

File ID	uvapub:132154
Filename	PROEFSCHRIFT
Version	unknown

SOURCE (OR PART OF THE FOLLOWING SOURCE):

Type	PhD thesis
Title	Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht
Author(s)	J. Barneveld
Faculty	FdR
Year	2014

FULL BIBLIOGRAPHIC DETAILS:

<http://hdl.handle.net/11245/1.401393>

Copyright

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content licence (like Creative Commons).

Het Van der Heijden Instituut werd in 1966 door prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. mr. J.M.M. Maeijer opgericht als studiecentrum voor rechts- personen- en vennootschapsrecht. Het heeft ten doel om, in de lijn van een indertijd te Nijmegen door prof. mr. E.J.J. van der Heijden gevestigde traditie, op alle mogelijke wijzen bij te dragen tot de ontwikkeling en verdieping van deze onderdelen van het privaatrecht. Het Van der Heijden Instituut is onderdeel van het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid, Radboud Universiteit Nijmegen.

In de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut verschijnen monografieën, proefschriften, congresbundels en uitkomsten van onderzoek naar de werking van regelgeving op het aangegeven onderzoeksterrein. Tevens verschijnen in deze Serie publicaties van de Vereniging voor Financieel Recht en Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation*.

De wetenschappelijke leiding van het Van der Heijden Instituut en de redactie van de Serie zijn in handen van prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme en prof. mr. C.D.J. Bulten.

www.kluwer.nl



verkrijgbaar als e-book
www.kluwer.nl/e-books



9 789013 119299



Kluwer
a Wolters Kluwer business

Mr. J. Barneveld

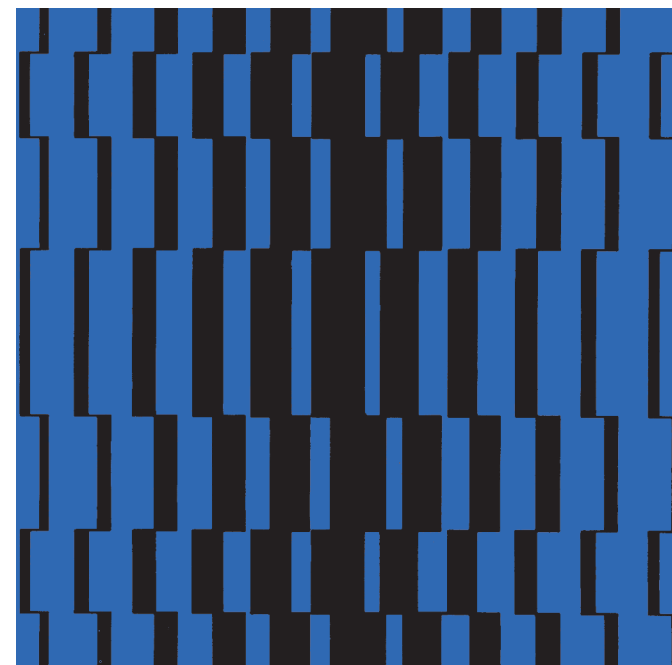
Financiering en vermogensonttrekking
door aandeelhouders

120



Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders

Mr. J. Barneveld



SERIE VANWEGE HET VAN DER HEIJDEN INSTITUUT



Kluwer
a Wolters Kluwer business

Deel 120

FINANCIERING EN VERMOGENSONTTREKKING DOOR
AANDEELHOUDERS

SERIE VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER REDACTIE VAN
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN
PROF. MR. M.P. NIEUWE WEME
PROF. MR. C.D.J. BULTEN

DEEL 120

FINANCIERING EN VERMOGENSONTTREKKING DOOR AANDEELHOUDERS

EEN STUDIE NAAR DE GRENZEN AAN DE FINANCIERINGSVRIJHEID VAN
AANDEELHOUDERS IN BESLOTEN VERHOUDINGEN NAAR
AMERIKAANS, DUIITS EN NEDERLANDS RECHT

ACADEMISCH PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Universiteit van Amsterdam
op gezag van de Rector Magnificus
prof. dr. D.C. van den Boom
ten overstaan van een door het college voor promoties
ingestelde commissie,
in het openbaar te verdedigen in de Aula der Universiteit
op vrijdag 10 januari 2014, te 13.00 uur

door

Jaap Barneveld
geboren te Amstelveen

Promotiecommissie

Promotor: prof. dr. H.J. de Kluiver

Co-promotor: dr. J. Roest

Overige leden: prof. dr. K. Geens
prof. dr. M.J. Kroeze
prof. dr. M.L. Lennarts
prof. dr. C.E. du Perron
prof. dr. G. van Solinge
prof. dr. H. de Wulf

Omslagontwerp: Bert Arts bNO

ISBN 978 90 13 11929 9

ISBN 978 90 13 11930 5 (E-book)

NUR 827-295

© 2014, J. Barneveld

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. het Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor verschuldigde wettelijke vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp).

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission from the publisher.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl.

“The law cannot compel business success: it can compel fair dealing.”¹

“Whatever the real motive and purpose of the stockholders, the courts will not tolerate any arrangements which would throw all the risks and hazards of the business upon the public who deal with it, and at the same time enable the stockholders to realize all possible gains while being secured against loss in the event the enterprise should prove unprofitable.”²

1 Latty 1936, p. 128.

2 Dix 1958, p. 484.

VOORWOORD

Op 10 januari 2014 promoveerde mr. Jaap Barneveld aan de Universiteit van Amsterdam op zijn studie naar financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders in besloten verhoudingen. Promotores waren prof. mr. H.J. de Kluiver en dr. J. Roest. Zijn dissertatie verschijnt als deel 120 in de *Serie vanwege het Van der Heijden Instituut*.

In zijn proefschrift onderzoekt Barneveld de grenzen aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder. Na een economische analyse van de wijze waarop aandeelhouders kosten kunnen afwentelen op de overige bij de vennootschap betrokken partijen, zet hij aan de hand van een viertal leerstukken uiteen waar die grenzen liggen. Allereerst bespreekt hij de vennootschapsrechtelijke normen inzake kapitaal en uitkeringen, vervolgens gaat hij in op de grenzen die de faillissementspauliana stelt aan vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, aansluitend komt aan bod onder welke omstandigheden de aandeelhouder vanwege zijn betrokkenheid bij de financiering aansprakelijk kan zijn jegens de vennootschapscrediteuren of jegens de vennootschap en tot slot behandelt hij onder welke omstandigheden de vorderingen van een aandeelhouder op de vennootschap voor achterstelling in aanmerking komen. Op basis van zijn economische bevindingen en een grondige studie van de relevante wetgeving, rechtspraak en juridische literatuur in de Verenigde Staten en Duitsland, bespreekt Barneveld op welke manier, en in welke mate, de genoemde leerstukken onder Nederlands recht aandeelhoudersfinanciering normeren.

Het zwaartepunt van die normering is thans niet langer gelegen in concrete kapitaalbeschermingsregels, maar in open geformuleerde (aansprakelijkheids)normen. Daarbij is de nadruk komen te liggen op de regulering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. Barneveld signaleert dat vermogensonttrekkingen in Nederland niet alleen genormeerd worden door boek 2 BW, maar tevens door de faillissementspauliana en het onrechtmatige daadsrecht. Hij illustreert dat de toepassing van deze leerstukken soms tot verschillende resultaten kan leiden. Daarnaast wijst hij erop dat aandeelhouders niet alleen door onttrekkingen kosten kunnen externaliseren, maar tevens door reeds bij oprichting of in het kader van een herstructurering de vennootschap inadequaar te financieren. Barneveld betoogt dat aandeelhouders onder omstandigheden aansprakelijk kunnen zijn vanwege ‘verwijtbare onderkapitalisatie’. Daarvan is zijns inziens sprake als met oog op de solvabiliteit, de liquiditeitspositie, de geprognosticeerde rentabiliteit en de door de vennootschap afgesloten verzekeringen, de vennootschap over te weinig middelen beschikt om haar continuïteit te waarborgen. De aandeelhouder die weet of behoort te weten dat de financiering *niet* adequaat is en de totstandkoming van de financiële

structuur kan voorkomen of opheffen, handelt onrechtmatig jegens de gezamenlijke vennootschapscrediteuren door niettemin zijn medewerking te verlenen aan de totstandkoming van de financiële structuur.

Het proefschrift van Barneveld is niet slechts uiterst actueel, maar slaat tevens een brug tussen economische noties en juridische normen. Daarbij komen fundamentele ondernemingsrechtelijke en insolventierechtelijke thema's aan bod. Barneveld formuleert een aantal belangrijke vragen die rijzen bij de financiering van de vennootschap, en voorziet die vervolgens van een antwoord. Wij zijn zeer verheugd om dit proefschrift in de *Serie vanwege het Van der Heijden Instituut* op te nemen.

G. van Solinge

M. van Olffen

M.P. Nieuwe Weme

C.D.J. Bulten

DANKWOORD

Om tot de afronding van een proefschrift te komen, moet men in staat zijn om stoïcijns door te gaan zonder dat men precies weet waarmee, zo heb ik mij ooit laten vertellen. Dat ik mij de afgelopen jaren slechts sporadisch in deze notie heb herkend, is geheel te danken aan mijn *Doktorvater*, Harm-Jan de Kluiver, en mijn *Doktormutter*, Joti Roest. Het is dankzij hun kritische houding, vertrouwen en visie dat dit boek er is gekomen. Ik ben buitengewoon dankbaar voor hun vergaande betrokkenheid bij het project en voor de bijzonder hartelijke wijze waarop zij invulling hebben gegeven aan de begeleiding. Ik had mij geen betere promotores kunnen wensen.

Mijn kamergenoot Rolef de Weijs heeft gedurende het gehele traject de rol van (oudere) *Doktorbruder* vervuld. Met zijn verfrissende blik en creatieve geest heeft hij zowel inhoudelijk als op sociaal vlak een belangrijke bijdrage geleverd aan mijn promotietijd.

