen het meerdere mag worden uitgekeerd. In Delaware geldt een balanstest. Als uitgangspunt geldt dat het bestuur slechts bevoegd is tot het doen van dividenduitkeringen

⁴⁴ S. 4 NZ Act luidt: “The company is able to pay its debts as they become due in the normal course of business.”

indien en voor zover er sprake is van een ‘surplus’. Indien een vennootschap ‘NPV-shares’ heeft uitgegeven, is sprake van een ‘surplus’ indien het eigen vermogen van de vennootschap positief is (‘bare net assets’-test). Heeft de vennootschap ‘PV-shares’ uitgegeven, dan dient het eigen vermogen van de vennootschap daarenboven groter te zijn dan het ‘capital’ (‘enhanced assets’-test). Dit geldt eveneens indien de vennootschap ‘NPV-shares’ heeft uitgegeven, en het bestuur een deel van de inbreng op aandelen als ‘capital’ heeft aangemerkt. Het bedrag van het ‘capital’ – dit kan een zeer gering bedrag zijn – is dan de buffer die niet mag worden aangetast door het doen van dividenduitkeringen. In deze situaties is sprake van een verzwaarde balanstest. Verzwaard, omdat er een extra marge in acht moet worden genomen, het ‘capital’. Ook onder de RMBCA geldt een verzwaarde balanstest: de vennootschap dient een zekere buffer ten behoeve van de houders van aandelen met een preferentie ter zake van het liquidatieoverschot te handhaven. Deze buffer heeft echter niets van doen met crediteurenbescherming. De verzwaarde balanstest kan worden afgezet tegen een eenvoudige balanstest, zoals geldt in Nieuw-Zeeland. S. 4 NZ Act bepaalt: “The value of the company’s assets is greater than the value of its liabilities, including contingent liabilities.”

Invoering eenvoudige balanstest. Bij handhaving van de verzwaarde balanstest van art. 2:105/216 lid 2 BW blijven de huidige knelpunten bestaan. Deze test biedt crediteuren niet het gewenste redelijke vooruitzicht dat de vennootschap na het doen van de uitkering in staat is tijdig haar schulden te voldoen. En ook van de in het belang van de bestuurders gewenste helderheid van de voorwaarden waaronder uitkeringen mogen plaatsvinden is geen sprake. Een vereenvoudiging zou hieruit kunnen bestaan de verzwaarde balanstest te vervangen door een eenvoudige balanstest. In de huidige balanstest is een buffer ingebouwd: het gebonden vermogen. Na het doen van een uitkering moet het bedrag van de activa van de vennootschap ten minste gelijk zijn aan het bedrag van haar schulden en voorzieningen verhoogd met het bedrag van het gebonden vermogen, dat wil zeggen het bedrag van het gestorte en opgevraagde kapitaal vermeerderd met de wettelijke en statutaire reserves. Indien de nominale waarde van aandelen wordt afgeschaft – zie hierna – is het een optie – indien wordt besloten tot handhaving van een buffer – deze buffer te vervangen door het bedrag dat op de aandelen is gestort. Vergelijk het bepaalde in Australië; alle stortingen op aandelen worden opgenomen in een zogenaamd ‘share capital account’. Met de mogelijke afschaffing van het minimumkapitaalvereiste voor de BV voor ogen, zou de buffer overigens in vele gevallen wel eens zeer gering kunnen uitvallen. Het is echter de vraag welke extra bescherming het voorschrijven van een buffer verleent aan crediteuren, en of het voorschrijven ervan wel

gerechtvaardigd is. Het voorschrijven van een verzwaarde balanstest lijkt niet nodig vanuit het oogpunt van bescherming van crediteuren en is daarnaast belastend voor vennootschappen. Vandaar dat wij de invoering van een eenvoudige balanstest aanbevelen.