De afdeling privaatrecht van de *Universiteit van Amsterdam* bood een prettige schrijfmgeving. In het bijzonder Jaap Baaij, Dewi Hamwijk, Joasia Luzak, Yacob Mijhad, Lyn Tjon Soei Len en Ilse Zaal zorgden voor de welkome afleiding. Ik ben tevens *De Brauw Blackstone Westbroek*, en dan in het bijzonder ‘de dertiende’, dankbaar voor de gastvrijheid van de afgelopen twee jaren. Vooral Jaron van Bekkum, Jan-Willem Meijer, Jonathan Soeharno en Robbert Tan verdienen in dat kader vermelding. Bij mijn ‘lotgenoten’ promovendi Matthijs de Jongh, Frans Overkleef en Michael Schouten kon ik niet alleen met inhoudelijke overpeinzingen terecht, maar ook voor de nodige ontspanning op een zonnig terras.

Het onderzoek naar buitenlands recht is mede gefaciliteerd door prof. Roberta Romano, die mijn aanstelling als *visiting researcher* aan de *Yale Law School* mogelijk heeft gemaakt, en door prof. Andreas Engert, die mij niet alleen toegang heeft verschaft tot de bronnen van de *Universität zu Köln*, maar mij daar ook zeer hartelijk heeft ontvangen. Ik ben tevens dank verschuldigd aan prof. Barbara Bier, voor de vruchtbare gedachtewisseling die wij op haar uitnodiging hadden op de *Neyenrode Business Universiteit*. Tien Nicolaas en Leticia Vasquez ben ik erkentelijk voor hun taalkundige blik op het manuscript.

Ik ben bovendien dank verschuldigd aan de leden van de promotiecommissie, prof. K. Geens, prof. M.J. Kroeze, prof. M.L. Lennarts, prof. C.E. du Perron, prof. G. van Solinge en prof. H. de Wulf, voor de beoordeling van het manuscript.

Ik ben mijn ouders en mijn zus dankbaar voor hun onvoorwaardelijke steun en rotsvaste vertrouwen in een goede afloop. Bij mijn (herhaaldelijke) uitingen van twijfel hebben zij mij steeds geruststellend toevertrouwd dat “toch niemand het boek ging lezen”. Celeste Dees dank ik voor de wijze waarop zij mij heeft gesteund tot de laatste letter op papier stond. Zelfs in Nieuw Zeeland was zij nog bereid de drukproeven grondig te controleren, terwijl dat ten koste ging van onze tijd in de beeldschone bergen. Ten slotte kunnen mijn goede vrienden die op regelmatige basis informeerden naar mijn “scriptie, werkstuk of paper”, Koen van den Bergh, Frank Dekker, Mike Philips, Nanne Praamstra, Doron Nethe, Frederique Reijntjes en Martin Schuijt, hier niet onvermeld blijven.

KORTE INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	VII
Dankwoord	IX
Hoofdstuk 1 Inleiding	1
<i>I. Economisch perspectief</i>	13
Hoofdstuk 2 Aandeelhoudersfinanciering in bedrijfseconomisch perspectief	15
Hoofdstuk 3 Normering van aandeelhoudersfinanciering in rechtseconomisch perspectief	43
<i>II. Amerikaans perspectief</i>	73
Hoofdstuk 4 Inleiding Verenigde Staten	75
Hoofdstuk 5 Kapitaal & uitkeringen	81
Hoofdstuk 6 Vermogensonttrekking & fraudulent transfer law	113
Hoofdstuk 7 Financiering & piercing the corporate veil	153
Hoofdstuk 8 Financiering & equitable subordination	187
Hoofdstuk 9 Conclusie Verenigde Staten	215
<i>III. Duits perspectief</i>	227
Hoofdstuk 10 Inleiding Duitsland	229
Hoofdstuk 11 Kapitaal & uitkeringen	235
Hoofdstuk 12 Vermogensonttrekking & Insolvenzanfechtung	273
Hoofdstuk 13 Financiering & existenzvernichtender Eingriff	291
Hoofdstuk 14 Financiering & Gesellschafterdarlehen	323
Hoofdstuk 15 Conclusie Duitsland	337
<i>IV. Nederlands perspectief</i>	347
Hoofdstuk 16 Historische inleiding Nederland	349
Hoofdstuk 17 Kapitaal & uitkeringen	391
Hoofdstuk 18 Vermogensonttrekking & faillissementspauliana	435

Hoofdstuk 19 Financiering & indirecte doorbraak	469
Hoofdstuk 20 Financiering & achterstelling	523
Hoofdstuk 21 Samenvatting & conclusie	545
Hoofdstuk 22 Summary & conclusions	565
 Afkortingen	 589
Literatuurlijst	593
Jurisprudentieregister	639
Trefwoordenregister	647
Over de promovendus	651

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord	VII
Dankwoord	IX
Hoofdstuk 1 Inleiding	1
1.1 Aanleiding tot het onderzoek	1
1.1.1 Overnames in krantenland	1
1.1.2 Ontwikkelingen in de financieringspraktijk: toename van schuldfinanciering en complexe financieringsstructuren	2
1.1.3 Herziening van het juridisch kader: flexibele kapitaalregels en open normen	3
1.2 Doelstelling van het onderzoek	4
1.2.1 Uitgangspunt: financieringsvrijheid van aandeelhouders	4
1.2.2 Hoofdvraag: grenzen aan de financieringsvrijheid?	5
1.2.3 Mogelijke sancties bij grensoverschrijding	5
1.2.4 Deelvragen	6
1.3 Afbakening en verantwoording van het onderzoek	7
1.3.1 De besloten (niet-beursgenoteerde) vennootschap	7
1.3.2 De rol van de aandeelhouder	7
1.3.3 Financiering en vermogensonttrekking	8
1.3.4 Privaatrechtelijke grenzen	8
1.4 Methode en opbouw van het onderzoek	9
1.4.1 Een functionele benadering: vennootschapsrecht, insolventierecht en algemeen civiel recht	9
1.4.2 Amerikaans en Duits perspectief	10
1.4.3 Opbouw van het onderzoek	10

I ECONOMISCH PERSPECTIEF 13

Hoofdstuk 2 Aandeelhoudersfinanciering in bedrijfseconomisch perspectief 15

2.1	Inleiding	15
2.2	Eigen vermogen en vreemd vermogen	15
2.2.1	Het afgeleide karakter van het eigen vermogen	15
2.2.2	Het risicodragende karakter van het eigen vermogen	17
2.2.3	Risico's aan financiering met vreemd vermogen	18
2.2.4	Hybride vermogen	19
2.3	Schuldfinanciering creëert in beginsel geen ondernemingswaarde	20
2.3.1	Het effect van leverage op het rendement van het eigen vermogen	20
2.3.2	Een hoger risico vereist een hoger rendement	22
2.3.3	Modigliani & Miller: de kapitaalstructuur heeft geen invloed op de ondernemingswaarde	23
2.4	Waardecreatie door schuldfinanciering in de praktijk	25
2.4.1	De trade-off-theorie	25
2.4.2	De free cashflow-theorie	27
2.4.3	De informatieasymmetrietheorie	28
2.4.4	De normatieve betekenis van bedrijfseconomische inzichten	29
2.5	Schuldfinanciering in de praktijk: de leveraged buyout	29
2.5.1	De financiële en juridische structuur van een LBO	30
2.5.2	De ontwikkeling van de LBO	32
2.5.2.1	De eerste LBO-golf: 'barbarians at the gate'	32
2.5.2.2	De tweede LBO-golf: 'financial engineering' en groeifinanciering	33
2.5.2.3	De derde LBO-golf: 'the golden age of private equity'	34
2.5.2.4	De vierde LBO-golf op komst?	37
2.5.3	De effecten van een LBO	37
2.5.3.1	Fiscaal effect	38
2.5.3.2	Effect op het insolventierisico	38
2.5.3.3	Effect op de werkgelegenheid	39
2.5.3.4	Macro-economische omstandigheden en LBO's	39
2.6	Conclusie	40

Hoofdstuk 3 Normering van aandeelhoudersfinanciering in rechtseconomisch perspectief 43

3.1	Inleiding	43
3.2	De 'neo-klassieke' rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht	44

3.2.1	Beperking van transactiekosten	44
3.2.2	Regulering van externaliteiten	45
3.3	Risicoallocatie in de kapitaalvennootschap	46
3.3.1	Economische argumenten voor beperkte aansprakelijkheid	46
3.3.2	Beperkte aansprakelijk in besloten verhoudingen	47
3.3.2.1	Een efficiënte 'default rule'?	47
3.3.2.2	Externaliteiten door beperkte aansprakelijkheid?	49
3.4	Benadeling van professionele crediteuren door een inadequate financiering	49
3.4.1	Moral hazard door beperkte aansprakelijkheid	49
3.4.2	In beginsel creëert een inadequate financieringsstructuur geen externaliteiten	51
3.4.3	Ex post vermogensonttrekking, leverage en risicoverhoging	52
3.4.4	Zekerheden en contractuele zelfbescherming	53
3.4.5	De grenzen aan zelfbescherming	54
3.5	Benadeling van handelscrediteuren, werknemers en onvrijwillige crediteuren door een inadequate financiering	56
3.5.1	De handelscrediteur, de werknemer en de consument	56
3.5.2	De onvrijwillige crediteur	58
3.5.3	Free rider effecten bij externe financiering	61
3.5.3.1	Bescherming door de betrokkenheid van een professionele crediteur	61
3.5.3.2	Relativering van het free rider effect: financiering met risicomijdend vermogen	62
3.6	Het risico van 'firm specific investments'	63
3.7	De economische rechtvaardiging van de normering van aandeelhoudersfinanciering	65
3.8	Normering van aandeelhoudersfinanciering: rules vs. standards	67
3.8.1	Brightline rules vs. open standards	67
3.8.2	Kapitaalbescherming: regulering door ex ante rules	69
3.8.3	Naar ex post standards; een trend gestart in de Verenigde Staten	70
3.9	Conclusie	71
II	AMERIKAANS PERSPECTIEF	73
	Hoofdstuk 4 Inleiding Verenigde Staten	75
4.1	Inleiding	75
4.2	Vennootschapsrecht in de VS	75
4.2.1	Statelijk recht en de RMBCA	75

4.2.2	Het vennootschapsrecht van de staat Delaware	76
4.2.3	Belangrijke rol voor de rechtspraak	77
4.3	Relevante rechtsvormen in de VS	77
4.3.1	Public en closely-held corporations	77
4.3.2	Limited Liability Company	78
4.4	Faillissementsrecht in de VS	78
4.5	Opzet Amerikaans perspectief	80
Hoofdstuk 5 Kapitaal & uitkeringen		81
5.1	Inleiding	81
5.2	Opkomst en ondergang van de kapitaalbescherming in de VS	81
5.2.1	Kapitaal als niet voor uitkering vatbare investering	81
5.2.2	Kritiek op kapitaalbescherming	84
5.2.3	Herziening van de MBCA en statelijke wetgeving	85
5.3	Inbreng en uitkering onder de RMBCA	85
5.3.1	Inbreng van aandeelhouders; omvang en vorm	85
5.3.2	Een ruime definitie van het begrip uitkering	86
5.3.3	Uitkering is de exclusieve bevoegdheid van het bestuur	87
5.3.4	Balanstest	88
5.3.5	Equity insolvency test	89
5.3.6	Houdbaarheid van de uitkeringstoets	90
5.4	Inbreng en uitkering onder het recht van Delaware	91
5.4.1	Aandelen met of zonder nominale waarde	91
5.4.2	Uitkering van surplus	91
5.4.3	Uitkering van ‘nimble dividends’	93
5.4.4	Geen equity insolvency test; wel een fiduciaire plicht	93
5.5	De uitkeringstest onder het recht van Californië	94
5.5.1	Equity insolvency test	94
5.5.2	Uitkering van gereserveerde winsten of op grond van een dubbele financiële test	95
5.5.3	Flexibilisering uitkeringsregeling in 2012	96
5.6	Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen	97
5.6.1	Aansprakelijk voor het tekort	97
5.6.2	Disculpatiemogelijkheid	98
5.6.3	Aansprakelijkheid jegens de vennootschap	98
5.6.4	De business judgment rule is van toepassing bij uitkering	99
5.6.5	Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege dividenduitkeringen in Delaware	100
5.6.6	Fiduciaire plichten jegens de crediteuren?	100

5.7	Restitutieverplichting voor aandeelhouders vanwege ongeoorloofde uitkeringen	102
5.7.1	Wettelijke restitutieverplichting voor aandeelhouders	102
5.7.2	Restitutieverplichting op grond van common law	104
5.7.2.1	Uitkering door een solvende vennootschap	104
5.7.2.2	Uitkering door een insolvente vennootschap	105
5.8	Toepassing van de wettelijke dividendregels op LBO's?	107
5.8.1	Court of Appeals (4th Cir.): uitkeringsregels niet van toepassing op LBO's	107
5.8.2	Court of Appeals (4th Cir.): uitkeringsregels wel van toepassing op LBO's	109
5.8.3	Samengestelde transacties: een zaak voor dividendregels of fraudulent transfer law?	110
5.9	Conclusie	111
	Hoofdstuk 6 Vermogensonttrekking & fraudulent transfer law	113
6.1	Inleiding	113
6.2	De ontwikkeling van fraudulent transfer law	113
6.2.1	Intent en badges of fraud	113
6.2.2	De Model Acts en de Bankruptcy Code	116
6.3	De regeling in de Bankruptcy Code	117
6.3.1	§ 548 BC: vernietiging van overdrachten en verplichtingen	117
6.3.2	Restitutieverplichting van de directe ontvanger	118
6.3.3	Restitutieverplichting van de indirecte ontvanger	119
6.4	Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders en fraudulent transfer law	119
6.4.1	Toepassing op vermogensonttrekkingen en LBO's	119
6.4.2	Aantasting individuele transacties van een LBO niet mogelijk of zinvol	120
6.4.3	Consolidatie van LBO's	121
6.4.4	LBO's: het domein van fraudulent transfer law?	122
6.4.5	Bescherming van alle crediteuren?	124
6.4.6	Gevolgen van de aantasting van een LBO	126
6.5	Oogmerk tot benadeling	126
6.6	Aantasting op grond van objectieve criteria	127
6.6.1	Geen benadelingsoogmerk maar risicoafwenteling	127
6.6.2	Reasonably equivalent value	129
6.6.2.1	Geen gelijkwaardige vergoeding bij vermogensonttrekkingen	130
6.6.2.2	Gelijkwaardige vergoeding bij een LBO?	131

6.7	Aantasting vanwege insolventie	132
6.7.1	Balanstest	132
6.7.2	Waardering van het actief: going concern of liquidatiewaarde?	133
6.7.3	Voorwaardelijke en onzekere verplichtingen	133
6.7.4	Equity Insolvency onder UFCA	133
6.8	Aantasting vanwege een onredelijk klein vermogen	134
6.8.1	Verhouding vermogen en risico's	134
6.8.2	Redelijke prognoses en ruimte voor tegenvallers	136
6.8.2.1	Moody v. Security Pac. Business Credit (1992): redelijke prognoses	136
6.8.2.2	In re O'Day Corp: onredelijke prognoses	139
6.8.3	Vertraagde betaling van handelscrediteuren	140
6.8.4	Tijdsverloop tussen overdracht en faillissement	141
6.8.5	Causaal verband overdracht en faillissement	142
6.8.6	Elementen van een onredelijk klein vermogen	144
6.9	Restitutieverplichting van aandeelhouders bij 'vernietiging' van een LBO	145
6.9.1	Ongeclausuleerde terugbetalingsplicht?	145
6.9.2	Wetenschap van de ontvangende aandeelhouder (toch) relevant?	145
6.9.3	De veilige haven van § 546(e) BC	148
6.10	Conclusie	150
	Hoofdstuk 7 Financiering & piercing the corporate veil	153
7.1	Inleiding	153
7.2	Piercing the corporate veil	153
7.2.1	Uitzondering op de beperkte aansprakelijkheid	153
7.2.2	Onvoorspelbare toepassing	154
7.2.3	Een leerstuk van primair statelijk recht	155
7.3	Metaforen en waslijsten	156
7.3.1	De populariteit van de metafoor	156
7.3.2	De ongewogen waslijst	157
7.3.3	DeWitt Truck Brokers: voorbeeld van metafoor en waslijst	158
7.3.4	Alleen doorbraak in besloten verhoudingen	160
7.3.5	Crediteur en curator	160
7.4	Wat is 'onderkapitalisatie' in het licht van veil piercing?	160
7.4.1	Veel voorkomend punt op de ongewogen waslijst	160
7.4.2	Een definitie van 'onderkapitalisatie'?	161

7.4.3	Wat kwalificeert als ‘kapitaal’ bij veil piercing?	162
7.4.3.1	Het gehele eigen vermogen kwalificeert als ‘kapitaal’	162
7.4.3.2	Verzekeringen kwalificeren als ‘kapitaal’	162
7.4.3.3	Kwalificeren aandeelhoudersleningen als ‘kapitaal’?	163
7.4.4	Onderkapitalisatie dient substantieel te zijn	165
7.5	Wat is het beoordelingsmoment van onderkapitalisatie bij veil piercing?	165
7.5.1	Onderkapitalisatie bij oprichting	166
7.5.2	Onderkapitalisatie bij ingrijpende wijziging van activiteiten	166
7.5.3	Een doorlopende verplichting tot adequate kapitalisatie?	168
7.6	Is onderkapitalisatie op zichzelf voldoende voor veil piercing?	170
7.6.1	Onderkapitalisatie: een relevante of zelfstandig doorslaggevende factor bij doorbraak?	170
7.6.2	Onderkapitalisatie zelfstandig voldoende voor doorbraak in Californië?	170
7.6.2.1	Automotiz	170
7.6.2.2	Minton v. Cavaney	171
7.6.2.3	Harris v. Curtis	172
7.6.3	Conclusie: onderkapitalisatie doorgaans niet voldoende voor veil piercing	173
7.7	Veil piercing op grond van onderkapitalisatie ten behoeve van de contractuele crediteur	173
7.7.1	Doorbraak ten behoeve van contractuele crediteuren bij misleiding of ‘fraude’	174
7.7.2	Geen rol voor onderkapitalisatie bij contractuele crediteuren volgens sommige federale Courts of Appeals	175
7.7.3	Wel een rol voor onderkapitalisatie bij contractuele crediteuren volgens andere rechters	176
7.8	Veil piercing op grond van onderkapitalisatie ten behoeve van de onvrijwillige crediteur	178
7.8.1	Geen rol voor onderkapitalisatie bij onvrijwillige crediteuren	178
7.8.1.1	Walkovszky v. Carlton	178
7.8.1.2	Browning-Ferris Industries	180
7.8.2	Wel een rol voor onderkapitalisatie bij onvrijwillige crediteuren	181
7.9	Een alternatieve oplossing voor doorbraak vanwege onderkapitalisatie: enterprise liability?	182
7.10	De rol van vermogensonttrekkingen bij veil piercing	184
7.11	Conclusie	186

Hoofdstuk 8 Financiering & equitable subordination	187
8.1 Inleiding	187
8.2 Achterstelling: ontwikkeling van het leerstuk	187
8.2.1 De regeling in de Bankruptcy Code	187
8.2.2 Het Supreme Court legt de basis	188
8.2.2.1 Taylor v. Standard Gas (1939): de Deep Rock doctrine	188
8.2.2.2 Pepper v. Litton (1939): verruiming van de doctrine	189
8.2.2.3 Comstock v. Group of Institutional Investors (1948): terug naar de basis	191
8.3 Vereisten voor achterstelling	192
8.3.1 Een driedelige achterstellingstoets	192
8.3.2 De crux: inequitable conduct	192
8.4 De aandeelhouder als insider	193
8.4.1 Kwalificatie als insider leidt niet automatisch tot achterstelling	193
8.4.2 Kwalificatie als insider leidt wel tot een extra kritische inspectie	194
8.5 Onderkapitalisatie: een relevante factor bij achterstelling	195
8.5.1 Onderkapitalisatie is relevant bij achterstelling	195
8.5.2 Arnold v. Phillips (1941): bestemming middelen doorslaggevend?	196
8.5.3 Costello v. Fazio (1955): onderkapitalisatie of onttrekking?	197
8.5.4 Onderkapitalisatie uitgewerkt in Mobile Steel (1977)	199
8.5.5 Onderkapitalisatie op zichzelf onvoldoende voor achterstelling	201
8.6 Kredietverstrekking in het kader van een reddingspoging	201
8.6.1 Matter of Lifschult Fast Freight: onderkapitalisatie ten tijde van een reddingspoging?	201
8.6.2 Geen achterstelling vanwege 'deepening insolvency'	204
8.7 Kredietverlening in het voordeel van crediteuren?	206
8.8 Herkwalificatie als alternatief voor achterstelling	208
8.9 Betalingen op aandeelhoudersleningen voor faillissement	210
8.9.1 Geen onttrekking maar voorkeursbehandeling	210
8.9.2 Voidable preferences volgens § 547 BC	211
8.9.3 Uitzonderingen	212
8.9.3.1 Ordinary course of business	212
8.9.3.2 New value	212
8.10 Conclusie	213