Bij een eenvoudige balanstest is de te stellen voorwaarde aan een uitkering aan aandeelhouders dat ten gevolge hiervan het eigen vermogen van de vennootschap niet negatief mag worden. Of aan deze voorwaarde wordt voldaan, dient te worden beoordeeld aan de hand van de gegevens in de jaarrekening, met alle onzekerheden van dien. Allerlei factoren zijn van invloed op de omvang van het eigen vermogen. Bijvoorbeeld wat onder activa en passiva moet worden verstaan. De discussie over de positie van preferente aandelen onder de IFRS geeft hiervan een goed voorbeeld.⁴⁵ Verder is de uitkomst afhankelijk van de gehanteerde grondslagen – bijvoorbeeld historische kostprijs of marktwaarde – voor de waardering van de activa en de passiva. Een andere factor van belang is of de waardering plaatsvindt op ‘going concern’-basis of juist niet. Kortom, de uitkomst is afhankelijk van de aan de berekening ten grondslag liggende criteria en grondslagen, waarvoor in wetgeving en jaarrekeningstandaarden regels worden gegeven.

Wij stellen voor dat de op het moment van besluitvorming geldende wetgeving en standaarden hiervoor beslissend worden geacht, evenals de door de vennootschappen gemaakte keuzes hieromtrent. Het gevolg hiervan is dat voor verschillende typen vennootschappen verschillende standaarden kunnen gelden, maar ook binnen hetzelfde type vennootschap verschillende standaarden van toepassing kunnen zijn, afhankelijk van de door de desbetreffende vennootschap gemaakte keuze. Beursfondsen moeten vanaf boekjaar 2005 hun geconsolideerde jaarrekening opmaken overeenkomstig IFRS. Niet-beursgenoteerde Nederlandse vennootschappen kunnen vanaf boekjaar 2005 vrijwillig IFRS gebruiken voor zowel de enkelvoudige als de geconsolideerde jaarrekening. Zij kunnen echter ook kiezen voor toepassing van de standaarden van Titel 9 Boek 2 BW.

De mogelijke verschillen voor wat betreft de hoogte van het uit te keren bedrag die voortvloeien uit het gebruik van verschillende jaarrekeningstandaarden zijn in ons voorstel ingecalculiseerd. De internationale ontwikkelingen op het terrein van het jaarrekeningenrecht maken dat de door de tweede en de vierde EEG-richtlijn geïntroduceerde band tussen het jaarrekeningenrecht en het kapitaalbeschermingsrecht lossier wordt. De eigenlijke functie van de jaarrekening komt aldus pregnanter naar voren; de jaarrekening is vooral bedoeld om

⁴⁵ Vgl. de artikelen van Van Dijk en Van Geffen in *Ondernemingsrecht* 2004-6.

informatie over de financiële positie van de vennootschap te verschaffen aan haar kapitaalverschaffers en andere belanghebbenden.⁴⁶

Combinatie met liquiditeitstest. De nadelen die inherent zijn aan het voorschrijven van een eenvoudige balanstest, zoals mogelijke ‘fair value’-waarderingen in plaats van waarderingen in overeenstemming met het voorzichtigheidsbeginsel⁴⁷ en de onzekerheden die het gebruik van allerlei te onderscheiden jaarrekeningstandaarden met zich brengen, worden gecorrigeerd door naast de balanstest een liquiditeitstest voor te schrijven. De eenvoudige balanstest is een eerste test om te beoordelen of de activa van de vennootschap überhaupt groter zijn dan haar schulden en voorzieningen, met andere woorden of er ruimte is voor het doen van uitkeringen aan aandeelhouders. De liquiditeitstest geeft aanvullende bescherming; de uitkeringen vinden alleen plaats indien duidelijk wordt dat ook daarna de crediteuren kunnen worden betaald. Toepassing van de liquiditeitstest moet derhalve voorkomen dat uitkeringen aan aandeelhouders worden gedaan die de liquiditeit van de vennootschap te veel aantasten, zodat crediteuren worden benadeeld. Met het voorschrijven van een liquiditeitstest wordt als het ware de *Nimox*-rechtspraak gecodificeerd. Nadeel van het verplicht stellen van alleen een liquiditeitstest is dat slechts hoeft te worden gelet op de verplichtingen op de relatief korte termijn, hetgeen gepaard gaat met de nodige onzekerheden. Vandaar dat wij de invoering van een eenvoudige balanstest in combinatie met een liquiditeitstest aanbevelen. Deze combinatie biedt crediteuren een redelijk vooruitzicht dat de vennootschap na het doen van de uitkering in staat is tijdig haar schulden te voldoen.