Hoofdstuk 9 Conclusie Verenigde Staten	215
9.1 Inleiding	215
9.2 Analyse van de leerstukken	215
9.2.1 Kapitaal en uitkeringen	215
9.2.2 Vermogensonttrekking & fraudulent transfer law	216
9.2.3 Financiering & piercing the corporate veil	218
9.2.4 Financiering & equitable subordination	218
9.3 Verhouding tussen de leerstukken	219
9.3.1 Functionele equivalenten	219
9.3.2 Transactiegericht leerstuk?	220
9.3.3 Dividendregels vs. fraudulent transfer law	221
9.3.4 Veil piercing vs. equitable subordination	223
9.4 De rol van onderkapitalisatie	224
III DUITSPERSPECTIEF	227
Hoofdstuk 10 Inleiding Duitsland	229
10.1 Inleiding	229
10.2 Relevante rechtsvormen in Duitsland	229
10.3 Vennootschapsrecht en faillissementsrecht in Duitsland	231
10.3.1 MoMiG 2008: een grondige herziening	231
10.3.2 Concernrecht	232
10.4 Opzet Duits deel	232
Hoofdstuk 11 Kapitaal & uitkeringen	235
11.1 Inleiding	235
11.2 Minimumkapitaal	235
11.2.1 Een kapitaalvereiste sinds 1892	235
11.2.2 Functies van het minimumkapitaal	236
11.2.2.1 Een ‘serieusheidstest’	236
11.2.2.2 Een ‘risicobijdrage’	237
11.2.3 MoMiG: introductie van een kapitaalvennootschap zonder minimumkapitaal	237
11.2.3.1 Handhaving minimumkapitaal van de GmbH	237
11.2.3.2 Introductie van de UG zonder minimumkapitaal	238
11.3 Inbrengvereisten	239
11.3.1 Inbreng in geld en natura	239
11.3.2 Inbreng in natura	240

11.4	Uitkering aan aandeelhouders	241
11.4.1	De AVA besluit over het resultaat	241
11.4.2	De balanstest van § 30 GmbHG	241
11.4.3	Moment van toetsing en achterstelling van de dividendvordering	242
11.4.4	Interim dividend	243
11.5	Toepassingsbereik van § 30 GmbHG	243
11.5.1	Ruim bereik § 30 GmbHG	243
11.5.2	Discussie over reikwijdte § 30 GmbHG vóór invoering MoMiG	244
11.5.2.1	Kwalificeert een lening aan een aandeelhouder als ‘uitkering’?	244
11.5.2.2	Het ‘Novemberurteil’	245
11.5.2.3	Kritiek van wetenschap en (financierings)praktijk	246
11.5.3	MoMiG: terug naar de balans	247
11.5.3.1	Handhaving gebonden kapitaal	247
11.5.3.2	Lening aan aandeelhouder: geen uitkering mits volwaardige vordering	247
11.5.3.3	Zekerheden aan en ten behoeve van aandeelhouders	250
11.5.3.4	Betaling op aandeelhouderslening: geen uitkering	251
11.5.3.5	Overige transacties met aandeelhouders	252
11.6	Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen	252
11.6.1	Aansprakelijkheid ex § 43 lid 3 GmbHG	252
11.6.2	Solvabiliteitsbescherming	253
11.6.3	Omvang van de aansprakelijkheid	253
11.7	Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege Insolvenzverschleppung en Insolvenzverursachung	254
11.7.1	Insolvenzverschleppungshaftung	254
11.7.1.1	Aansprakelijkheid voor alle betalingen na insolventie	254
11.7.1.2	Zahlungsunfähigkeit en Überschuldung	255
11.7.2	Insolvenzverursachungshaftung	257
11.7.2.1	Ongeoorloofde betalingen aan aandeelhouders	257
11.7.2.2	Onttrekkingen aan de liquiditeit	258
11.7.2.3	Causaliteit en voorzienbaarheid	259
11.7.2.4	Een Zahlungsfähigkeitsprognose bij uitkeringen	260
11.7.2.5	Omvang van de aansprakelijkheid	261
11.7.3	Instructies en decharge	262
11.8	Restitutieverplichting voor aandeelhouders bij ongeoorloofde uitkeringen	263
11.8.1	De restitutieverplichtingen van § 31 GmbHG	263
11.8.1.1	Restitutieverplichting voor alle ontvangers	263
11.8.1.2	Subsidiaire aansprakelijkheid medeaandeelhouders	263

11.8.2	Omvang van de verplichting	264
11.8.2.1	Omvang primaire aansprakelijkheid	264
11.8.2.2	Omvang subsidiaire aansprakelijkheid	265
11.8.3	Bijzondere bescherming ontvangen dividenden uit vrije reserves	266
11.8.4	Verhouding tot bestuurdersaansprakelijkheid ex § 43 lid 3 GmbHG	266
11.9	Kapitaalbescherming en LBO's	267
11.9.1	LBO-structuren in Duitsland	267
11.9.2	Toelaatbaarheid van upstream loans	268
11.9.3	Toelaatbaarheid van upstream securities	269
11.9.4	Aansprakelijkheid van bestuurders vanwege een LBO	270
11.9.5	Restitutieverplichting aandeelhouders bij een LBO	271
11.10	Conclusie	272
	Hoofdstuk 12 Vermogensonttrekking & Insolvenzanfechtung	273
12.1	Inleiding	273
12.2	Insolvenzanfechtung	273
12.2.1	Het systeem van § 129 – 136 InsO	273
12.2.2	Vorsatzanfechtung	275
12.2.3	Schenkungsanfechtung	276
12.3	Vermogensonttrekking door aandeelhouders en de Insolvenzanfechtung	278
12.3.1	Insolvenzanfechtung en uitkeringsregels: functionele equivalenten	278
12.3.2	Vermogensonttrekking door aandeelhouders en de Schenkungsanfechtung	279
12.3.2.1	Is een uitkering een handeling om niet?	279
12.3.2.2	Grigoleit: vennootschapsrechtelijk toelaatbare uitkeringen niet aantastbaar met § 134 InsO	280
12.3.2.3	Haas: ook verdeckte uitkeringen conform § 30 GmbHG niet aantastbaar met § 134 InsO	281
12.3.2.4	Eidenmüller: vennootschapsrechtelijk toelaatbare uitkeringen niet aantastbaar met § 134 InsO	281
12.3.2.5	Thole: uitkeringen wel aantastbaar met § 134 InsO	282
12.3.3	Vermogensonttrekking door aandeelhouders en de Vorsatzanfechtung	283
12.4	Insolvenzanfechtung en LBO's	285
12.4.1	Geen consolidatie van een LBO bij toepassing van de Insolvenzanfechtung?	285
12.4.2	De Vorsatzanfechtung en LBO's	286
12.4.3	Terugbetalingsverplichting koper: achterliggende investeerder?	287

12.5	Insolvenzanfechtung en materiële onderkapitalisatie	287
12.6	Conclusie	288
Hoofdstuk 13 Financiering & existenzvernichtender Eingriff		291
13.1	Inleiding	291
13.2	Van feitelijk concernrecht naar de onrechtmatige daad	291
13.2.1	1985-2001: Ontwikkeling van het GmbH-concernrecht	291
13.2.1.1	AG-concernrecht	291
13.2.1.2	Beperkte crediteurenbescherming door Treuepflichten in de GmbH	293
13.2.1.3	GmbH-concernrecht: van Autokran tot TBB	294
13.2.2	2001-2007: Durchgriffshaftung vanwege misbruik van rechtspersoonlijkheid	296
13.2.2.1	Bremer Vulkan 2001: einde van het GmbH-concernrecht	296
13.2.2.2	L-Kosmetik 2002: aansprakelijkheid medeaandeelhouders	297
13.2.2.3	KBV 2002: Durchgriffshaftung vanwege misbruik	298
13.2.3	2007-heden: aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad	300
13.2.3.1	Trihotel 2007: keuze voor de onrechtmatige daad	300
13.2.3.2	2008-2009: bestendiging nieuwe leer	302
13.3	Existenzvernichtender Eingriff	303
13.3.1	Vermogensonttrekkingen	303
13.3.2	‘Verdieping’ van insolventie of oorzaak van faillissement	304
13.3.2.1	Verdieping van de insolventie	304
13.3.2.2	Oorzaak van het faillissement	304
13.3.3	Opzet vereist?	305
13.3.4	Aansprakelijkheid jegens de vennootschap	306
13.3.4.1	Afbreuk aan crediteurenbescherming?	306
13.3.4.2	Erkenning eigen belang van de vennootschap?	308
13.3.5	Omvang van de schade	309
13.3.6	Bewijslast	310
13.3.7	Existenzvernichtung door een GmbH-Stafette?	310
13.4	Existenzvernichtung en materiële onderkapitalisatie	311
13.4.1	Nominale en materiële onderkapitalisatie	311
13.4.2	Debat over aansprakelijkheid wegens materiële onderkapitalisatie	312
13.4.3	De wetgever voorziet niet in een aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie	313