Bij het voorschrijven van een liquiditeitstest moet ook rekening worden gehouden met de belangen van de bestuurders. De voorwaarden waaronder zij tot een uitbetaling aan aandeelhouders mogen overgaan dienen helder te zijn. Vandaar dat duidelijk moet worden aangegeven aan welke eisen een liquiditeitstest moet voldoen. Voorgesteld wordt dat de bestuurders een liquiditeitsbegroting voor de komende periode van twaalf maanden opstellen. Aan welk concrete eisen deze liquiditeitsbegroting moet voldoen, kan in overleg met accountantsorganisaties worden vastgesteld.

⁴⁶ Vgl. C.J.A. van Geffen, ‘De wijzigingen in het (Europese) jaarrekeningenrecht; invloed op het kapitaalbeschermingsrecht?’, *TvI* 2003, p. 254 e.v.

⁴⁷ Zoals neergelegd in art. 2:384 lid 2 BW: winsten moeten zijn verwezenlijkt op de balansdatum.

Eenzelfde grens voor de diverse uitkeringen. Uit het oogpunt van consistente wetgeving dient eenzelfde grens te worden gesteld aan het doen van uitkeringen aan aandeelhouders ongeacht de wijze waarop deze plaatsvindt. Dit uitgangspunt brengt mee dat een eenvoudige balanstest in combinatie met een liquiditeitstest dient te gelden voor het doen van een uitkering van (interim)dividend, voor een inkoop van eigen aandelen en voor het doen van uitkeringen aan aandeelhouders in het kader van een kapitaalvermindering. Indien een afzonderlijke regeling blijft bestaan voor het verlenen van financiële steun voor de verkrijging van eigen aandelen – deze kwestie komt hierna nog aan de orde – moet deze grens ook voor dergelijke transacties gelden.

Versoepeling inkoopregeling. De inkoopregeling kan worden beperkt tot het voorschrijven van de maatstaf voor betaling van de verkrijgingsprijs voor de eigen aandelen; de eenvoudige balanstest in combinatie met een liquiditeitstest. De grens van 10% hoeft vanuit het oogpunt van crediteurenbescherming niet te worden gehandhaafd. Deze kan worden versoepeld – tot 50% – of worden afgeschaft. Vanuit het oogpunt van de bescherming van de belangen van aandeelhouders moet, anders dan onder de RMBCA en in Delaware het geval is, de bevoegdheidsverdeling tussen bestuur en AVA onderwerp van regeling blijven.

Afschaffing verzetregeling bij kapitaalvermindering. Indien de vennootschap in het kader van een kapitaalvermindering uitkeringen aan aandeelhouders doet geldt hiervoor de eenvoudige balanstest in combinatie met een liquiditeitstest. Op deze wijze worden crediteuren voldoende beschermd. De verzetregeling – onbekend in de drie onderzochte rechtsstelsels – kan worden afgeschaft.

Afschaffing 'financial assistance'-bepaling. Uit het onderzoek blijkt dat in twee van de drie onderzochte rechtsstelsels een afzonderlijke regeling betreffende het verlenen van financiële steun aan derden voor het verkrijgen van eigen aandelen ontbreekt. Alleen in Australië is dit anders. Dit doet de vraag rijzen of een afzonderlijke wettelijke regeling zoals neergelegd in art. 2:98c/207c BW gehandhaafd moet blijven. Is het niet de taak van het bestuur te beoordelen of een dergelijke transactie al dan niet in het belang van de vennootschap is – risicoanalyse – en na te gaan of de vennootschap na het verlenen van de financiële steun nog in staat is de vorderingen van haar crediteuren te voldoen? Indien het bestuur deze taak onvoldoende behartigt, loopt het aansprakelijkheidsrisico's. Het verrichten van dergelijke steuntransacties verschilt niet dusdanig van andere zakelijke transacties, bijvoorbeeld het anderszins

verstrekken van leningen aan aandeelhouders, bestuurders of derden, dat dit een speciale wettelijke regeling rechtvaardigt.

4.2.3. Aanbevelingen betreffende afschaffing nominale waarde

Verschillende maatstaven mogelijk. Uit het onderzoek is gebleken dat de maatstaf van de nominale waarde van aandelen vrij eenvoudig kan worden vervangen door andere maatstaven. Er wordt niet een bepaalde maatstaf ter vervanging aanbevolen. Per regeling moet worden gekozen voor de best mogelijke maatstaf. Bij emissie van aandelen kan de nominale waarde worden vervangen door de uitgifteprijs van aandelen; bij het stemrecht kan als uitgangspunt worden gekozen het ‘een aandeel een stem’-beginsel. Voor het bepalen van de winstrechten op aandelen kan het uitgangspunt zijn dat alle aandeelhouders gelijkelijk delen in de winst. Aan vennootschappen moet de mogelijkheid worden geboden in de statuten van deze uitgangspunten af te wijken. Voor onderwerpen als stemmenmeerderheid en quorumvereisten kan een percentage van het totale aantal uit te brengen stemmen beslissend zijn dan wel een percentage van het totale aantal aandelen. Hetzelfde geldt voor de drempels die moeten worden gehaald willen aandeelhouders op bepaalde minderheidsrechten een beroep kunnen doen. Ook is het mogelijk te kiezen voor een absoluut criterium; bijvoorbeeld dat op verzoek van een bepaald minimumaantal aandeelhouders van een bepaald recht gebruik kan worden gemaakt.

Invoering NPV-shares. De kern van de zaak is of de redenen voor afschaffing van de nominale waarde van aandelen voldoende overtuigen. Belangrijkste argument voor afschaffing, zo blijkt uit de toelichtingen gegeven door de wetgevers die zijn overgegaan tot invoering van aandelen zonder nominale waarde, is dat de valse schijn die wordt opgeroepen door de nominale waarde wordt vermeden. Het lijkt alsof aandelen een bepaalde waarde hebben, terwijl dat in de meeste gevallen niet overeenstemt met de werkelijkheid. Wetgeving moet zo eenvoudig en helder mogelijk zijn. Begrippen die geen onderscheidende betekenis hebben moeten worden vermeden. Het vasthouden aan begrippen vanwege de bekendheid van de praktijk ermee, negeert dat ook toekomstige generaties van ondernemers, beleggers, juristen en anderen ermee vertrouwd moeten raken. Vandaar dat wij de invoering van ‘NPV-shares’ aanbevelen.

Indien wordt overgegaan tot afschaffing van de nominale waarde van aandelen, zou het het fraaiste zijn indien dit dwingend wordt geregeld. Voor de BV kan de Nederlandse wetgever dit realiseren. Voor de NV moet echter de wijziging van de tweede EEG-richtlijn worden

afgewacht. Ook daarna is het goed voorstelbaar dat de twee verschillende systemen: 'PV-shares' en 'NPV-shares', naast elkaar blijven bestaan. Dat dit heel goed mogelijk is blijkt uit het vennootschapsrecht van Delaware.