13.4.4	Het Gamma-oordeel: geen aansprakelijkheid wegens materiële onderkapitalisatie?	314
13.4.4.1	De casus	314
13.4.4.2	OLG Düsseldorf: onderkapitalisatie als vorm van Existenzvernichtung	315
13.4.4.3	BGH: onderkapitalisatie is geen Existenzvernichtung	315
13.4.4.4	BGH: geen algemene aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie	316
13.4.4.5	Onderkapitalisatie als onrechtmatige daad?	317
13.4.5	Aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie na het Gamma-oordeel	317
13.5	Existenzvernichtung en LBO's	318
13.5.1	Aansprakelijkheid van koper of verkoper?	318
13.5.2	De vereiste opzet/voorzienbaarheid bij een LBO	319
13.6	Overige vormen van aandeelhoudersaansprakelijkheid	321
13.6.1	Vermögenvermischung & Sphärenvermischung	321
13.6.2	Aschenputtel-GmbH	321
13.7	Conclusie	322
	Hoofdstuk 14 Financiering & Gesellschafterdarlehen	323
14.1	Inleiding	323
14.2	Kapitaalvervangende leningen voor het MoMiG	323
14.2.1	Ontwikkeling van een tweesporig leerstuk	323
14.2.1.1	Vanaf 1959: toepassing van uitkeringsregels op aandeelhoudersleningen in de rechtspraak	323
14.2.1.2	1980: codificatie van het Kapitalersatzrecht in het GmbH-Gesetz	324
14.2.2	Kapitaalvervangende leningen in crisistijd	325
14.2.3	Het in crisistijd niet opeisen van eerder verstrekt krediet	326
14.2.4	Kritiek op het Kapitalersatzrecht	327
14.3	Aandeelhoudersleningen na het MoMiG	327
14.3.1	Van het GmbH-Gesetz naar de Insolvenzordnung	327
14.3.2	Achterstelling van alle aandeelhoudersleningen	328
14.3.3	Betalingen op aandeelhoudersleningen	329
14.3.3.1	§ 30 GmbHG niet meer van toepassing	329
14.3.3.2	Betalingen binnen een jaar voor faillissement: vernietigbaar	329
14.3.4	Zekerheden voor aandeelhoudersleningen: vernietigbaar	330
14.3.5	Betalingen op kapitaalvervangende leningen door derden	331
14.3.6	Uitzonderingen voor kleine belangen en reddingsoperaties	332

14.4	De ratio achter de regeling inzake aandeelhoudersleningen na het MoMiG	333
14.4.1	Een financieringsverantwoordelijkheid van aandeelhouders?	333
14.4.2	De prijs voor beperkte aansprakelijkheid?	334
14.4.3	Indirecte regulering van onderkapitalisatie?	335
14.5	Conclusie	336
Hoofdstuk 15 Conclusie Duitsland		337
15.1	Inleiding	337
15.2	Analyse van de leerstukken	337
15.2.1	Kapitaal en uitkeringen	338
15.2.2	Vermogensonttrekking & Insolvenzanfechtung	339
15.2.3	Financiering & existenzvernichtender Eingriff	340
15.2.4	Financiering & Gesellschafterdarlehen	341
15.3	Verhouding tussen de leerstukken	342
15.3.1	Functionele equivalenten	342
15.3.2	Keuze voor interne aansprakelijkheidsnormen	342
15.3.3	Transactiegerichte leerstukken	343
15.3.4	Dividendregels vs. Existenzvernichtung	343
15.3.5	Dividendregels vs. regulering van aandeelhoudersleningen	344
15.4	De rol van onderkapitalisatie	345
IV	NEDERLANDS PERSPECTIEF	347
Hoofdstuk 16 Historische inleiding Nederland		349
16.1	Inleiding	349
16.2	1600 – 1800: financiering van de VOC	349
16.2.1	De financiering bij oprichting	349
16.2.2	De (voorgenomen) herfinanciering van 1612	350
16.2.3	Het dividendbeleid	351
16.3	1800 – 1838: naar een Wetboek van Koophandel	353
16.3.1	1810: Code de Commerce	353
16.3.2	1829: Iets over de naamloze maatschappijen	353
16.3.3	Besluit van 1 december 1833	354
16.4	1 oktober 1838: Wetboek van Koophandel	355
16.4.1	De regeling	355
16.4.2	Overheidstoezicht bij oprichting	356
16.4.3	Het kapitaal	356

16.4.4	Uitkeringen aan aandeelhouders	357
16.4.4.1	Uitkering van dividend	357
16.4.4.2	Verbod op vaste renten	358
16.4.5	Meldings- en ontbindingsplicht bij kapitaalverlies	359
16.5	1838 – 1929: naar een nieuw Wetboek van Koophandel	359
16.5.1	Ontwerp Staatscommissie 1890	360
16.5.2	Preadvies Visser 1902	361
16.5.3	Ontwerp Nelissen 1910	361
16.5.4	Ontwerp Heemskerk 1925	362
16.5.5	Ontwerp Donner 1927	363
16.6	1928: wijziging Wetboek van Koophandel	364
16.6.1	De nieuwe regeling	364
16.6.2	Overheidstoezicht bij oprichting	364
16.6.3	Het kapitaal	364
16.6.4	Uitkeringen aan aandeelhouders	366
16.6.4.1	Uitkering van dividend	366
16.6.4.2	Vaste (bouw)renten	368
16.6.4.3	Verkrijging van eigen aandelen	368
16.6.4.4	Teruggave van hetgeen op aandelen is gestort en kapitaalvermindering	369
16.6.5	Meldings- en ontbindingsplicht bij kapitaalverlies	370
16.7	1971 – 1978: introductie van de BV, boek 2 BW en het minimumkapitaal	370
16.7.1	1971: introductie van de Besloten Vennootschap	370
16.7.2	1976: invoering van boek 2 BW	372
16.7.3	1978: invoering (wettelijk) minimumkapitaal	372
16.8	1970 – heden: de vennootschap van contract naar instituut	374
16.9	1976 – 1986: implementatie van de Tweede EG-Richtlijn	376
16.9.1	Vrijwillige toepassing op de BV	376
16.9.2	Minimumkapitaal en inbrengvereisten	377
16.9.3	Uitkeringen aan aandeelhouders	377
16.9.3.1	Uitkering van dividend	377
16.9.3.2	Uitkering van interim-dividend	378
16.9.3.3	Terugbetaling ongeoorloofde uitkeringen	378
16.9.3.4	Inkoop van aandelen en kapitaalvermindering	379
16.9.4	Introductie van het verbod of financiële steunverlening	379
16.9.5	Bijeenroepingsplicht bij kapitaalverlies	381
16.10	1996 – 2013: naar een flexibele normering van financiering	382
16.10.1	Kritiek op het systeem van kapitaalbescherming	382
16.10.2	Europese herbezinning op de kapitaalbescherming en het voorstel voor een Europese BV	383

16.10.3	Rechtsvormconcurrentie binnen de EU leidt tot herbezinning op het BV-recht	386
16.10.4	Flexibilisering en vereenvoudiging van het BV-recht	387
16.10.4.1	Aanloop tot de herziening	387
16.10.4.2	De herziening van 1 oktober 2012	387
16.11	Conclusie	388
Hoofdstuk 17 Kapitaal & uitkeringen		391
17.1	Inleiding	391
17.2	De uitkeringsregeling in art. 2:216 BW	391
17.2.1	Van kapitaal naar aansprakelijkheid	391
17.2.2	Een uniforme regeling inzake uitkeringen	392
17.2.3	Besluitvorming inzake uitkeringen	392
17.3	Vennootschapsrechtelijke grenzen aan uitkeringen ex art. 2:216 BW	393
17.3.1	De vereenvoudigde balanstest	393
17.3.1.1	Geen gebonden kapitaal	394
17.3.1.2	Uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen	395
17.3.2	De uitkeringstest	397
17.3.2.1	Betalingsproblemen of continuïteitsproblemen?	398
17.3.2.2	Continuïteitsproblemen door én na een uitkering	400
17.3.2.3	Financiële kengetallen en prognoses	402
17.3.2.4	Onzekere verplichtingen	403
17.3.2.5	Het toetsmoment: de daadwerkelijke uitkering	404
17.3.2.6	Het toetsmoment bij ‘terugleen-constructies’	406
17.4	Overige vennootschapsrechtelijke grenzen aan uitkeringen	407
17.4.1	Uitsluitend toetsen aan het crediteurenbelang?	407
17.4.2	De rol van het vennootschappelijk belang bij uitkeringen	408
17.4.3	De rol van de redelijkheid en billijkheid bij uitkeringen	411
17.4.4	Vermogensonttrekkingen in strijd met het vennootschappelijk belang en art. 2:8 BW: de PCM-beschikking	413
17.4.4.1	De casus	413
17.4.4.2	Het oordeel van de Ondernemingskamer	414
17.5	Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen	415
17.5.1	Aansprakelijkheid jegens de vennootschap	415
17.5.2	Aansprakelijkheid jegens de boedel	417
17.5.3	Aansprakelijkheid jegens derden	418
17.6	Restitutieverplichting voor aandeelhouders bij ongeoorloofde uitkeringen	419
17.6.1	De restitutieverplichting bij nietige uitkeringen	419

17.6.2	De restitutieverplichting ex art. 2:216 lid 3 BW	420
17.6.2.1	Een restitutieplicht voor aandeelhouders niet te goeder trouw	420
17.6.2.2	Geen disculpatiemogelijkheid	421
17.6.2.3	Restitutie buiten faillissement	422
17.6.2.4	Omvang van de restitutieverplichting	423
17.6.2.5	Verbod op verrekening van de restitutieverplichting	424
17.6.3	Verhouding tussen restitutieplicht aandeelhouder en aansprakelijkheid bestuur	424
17.7	Aansprakelijkheid van de aandeelhouder als feitelijk beleidsbepaler bij vermogensonttrekkingen	426
17.7.1	Art. 2:216 lid 4 BW en art. 2:248 lid 7 BW	426
17.7.2	De kwalificatie als feitelijke beleidsbepaler bij vermogensonttrekkingen	427
17.8	Materiële uitkeringen aan aandeelhouders	428
17.8.1	Transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders	428
17.8.1.1	Materiële uitkeringen in het kader van een acquisitiefinanciering	428
17.8.1.2	Materiële uitkeringen in het kader van concernfinanciering	430
17.8.2	Normering van materiële uitkeringen	430
17.9	Conclusie	432
	Hoofdstuk 18 Vermogensonttrekking & faillissementspauliana	435
18.1	Inleiding	435
18.2	Introductie faillissementspauliana	435
18.2.1	Inleiding	435
18.2.2	Vereisten voor een succesvol beroep op de pauliana	436
18.2.2.1	Aantasting van een onverplichte rechtshandeling om niet of om baat	436
18.2.2.2	Bewijsvermoedens bij onverplichte rechtshandelingen	436
18.2.2.3	Aantasting van een verplichte rechtshandeling	438
18.3	Pauliana en dividend	438
18.3.1	De pauliana is van toepassing op dividenduitkeringen	438
18.3.2	De pauliana als vangnet van crediteurenbescherming	440
18.4	Tegen welke rechtshandeling kan de pauliana worden gericht?	441
18.4.1	Een uitkering bestaat uit drie rechtshandelingen	441
18.4.2	Vernietiging van de vennootschappelijke besluitvorming	441
18.4.3	Vernietiging van de daadwerkelijke uitkering?	442