Matrix behorende bij het Rapport Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming

2.1. INBRENG	NEDERLAND	RMBCA	DELAWARE	AUSTRALIË
2.1.1. Nominale waarde aandelen	Verplicht	Facultatief, maar onbelangrijk	Facultatief, wel van betekenis	Afgeschaft
2.1.2. Minimuminbreng				
- Minimumkapitaal	BV: €18.000 NV: €45.000	Geen	Geen	Geen
- Minimumstortingsplicht	25% nominaal bedrag + agio bij NV met inachtneming van minimumkapitaal bij BV: € 18.000 en bij NV: €45.000	Geen	Geen	Geen
- Sancties	Persoonlijke aansprakelijkheid bestuurder; art. 2:69/180 BW	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
- Handhaving	Vennootschap/curator	n.v.t.	n.v.t.	n.v.t.
2.1.3. Uitgifte van aandelen				
2.1.3.1. Uitgiftebevoegdheid	AVA; delegatie aan bestuur mogelijk	Bestuur; tenzij de statuten anders bepalen	Bestuur	Bestuur; in enkele uitzonderingsgevallen is goedkeuring AVA vereist

2.1.3.2. Maximumaantal uit te geven aandelen	Wettelijke verplichting vermelding bedrag maatschappelijk kapitaal in de statuten	Wettelijke verplichting per soort aandelen	Wettelijke verplichting per soort aandelen	Geen wettelijke verplichting; geschrapt in 1998
2.1.3.3. Vaststelling uitgifteprijs	Tot uitgifte bevoegd orgaan stelt vast	Bestuur stelt vast	Bestuur stelt vast	Bestuur stelt vast; verbod uitgifte gratis aandelen
2.1.3.4. Sancties bij vaststelling te lage uitgifteprijs	Onder omstandigheden persoonlijke aansprakelijkheid bestuurder	Aansprakelijkheid bestuurders	Aansprakelijkheid bestuurders	Aansprakelijkheid bestuurders
2.1.3.5. Uitstel van storting	Mogelijk tot 75% van nominale waarde; bij BV eveneens uitstel van storting agio toegestaan	Mogelijk	Mogelijk; vennootschapscrediteur kan storting afdwingen	Mogelijk; vermelding in 'company's share register' en op eventuele 'share certificates'; registratie bij ASIC; veelal statutair geregeld pandrecht op niet volgestorte aandelen
2.1.3.6. Voorkeursrecht bij emissie	NV: aandeelhouder heeft wettelijk voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen tegen inbreng in geld naar evenredigheid van het gezamenlijke bedrag van zijn aandelen; uitzondering voor preferente aandelen; BV: voorkeursrecht, tenzij statuten anders bepalen	Geen voorkeursrecht, tenzij in de statuten toegekend	Geen voorkeursrecht, tenzij in de 'certificate of incorporation' toegekend	'public company': geen wettelijk voorkeursrecht; 'proprietary company': voorkeursrecht, tenzij statuten anders bepalen

2.1.4. Inbreng in natura				
2.1.4.1. In te brengen bestanddelen	Onbeperkt, met uitzondering van recht op te verrichten werk of diensten	Onbeperkt, ook toekomstig werk en diensten	Onbeperkt, ook toekomstig werk en diensten	Onbeperkt, ook toekomstig werk en diensten
2.1.4.2. Waardering van de inbreng	Beschrijving oprichters/bestuur; controle door onafhankelijke deskundige	Bestuur oordeelt of inbreng 'adequate' is, 'good faith', geen externe inbrengcontrole	Bestuur oordeelt of inbreng 'adequate' is, 'good faith', geen externe inbrengcontrole	Bestuur oordeelt of inbreng 'adequate' is, 'honest estimate', geen externe inbrengcontrole
2.1.4.3. Sancties bij te hoge waardering inbreng	Onder omstandigheden persoonlijke aansprakelijkheid bestuurder	Aansprakelijkheid bestuurder i.g.v. 'fraud'	Aansprakelijkheid bestuurder i.g.v. 'fraud'	Aansprakelijkheid bestuurder i.g.v. 'breach of fiduciary duty'
2.1.4.4. Openbaarmaking inbrenggegevens	Ja, bij handelsregister / KvK	Nee	Nee	Ja, bij ASIC

2.2. UITKERINGEN AAN AANDEELHOUDERS	NEDERLAND	RMBCA	DELAWARE	AUSTRALIË
<p>2.2.1. Dividenduitkering</p> <p>2.2.1.1. Bevoegd orgaan</p> <p>2.2.1.2. Maatstaf voor uitkering</p> <p>2.2.1.3. Sanctieregeling</p>	<p>AVA</p> <p>EV = gestorte en opgevraagde kapitaal plus wettelijke en statutaire reserves</p> <p>Aansprakelijkheid bestuurders; NV: terugbetaling door aandeelhouder te kwader trouw; BV: terugbetaling door aandeelhouder o.g.v. onverschuldigde betaling</p>	<p>Bestuur</p> <p>Solvabiliteit en liquiditeit (\pm 1 jaar) dienen positief te zijn; uitgegaan wordt van ‘fair value’ (‘actual value’) ? GAAP</p> <p>Aansprakelijkheid bestuurder jegens de vennootschap, indien uitkering strijdig is met § 6.40 RMBCA en de bestuurder in strijd met de ‘business judgment rule’ heeft gehandeld; terugbetaling door aandeelhouder met ‘actual knowledge’</p>	<p>Bestuur</p> <p>Solvabiliteit dient groter dan ‘capital’ te zijn; uitzondering: ‘nimble dividends’; uitgegaan wordt van ‘fair value’ (‘actual value’)</p> <p>Aansprakelijkheid bestuurder jegens de vennootschap, indien uitkering strijdig is met § 173 DGCL en sprake is van ‘wilful or negligent’ schending en de vennootschap binnen zes jaar insolvent blijkt te zijn of wordt ontbonden; terugbetaling door aandeelhouder met ‘actual knowledge’</p>	<p>Bestuur, tenzij afwijkende statutaire bepaling</p> <p>Wet: mits er ‘profits’ zijn; betekenis onduidelijk; uitzondering: ‘nimble dividends’; Aanvullende liquiditeitstest vanwege ‘insolvent trading’ - bepaling</p> <p>‘Involved’ bestuurder: betaling civielrechtelijke boete (a), betaling schadevergoeding aan vennootschap (b), diskwalificatie (c), evt. strafrechtelijke veroordeling ingeval van ‘dishonesty’ (d) plus aansprakelijkheid ingeval van ‘insolvent trading’ (e); ‘Involved’ aandeelhouder: idem (a), (b) en (d)</p>

2.2.2. Inkoop van eigen aandelen				
2.2.2.1. Bevoegd orgaan	Bestuur; machtiging AVA vereist	Bestuur	Bestuur	Bestuur; in bepaalde gevallen is goedkeuring AVA vereist
2.2.2.2. Maatstaf voor inkoop	Bij verkrijging aandelen anders dan om niet: - EV minus verkrijgingsprijs = gestorte en opgevraagde kapitaal plus wettelijke en statutaire reserves - BV: max. 50% eigen aandelen; NV: max. 10% eigen aandelen - Statuten moeten inkoop toestaan - Machtiging AVA	Dezelfde maatstaf als bij dividenduitkering	Solvabiliteit dient groter dan 'capital' te zijn; uitzondering: preferente aandelen kunnen zondermeer worden ingekocht; uitgegaan wordt van 'fair value' ('actual value')	Vijf vormen van 'share buy-backs' met elk eigen procedurele vereisten; soms geldt 10/12-grens; soms goedkeuring AVA vereist; statutair kan inkoop worden verboden dan wel beperkt; voor alle vormen geldt een liquiditeitstoets
2.2.2.3 Sanctieregeling	Nietigheid inkoop aandelen op naam; aansprakelijkheid bestuurder jegens vervreemder te goeder trouw; aandelen aan toonder gaan op tijdstip verkrijging over op bestuurders; aansprakelijkheid bestuurder jegens vennootschap	Dezelfde sanctieregeling geldt als bij dividenduitkering	In beginsel geldt dezelfde sanctieregeling als bij dividenduitkering	Dezelfde sanctieregeling geldt als bij dividenduitkering