18.5	Kwalificatie van een uitkering	444
	18.5.1 Verplicht of onverplicht?	444
	18.5.2 Om niet of om baat?	445
18.6	Benadeling door een uitkering	447
	18.6.1 Benadeling van crediteuren	447
	18.6.2 Twee vormen van benadeling	447
	18.6.3 Benadeling door een uitkering	448
18.7	Wetenschap van benadeling bij een uitkering	449
	18.7.1 Voorzienbaarheid van het faillissement en het tekort	449
	18.7.2 Wetenschap bij aantasting van de besluitvorming	450
18.8	Gevolgen van vernietiging van het dividend	451
18.9	Verhouding pauliana met art. 2:216 lid 3 BW	452
18.10	Vernietiging van dividend dat onderdeel is van een samenstel	453
	18.10.1 Dividend in samengestelde transacties	453
	18.10.2 Pauliana en samengestelde transacties	454
	18.10.3 HR Air Holland: vernietiging van alle individuele rechtshandelingen vereist?	455
	18.10.3.1 De casus	455
	18.10.3.2 De Hoge Raad	457
	18.10.3.3 Beoordeling volgens de Hoge Raad	458
	18.10.3.4 Samenhang reorganisatie-overeenkomst en dividendbesluit	460
	18.10.4 Aantasting van individueel dividend in een samenstel is in beginsel mogelijk	461
18.11	Vernietiging van een samengestelde vermogensonttrekking?	461
	18.11.1 Aantasting individuele uitkering niet altijd mogelijk of zinvol	461
	18.11.2 De problematische toepassing van de pauliana op de individuele stappen van een LBO	462
	18.11.2.1 De stappen van een LBO	462
	18.11.2.2 Aantasting betaling aan acquisitievennootschap niet zinvol	462
	18.11.2.3 Aantasting betaling aan verkopende aandeelhouders niet mogelijk	463
	18.11.3 Vernietiging van het gehele samenstel?	463
	18.11.4 Consolidatie van een LBO bij toepassing van de pauliana?	464
	18.11.4.1 Problematische kwalificatie van het samenstel	464
	18.11.4.2 Gevolgen van de vernietiging van een LBO?	465
	18.11.5 Een alternatief beoordelingskader voor samengestelde transacties?	466
18.12	Conclusie	467

Hoofdstuk 19 Financiering & indirecte doorbraak	469
19.1 Inleiding	469
19.2 Doorbraak en indirecte doorbraak	469
19.2.1 Door rechtspersonen heen kijken	469
19.2.2 Doorbraak door vereenzelviging	470
19.2.3 Indirecte doorbraak door aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad	471
19.2.4 Indirecte doorbraak vs. veil piercing en existenzvernichtender Eingriff	472
19.3 Twee categorieën van indirecte doorbraak	473
19.3.1 Schijn van kredietwaardigheid	474
19.3.1.1 Voortzetting van verlieslatende activiteiten	474
19.3.1.2 Peildatum problematiek	474
19.3.2 Ongeoorloofde vermogensonttrekkingen	475
19.4 De betekenis van onderkapitalisatie bij indirecte doorbraak	476
19.4.1 Onderkapitalisatie onvoldoende voor aansprakelijkheid van aandeelhouders	476
19.4.2 Onderkapitalisatie: een diffuus begrip	477
19.4.3 Onderkapitalisatie: een feitelijk begrip	478
19.4.4 De normerende rol van onderkapitalisatie	480
19.4.4.1 Handelen door aandeelhouders ten tijde van onderkapitalisatie	480
19.4.4.2 Verantwoordelijkheid van aandeelhouders voor het ontstaan van onderkapitalisatie	480
19.4.5 Vier financieringssituaties waarin onderkapitalisatie rechtens relevant is	481
19.5 Onderkapitalisatie bij formele uitkeringen	481
19.5.1 Onrechtmatige vermogensonttrekkingen sinds het Nimox-arrest	481
19.5.2 Geen intensieve beleidsbemoeienis of hechte concernstructuur vereist	483
19.5.3 Aansprakelijkheid van de minderheidsaandeelhouder?	484
19.5.4 Een lichter wetenschapsvereiste bij onttrekkingen door aandeelhouders	484
19.5.4.1 Onttrekkingen eerder onrechtmatig dan voortzetting van verlieslatende activiteiten	484
19.5.4.2 Codificatie van de verkeerde norm in art. 2:216 lid 3 BW	486

19.5.5	Omvang van de schade	487
19.5.5.1	Doorbraak of restitutieplicht?	487
19.5.5.2	Causaliteit met het faillissement?	488
19.5.6	Samenloopproblematiek	489
19.6	Onderkapitalisatie bij materiële uitkeringen en andere transacties met aandeelhouders	491
19.6.1	Materiële onttrekkingen en het afbouwen van exposure	491
19.6.2	Aansprakelijkheid vanwege materiële uitkeringen	492
19.6.2.1	Leningen aan aandeelhouders	492
19.6.2.2	Niet marktconforme rentevergoedingen aan aandeelhouders	493
19.6.2.3	Betalingen op risicodragende aandeelhoudersleningen	493
19.6.2.4	Intragroepstransacties niet 'at arms length'	493
19.6.2.5	Niet marktconforme bezoldiging	494
19.6.3	Aansprakelijkheid vanwege afbouwen exposure	495
19.6.3.1	Geen materiële uitkering, maar schending van de paritas creditorum	495
19.6.3.2	De omvang van de schade	497
19.7	Onderkapitalisatie bij reddingsoperaties	497
19.7.1	Additionele financiering	497
19.7.2	Terughoudende beoordeling reddingsoperaties	498
19.7.3	Geen vordering van de curator bij onrechtmatige voortzetting van verlieslatende activiteiten	499
19.7.4	Reddingsfinanciering gedekt door zekerheden: voortzetting van verlieslatende activiteiten of onttrekkingen?	499
19.8	Onderkapitalisatie bij oprichting of wijziging activiteiten	501
19.8.1	Wettelijke flexibiliteit staat niet aan verantwoordelijkheid in de weg	501
19.8.2	Vereisten voor aansprakelijkheid	504
19.8.3	Onderkapitalisatie onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren	506
19.8.4	Onderkapitalisatie en verzekeringen	506
19.8.5	Onderkapitalisatie vanwege een negatieve rentabiliteit	507
19.8.5.1	De Comsys-zaak: een inherent verlieslatende structuur	508
19.8.5.2	Geen peildatum bij een inherent verlieslatende structuur	510
19.8.6	Risicospreiding of risicovermijding?	511
19.9	Onderkapitalisatie en risicoaanvaarding	512
19.9.1	Risicoaanvaarding door specifieke crediteuren	513
19.9.2	Risicoaanvaarding en de Peeters/Gatzen-vordering	514

19.10	Onderkapitalisatie bij een LBO	516
19.10.1	Aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouder	517
19.10.2	Aansprakelijkheid van de kopende aandeelhouder	518
19.10.3	Redelijke prognoses ten tijde van de LBO	519
19.10.4	Betrokkenheid van een bank: een preventieve factor?	520
19.11	Conclusie	521
Hoofdstuk 20 Financiering & achterstelling		523
20.1	Inleiding	523
20.2	Aandeelhoudersleningen onder het flexibele BV-recht	523
20.2.1	Toename financiering met aandeelhoudersleningen sinds de herziening van 2012?	523
20.2.2	Aandeelhoudersleningen en betrokkenheid van professionele crediteuren	524
20.2.3	Geen bijzondere wettelijke regels voor aandeelhoudersleningen	525
20.2.4	Het juridisch discours inzake achterstelling	525
20.3	Achterstelling in de rechtspraak	527
20.3.1	Carrier 1 BV en Ambacht BV: achterstelling van ‘informeel kapitaal’	527
20.3.1.1	Carrier 1	527
20.3.1.2	Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.	529
20.3.2	One.Tel Ltd: geen achterstelling mogelijk onder Nederlands recht	530
20.4	Achterstelling van alle aandeelhoudersleningen?	531
20.4.1	Is er een normatieve relatie tussen winstdeling en verschaffing van risicodragend kapitaal?	531
20.4.2	Aandeelhoudersleningen als ‘informeel kapitaal’: een cirkelredenering	533
20.4.3	Creëren aandeelhoudersleningen bijzondere risico’s?	534
20.5	Misbruik van wetenschap uit hoofde insider positie?	534
20.5.1	Ongeoorloofde betalingen geen rechtvaardiging voor achterstelling	534
20.5.2	Normering van betalingen op aandeelhoudersleningen vóór faillissement	534
20.6	Ten tijde van onderkapitalisatie verstrekte aandeelhoudersleningen?	535
20.6.1	Inefficiënte reddingsoperaties	535
20.6.2	Reddingsfinanciering tegen zekerheden	538
20.7	Nominale onderkapitalisatie bij oprichting?	540
20.8	De achterstellingsrechtspraak in het licht van de onrechtmatige daad	542
20.9	Conclusie	543

Hoofdstuk 21 Samenvatting & conclusie	545
21.1 Inleiding	545
21.2 De financieringsvrijheid van aandeelhouders	545
21.3 Vier leerstukken die de financieringsvrijheid normeren	546
21.3.1 Vennootschapsrechtelijke normering van het kapitaal en uitkeringen	546
21.3.2 Insolventierechtelijke grenzen aan vermogensonttrekkingen	548
21.3.3 Doorbraak van aansprakelijkheid	549
21.3.4 Bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen	550
21.4 De grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders naar Nederlands recht	551
21.4.1 Welke rol speelt het begrip ‘onderkapitalisatie’ bij de normering van aandeelhoudersfinanciering?	551
21.4.1.1 Een diffuus begrip	551
21.4.1.2 De normatieve rol van onderkapitalisatie	552
21.4.2 Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken of andersoortige transacties met de vennootschap aan te gaan?	553
21.4.2.1 Grenzen aan formele uitkeringen	553
21.4.2.2 Grenzen aan materiële uitkeringen en het afbouwen van exposure	556
21.4.2.3 De rol van het vennootschappelijk belang bij onttrekkingen	557
21.4.3 Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap naar eigen inzicht te financieren bij oprichting en aanvang of wijziging van de ondernemingsactiviteiten?	558
21.4.3.1 Verwijtbare onderkapitalisatie	558
21.4.3.2 Onderkapitalisatie en risicoaanvaarding door crediteuren	559
21.4.4 Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap te financieren met door hem zelf verstrekt vreemd vermogen?	559
21.4.5 Hoe dienen complexe vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, die bestaan uit een samenstel van nauw verbonden rechtshandelingen, te worden genormeerd?	561
21.5 Tot slot: het blijft rommelen in krantenland	563