2.2.3. Kapitaalvermindering				
2.2.3.1. Bevoegd orgaan	AVA	N.v.t.; de RMBCA kent geen 'legal capital'	Bestuur	Bestuur, echter goedkeuring AVA vereist
2.2.3.2. Maatstaf voor kapitaalvermindering	Bij terugbetaling op aandelen dient EV minus terugbetaling = gestorte en opgevraagde kapitaal plus wettelijke en statutaire reserves	N.v.t.	Vennootschap moet na de kapitaalvermindering over voldoende activa beschikken om haar schulden te kunnen voldoen	Liquiditeitstoets: de vennootschap moet na de kapitaalvermindering in staat zijn haar crediteuren te betalen
2.2.3.3. Sanctieregeling	Een besluit tot terugbetaling terwijl het EV lager is dan de hierboven aangegeven grens is nietig; discussiepunt. Terugbetaling door aandeelhouder o.g.v. onverschuldigde betaling	N.v.t.	Onbekend	Dezelfde sanctieregeling geldt als bij dividenduitkering
2.2.4. Financiële steunverlening in verband met aandelentransacties				
2.2.4.1. Zijn er speciale wettelijke regels?	Ja, verbod op zekerheidstelling, koersgarantie, zich sterk maken of zich hoofdelijk verbinden; voor NV verbod tot verstrekken van leningen met het oog op het nemen of verkrijgen van aandelen;	Nee	Nee	Ja, 'financial assistance' is toegestaan, mits goedkeuring AVA en inachtneming liquiditeitstoets ("the financial assistance does not materially prejudice the company's ability to pay its creditors")

2.2.4.2. Sanctieregeling	<p>V mag dergelijke leningen slechts verstrekken tot bedrag van de uitkeerbare reserves</p> <p>Ja, heersende leer: nietigheid</p>	Niet in het vennootschapsrecht; daarbuiten 'fraudulent trading'	Niet in het vennootschapsrecht; daarbuiten 'fraudulent trading'	Dezelfde sancties gelden als bij dividenduitkering
2.2.5. Overige middelen ter bescherming van crediteuren tegen benadeling door uitkeringen	Faillissementspauliana; onrechtmatige daad	'Fraudulent transfer'; 'equitable subordination'	'Fraudulent transfer'; 'equitable subordination'	'Insolvent trading'; 'antecedent transactions'; 'uncommercial transactions'; 'unfair preferences'; 'unfair loans'