Hoofdstuk 22 Summary & conclusions	565
22.1 Reason for the study	565
22.1.1 Takeovers in the newspaper industry	565
22.1.2 Developments in the financing practice: increase of debt financing and complex financing structures	566
22.1.3 Review of the legal framework: flexible capital rules and open standards	567
22.2 Objective of the study	567
22.2.1 Starting point: the shareholder's discretion to decide on the financing of the company	567
22.2.2 Main question: the limits to the shareholder's discretion to decide on the financing of the company?	568
22.2.3 Sub-questions	569
22.3 Demarcation and justification of the study	569
22.3.1 The private (unlisted) company	569
22.3.2 The role of the shareholder	570
22.4 Regulation of shareholder funding from a (legal) economic perspective	571
22.5 Four doctrines that regulate the shareholder's discretion to decide on the financing of the company	572
22.5.1 Company law regulation of capital and distributions	572
22.5.2 Bankruptcy law limits on capital withdrawals	573
22.5.3 Piercing the corporate veil	574
22.5.4 Special rules for shareholder loans	575
22.6 The limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company under Dutch law	576
22.6.1 What role does the term 'undercapitalization' play in the regulation of the shareholder's discretion to decide on the financing of the company?	576
22.6.1.1 A vague term	576
22.6.1.2 The normative role of undercapitalization	577
22.6.2 What are the limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company in terms of withdrawing capital from the company or entering into other types of transactions with the company?	578
22.6.2.1 Limits on formal distributions	578
22.6.2.2 Limits on 'de facto' distributions and reducing exposure	580
22.6.2.3 The role of the company interest in withdrawals	581

22.6.3	What are the limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company in terms of financing the company upon incorporation and the start or change of the business activities?	582
22.6.3.1	Culpable undercapitalization	582
22.6.3.2	Undercapitalization and risk acceptance by creditors	583
22.6.4	What are the limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company in terms of financing the company using loan capital issued by the shareholder himself?	583
22.6.5	How should complex capital withdrawals by shareholders comprising a complex of closely related legal transactions be regulated?	585
22.7	Finally: the newspaper industry continues to be in some disarray	586

REGISTERS

Afkortingen	589
Literatuurlijst	593
Jurisprudentieregister	639
Trefwoordenregister	647
Over de promovendus	651

HOOFDSTUK 1

INLEIDING

1.1 Aanleiding tot het onderzoek

1.1.1 Overnames in krantenland

“Het *PCM*-concern wordt op dit moment leeggeroofd door de Britse aandeelhouder *Apax*, die in hoog tempo eigen vermogen heeft omgezet in schulden en er nu met de buit vandoor gaat.”¹ Deze uitspraak van het Tweede Kamerlid Van Dam illustreert het hevige publieke debat dat in 2006 volgde op de kortstondige participatie van *private equity*-partij *Apax* in de Nederlandse uitgever van kranten en dagbladen, *PCM Uitgevers*. Toen *Apax* in 2004 een meerderheidsbelang verwierf in *PCM*, beschikte de uitgever over een eigen vermogen van 268 miljoen euro; bij het uittreden van *Apax*, slechts twee jaar later, was het eigen vermogen van *PCM* negatief en drukte ruim 600 miljoen euro schuld op de balans van de uitgeverij.² De overname van *PCM* is besproken in een veelheid aan krantenartikelen, was onderwerp van meerdere documentaires en de gang van zaken werd gereconstrueerd in maar liefst twee boeken.³ In al deze media klonk hoofdzakelijk de kritiek dat de aandeelhouders en bestuurders van *PCM* zouden hebben welgevaren ten koste van het belang van de onderneming. Dit oordeel klinkt tevens door in de beschikking waarin de Ondernemingskamer op verzoek van een tweetal vakbonden oordeelde dat sprake was van wanbeleid.⁴ In het juridische discours is men echter minder eensgezind over de *PCM*-casus. Terwijl sommige auteurs betogen dat de handelwijze van *private equity* investeerders kwalificeert als “een gelegaliseerde roof”,⁵ menen anderen juist dat de overnamefinanciering van *PCM* als conservatief moet worden aangemerkt, en dat de kritiek daarop vooral zou zijn ingegeven door onvoldoende begrip van de toegepaste financiële structuur.⁶

1 *Kamerstukken II* 2006/07, 30 800 VIII, nr. 76, p. 4.

2 Data ontleend aan het jaarverslag van 2006.

3 Romaer 2009 en Schaepman & Spinhof 2008.

4 OK 27 mei 2010, *JOR* 2010/189, *Ondernemingsrecht* 2010/91 (*PCM II*).

5 Schoordijk 2009, p. 362.

6 Honée 2008, p. 127-132 en Mol 2012, p. 111.

Ook in de Verenigde Staten heeft de acquisitie van een krantenconcern aanleiding gegeven tot juridische procedures en een publiek debat over het handelen van de betrokken investeerders. In december 2007 is *Tribune Company*, uitgever van onder meer de *Chicago Tribune* en de *L.A. Times*, overgenomen door de investeringsmaatschappij van vastgoedmagnaat Zell.⁷ In het kader van de overname ging *Tribune* voor negen miljard dollar nieuwe schulden aan. Al vrij snel na de transactie kwam *Tribune* in financiële problemen en werd daarom gesneden in het personeelsbestand van de onderneming. Binnen een jaar na de overname zag *Tribune* zich genoodzaakt de bescherming aan te vragen van *Chapter 11* van de Amerikaanse *Bankruptcy Code*. Een door de rechter aangewezen onafhankelijke onderzoeker concludeerde dat de aandeelhouders van *Tribune* door de overname een omvangrijk bedrag aan de vennootschap hadden onttrokken, en dat het zeer waarschijnlijk was dat *Tribune* na de transactie was achtergebleven met een inadequaat vermogen.⁸ De ongesecureerde crediteuren in het faillissement van *Tribune* startten daarom in 2010 procedures tegen de bij de overname betrokken aandeelhouders en banken, omdat zij van oordeel waren dat de transactie de vennootschap en haar crediteuren aan onredelijke risico's had blootgesteld.⁹

1.1.2 Ontwikkelingen in de financieringspraktijk: toename van schuldfinanciering en complexe financieringsstructuren

De casus *PCM* en *Tribune* staan niet op zichzelf, maar zijn exemplarisch voor de wijze waarop veel bedrijven in de jaren voor de financiële crisis zijn gefinancierd. De grote beschikbaarheid van krediet leidde ertoe dat ondernemingen hun activiteiten in toenemende mate financierden met vreemd vermogen.¹⁰ Vooral bij overnames door *private equity*-investeerders werd het eigen vermogen op de balans van het doelwit vervangen door (gesecureerde) schulden. Vanwege de zo gecreëerde hefboom behaalden aandeelhouders een hoog rendement bij economische voorspoed, maar daar stond tegenover dat de financiële weerbaarheid van sommige vennootschappen (te) beperkt bleek toen het economische tij keerde. Niet alleen beursgenoteerde, financiële instellingen beschikten in 2008 over onvoldoende kapitaal, ook niet-genoteerde, niet-financiële bedrijven ondervonden hinder van de door hen gekozen kapitaalstructuur.

⁷ Zie Ginsberg e.a. 2011, p. 72-74.

⁸ *In re Tribune Co.*, Case No. 08-13141 (KJC) (Bankr. D. Del.), Report of Kenneth N. Klee as Examiner, Volume One, p. 18.

⁹ *Complaint, Wilmington Trust Co. v. JPMorgan Chase Bank, N.A.*, No. 10-50732 (Bankr. D. Del. Mar. 4, 2010). De *Chapter 11*-procedure van *Tribune* is in december 2012 geëindigd door – zeer kort gezegd – het aannemen van een reorganisatieakkoord waarin een schikking is bereikt voor (een deel van) de *claim* van de ongesecureerde crediteuren.

¹⁰ Zie hoofdstuk 2.

Daarnaast illustreren de casus *PCM* en *Tribune* dat financieringsstructuren de afgelopen decennia een steeds complexer karakter hebben gekregen. In beide zaken werd de overname vormgegeven als een *leveraged buyout* (LBO), een acquisitie-structuur die zich in de aanloop naar de kredietcrisis in een ongekennde populariteit kon verheugen. Een LBO is een overname die hoofdzakelijk met vreemd vermogen wordt gefinancierd en waarbij de overnamefinanciering voor rekening van de doelwitvennootschap wordt gebracht.¹¹ Een LBO bestaat in de regel uit een groot aantal nauw met elkaar verbonden (rechts)handelingen, waarbij zowel het overnamedoelwit als de oude en de nieuwe aandeelhouders en de financierende banken betrokken zijn. In veel jurisdicties bestaat discussie over de wijze waarop het recht grenzen dient te stellen aan LBO's. Het bijzondere, samengestelde karakter van de transactiestructuur roept vragen op over de toepassing van het bestaande normenkader. Daarbij valt op dat in de verschillende jurisdicties voor zeer uiteenlopende benaderingen wordt gekozen. Zo gaven LBO's in veel Europese Lidstaten tot voor kort vooral aanleiding tot lastige vragen over de toepassing van de formele kapitaalregels, terwijl in de Verenigde Staten reeds sinds de jaren '80 de gedachte heerst dat LBO's in beginsel legitieme transacties behelzen, die niettemin aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid van de betrokkenen als de crediteuren van de doelwitvennootschap aan onredelijke risico's zijn blootgesteld.