3. AFSCHAFFING NOMINALE WAARDE	NEDERLAND	RMBCA	DELAWARE	AUSTRALIË
3.2. Zeggenschaps- en winstrechten	<p>Stemrechtverdeling geschiedt naar evenredigheid, gemeten aan het aandelenbezit indien nominale waarde van de aandelen gelijk is en aan de nominale waarde indien dat niet het geval is. Beperkte mogelijkheden om hiervan af te wijken. Aandelen zonder stemrecht niet mogelijk.</p> <p>De winstverdeling geschiedt naar evenredigheid van het gestorte nominale bedrag van het aandeel; in de statuten kan hiervan worden afgeweken; aandelen zonder winstrecht niet mogelijk</p>	<p>‘one share, one vote’-beginsel, waarvan in de statuten kan worden afgeweken; grote vrijheid bij de verdeling van stem- en winstrechten over verschillende soorten aandelen; zowel aandelen zonder stemrecht als aandelen zonder winstrecht mogelijk</p>	<p>‘one share, one vote’-beginsel, waarvan in de ‘certificate of incorporation’ kan worden afgeweken; grote vrijheid bij de verdeling van stem- en winstrechten over verschillende soorten aandelen; ‘non-voting-shares’ mogelijk</p>	<p>‘one share, one vote’-beginsel, waarvan in de statuten kan worden afgeweken; grote vrijheid bij de verdeling van stem- en winstrechten over verschillende soorten aandelen; ‘weighted’ en ‘diminished voting rights’ mogelijk</p>
3.3. Minderheidsrechten	<p>Drempels:</p> <ul style="list-style-type: none"> - bijeenroeping AVA via rechterlijke machtiging: 10% van het geplaatste kapitaal; - geschillenregeling: een derde van het geplaatste kapitaal; 	<p>Drempels:</p> <ul style="list-style-type: none"> - bijeenroeping AVA: 10% van de stemmen; - inzage boeken: iedere aandeelhouder; - ‘derivative suit’: iedere aandeelhouder - ‘judicial dissolution’: iedere aandeelhouder 	<p>Drempels:</p> <ul style="list-style-type: none"> - inzage boeken: iedere aandeelhouder; - ‘derivative suit’: iedere aandeelhouder; - benoeming ‘receiver’: iedere aandeelhouder; 	<p>Drempels:</p> <ul style="list-style-type: none"> - verzoeken om een stemming: 5 stemgerechtigde aandeelhouders of ten minste 5% van de stemmen; - bijeenroeping AVA: 5% van de stemmen dan wel 100 aandeelhouders;

	- enquêteverzoek: 10% van het geplaatste kapitaal of aandelen met een nominale waarde van ten minste € 225.000			- inzage boeken: iedere aandeelhouder; - agenderingsrecht: 5% van de stemmen dan wel 100 aandeelhouders; - 'derivative action': iedere aandeelhouder;
3.4. Stemmenmeerderheid en quorumvereisten				
3.4.1. Stemmenmeerderheid	Gewone meerderheid van stemmen, tenzij de wet of de statuten voor bepaalde besluiten een grotere meerderheid voorschrijven	Gewone meerderheid van stemmen, tenzij de statuten anders bepalen	Ten aanzien van wettelijk voorgeschreven AVA-besluiten: meerderheid van de uitstaande aandelen waarvoor stemrecht ter zake van het desbetreffende onderwerp is verleend; overige AVA-besluiten: meerderheid van de aandelen met stemrecht vertegenwoordigd op de AVA	'ordinary resolution': gewone meerderheid van stemmen van aanwezige aandeelhouders op AVA; wet of statuten kunnen voorschrijven dat een 'special resolution' vereist is: 75% - meerderheid van de stemmen van aandeelhouders die bevoegd zijn te stemmen
3.4.2. Quorum	In enkele gevallen stelt de wet een quorumeis, bijv. dat het gehele kapitaal vertegenwoordigd is of dat de uitgebrachte stemmen meer dan de helft van het	Vertegenwoordigd moet zijn een meerderheid van de stemmen op de aandelen van een soort die m.b.t. een bepaalde kwestie stemgerechtigd is,	De meerderheid van het aantal uitstaande aandelen waarvoor stemrecht kan worden uitgeoefend, tenzij de 'certificate of incorporation' anders bepaalt	Twee aandeelhouders, tenzij statuten anders bepalen

	geplaatste kapitaal vertegenwoordigen; de statuten mogen ook voor andere besluiten quorumeisen bevatten	tenzij wet of statuten anders bepalen		
3.4.3. Besluitvorming buiten vergadering	Unanimiteit vereist alsmede schriftelijke uitbrenging stemmen; art. 2:128/238 BW	Unanimiteit vereist van alle aandeelhouders die stemrecht m.b.t. de kwestie hebben	Voldoende is dat blijkt van de schriftelijke instemming van aandeelhouders aan wie samen ten minste dat aantal stemmen toekomt dat zou zijn vereist voor het nemen van het desbetreffende besluit tijdens een AVA	'Proprietary company': 'circulating resolution' vereist: alle stemgerechtigde aandeelhouders ondertekenen een document waarin zij verklaren voor het desbetreffende besluit te zijn