1.1.3 Herziening van het juridisch kader: flexibele kapitaalregels en open normen

Niet alleen de financieringspraktijk, maar ook het wettelijke normenkader betreffende de financiering van de besloten vennootschap is het afgelopen decennium aan verandering onderhevig geweest. Mede ten gevolge van de toegenomen concurrentie tussen Europese besloten rechtsvormen heeft een keur aan Lidstaten de afgelopen jaren getracht haar vennootschapsrecht aantrekkelijker te maken voor investeerders.¹² In dat kader hebben veel lidstaten de formele regels betreffende het kapitaal van de besloten vennootschap geschrapt of geflexibiliseerd. In veel jurisdicties is het daarom thans mogelijk om een kapitaalvennootschap met beperkte aansprakelijkheid op te richten zonder de inbreng van enig eigen vermogen. Zo zijn in Duitsland, door de invoering van de wet *MoMiG* in 2008, de kapitaalregels voor de *GmbH* ingrijpend herzien en is tevens een nieuwe '*capital light*'-rechtsvorm met beperkte aansprakelijkheid geïntroduceerd.¹³ In Nederland is op 1 oktober 2012 door de inwerkingtreding van de wet *Flex-BV* de kapitaalbescherming voor de BV zelfs vrijwel geheel ontmanteld.¹⁴ In beide landen is de normering van aandeelhoudersfinanciering thans primair gelegen in de regels inzake uitkeringen aan aandeelhouders,

11 Zie over de financiële en juridische structuur van de LBO par. 2.5.

12 Zie par. 16.10.

13 Zie par. 11.2.3.2.

14 *Stb.* 2012, 299; *Kamerstukken* 31 058 (vaststellingswet) en *Stb.* 2012, 300; *Kamerstukken* 32 426 (invoeringswet). Zie nader par 16.10.4 e.v.

die – kort gezegd – voorschrijven dat aandeelhouders geen vermogen aan de vennootschap mogen onttrekken indien redelijkerwijs voorzienbaar is dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zal geraken.

1.2 Doelstelling van het onderzoek

1.2.1 Uitgangspunt: financieringsvrijheid van aandeelhouders

De twee hiervoor geschetste ontwikkelingen – de veranderingen in de financieringspraktijk en de flexibilisering van het wettelijke normenkader voor de kapitaalvennootschap in besloten verhoudingen – vormen de aanleiding van dit onderzoek. Dat beoogt de centrale vraag te beantwoorden in welke mate, en op welke wijze, de financieringsvrijheid van de aandeelhouder in besloten verhoudingen privaatrechtelijk dient te worden begrensd ten behoeve van de belangen van de overige bij de vennootschap betrokken partijen, in het bijzonder wanneer de aandeelhouder ingrijpt in de kapitaalstructuur van de vennootschap.

Hoewel het begrip ‘financieringsvrijheid’ in de Nederlandse privaatrechtelijke doctrine nagenoeg nooit wordt gehanteerd,¹⁵ geldt mijns inziens als uitgangspunt dat aandeelhouders in beginsel vrijelijk kunnen beslissen over de wijze waarop zij de vennootschap financieren.¹⁶ Deze notie wordt uitdrukkelijker onderkend in de Duitse dogmatiek. Zo overweegt Beck: “*Die unternehmerische Finanzierungsfreiheit ist Grundelement der Finanzverfassung der GmbH. Dem Unternehmer steht es frei, Art und Umfang der Finanzierung der Gesellschaft zu gestalten.*”¹⁷

Mijns inziens geldt de financieringsvrijheid bij een drietal financiële keuzemogelijkheden van de aandeelhouder. Ten eerste staat het de aandeelhouder in beginsel vrij te bepalen in welke mate hij de vennootschap zal financieren, met andere woorden, hoeveel vermogen hij in totaal aan de vennootschap ter beschikking zal stellen. Ten tweede kan de aandeelhouder in beginsel naar eigen inzicht beslissen in welke juridische vorm hij de door hem verstrekte financiering giet: stort hij kapitaal of agio en draagt hij zo bij aan het eigen vermogen van de vennootschap, of verstrekt hij de vennootschap een lening, mogelijk tegen zekerheden, waardoor de schulden van de vennootschap toenemen? Tot slot staat het de aandeelhouder in beginsel vrij om eigen vermogen aan de vennootschap te onttrekken door formele uitkeringen, zoals de betaling van dividend, de inkoop van eigen aandelen of de betaling in het kader van een kapitaalvermindering. Daarnaast kan de aandeelhouder andere transacties met de vennootschap aangaan die resulteren in een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap ten behoeve van de aandeelhouder.

¹⁵ Men komt het begrip sporadisch tegen in fiscale context, zie bijvoorbeeld Habermam 1993, p. 25 e.v.

¹⁶ Vgl. Asser/*Van Solinge & Nieuwe-Weme* 2-IIA 2013, nr. 95.

¹⁷ Beck 2006, p. 38.

Zeker sinds de flexibilisering van het BV-recht, werpt boek 2 BW slechts een gering aantal *ex ante* drempels op bij al deze financieringsbeslissingen van de aandeelhouder.

1.2.2 Hoofdvraag: grenzen aan de financieringsvrijheid?

De financieringsvrijheid van aandeelhouders is niet ongelimiteerd; zij vindt haar grens in de belangen van derden. In de eerste plaats kan daarbij worden gedacht aan de crediteuren van de vennootschap. Aangezien zij zich uitsluitend kunnen verhalen op het vermogen van de rechtspersoon, hebben schuldeisers belang bij een debiteur/vennootschap die zodanig financieel is uitgerust dat hun opeisbare vorderingen (tijdig) kunnen worden voldaan. Hieruit vloeit voort dat de aandeelhouder bij zijn handelen ter zake van de financiering van de vennootschap tot op zekere hoogte rekening heeft te houden met de gerechtvaardigde belangen van de vennootschapscrediteuren.

Met name als de door de vennootschap gedreven onderneming groter is, en dus een meer geïnstitutionaliseerd karakter heeft, kunnen ook anderen belanghebbende zijn bij de instandhouding van het vennootschapsvermogen. Zo beperken de belangen van de werknemers, leveranciers en afnemers van de vennootschap zich in de regel niet tot hun 'crediteurenbelang' bij de voldoening van hun opeisbare vorderingen; zij hebben vooral belang bij voortdurende van hun relatie met de vennootschap. Daarnaast kunnen er maatschappelijke belangen gemoeid zijn bij de continuïteit van de onderneming. De vraag rijst of de aandeelhouder bij zijn financieringsbeslissingen onder omstandigheden ook met deze belangen rekening heeft te houden.

1.2.3 Mogelijke sancties bij grensoverschrijding

Indien een aandeelhouder de grenzen van zijn financieringsvrijheid overschrijdt, zal het recht daaraan doorgaans een sanctie verbinden. In abstracto kan onderscheid worden gemaakt tussen een aantal mogelijke sancties. Handelen in strijd met wettelijke kapitaalregels leidt doorgaans tot nietigheid of vernietigbaarheid van de verrichte rechtshandelingen. Zoals hiervoor aangegeven, spelen kapitaalregels in veel jurisdicties thans nog een beperkte rol bij de normering van aandeelhoudersfinanciering, en daarom heeft de sanctie van ongeldigheid van de verrichte rechtshandeling aan betekenis ingeboet.¹⁸ De grenzen aan de financieringsvrijheid worden met name *ex post* getrokken, in het kader van (aansprakelijkheids)procedures. Indien de aandeelhouder op ongeoorloofde wijze vermogen aan de vennootschap heeft onttrokken, zal hij onder omstandigheden kunnen worden aangesproken tot restitutie van de onttrokken middelen. Door deze sanctie wordt de vennootschap teruggebracht in de (financiële) positie waarin zij had verkeerdd indien de ongeoorloofde onttrekking niet had plaatsgevonden, en wordt anderzijds de ongeoorloofde

¹⁸ Zie over deze ontwikkeling Boschma & Schutte-Veenstra 2012a, p. 51-52.

verrijking van de aandeelhouder ongedaangemaakt. Aan een restitutieverplichting hoeft daarom niet noodzakelijkerwijs de gedachte ten grondslag te liggen dat de aandeelhouder zich schuldig heeft gemaakt aan laakbaar gedrag; deze kan tevens worden gebaseerd op een afgezwakte notie van ongerechtvaardigde verrijking. Mijns inziens dient de sanctie van restitutie daarom te worden onderscheiden van de mogelijkheid dat de aandeelhouder vanwege zijn betrokkenheid bij (de financiering van) de vennootschap aansprakelijk is voor de verplichtingen van de vennootschap jegens derden. Die aansprakelijkheid gaat aanzienlijk verder dan een gehoudenheid tot restitutie van te veel onttrokken vermogen, en zal daarom niet te snel mogen worden aangenomen. Tot slot is het mogelijk dat een aandeelhouder die de vennootschap heeft gefinancierd met vreemd vermogen, geconfronteerd wordt met een achterstelling van zijn vordering op de vennootschap bij de overige schuldeisers. Onderzocht zal worden welke rol deze sancties spelen bij de normering van aandeelhoudersfinanciering, en hoe zij zich tot elkaar verhouden.

Aan voornoemde sancties wordt in de regel pas toegekomen in het faillissement van de vennootschap. Dat neemt niet weg dat duidelijkheid over de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders ook reeds vóór faillissement van belang is. Naast de preventieve werking die daarvan uit kan gaan, kan dat van belang zijn voor reorganisaties van in financieel zwaar weer verkerende vennootschappen. Zo worden in de Verenigde Staten bij reorganisaties van noodlijdende ondernemingen regelmatig schikkingen bereikt waarvan de voorwaarden mede zijn ingegeven door de mogelijke aansprakelijkheidsrisico's van de aandeelhouders in faillissement.

1.2.4 Deelvragen

Om tot een antwoord te komen op de hoofdvraag van het onderhavige onderzoek, staat in de hiernavolgende hoofdstukken een aantal deelvragen centraal. Deze deelvragen worden in de conclusie van dit boek beantwoord, waardoor een beeld zal worden geboden van de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen onder Nederlands recht. De deelvragen luiden als volgt:

- i. Welke rol speelt het begrip 'onderkapitalisatie' bij de normering van aandeelhoudersfinanciering?
- ii. Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken of andersoortige transacties met de vennootschap aan te gaan?
- iii. Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap naar eigen inzicht te financieren bij oprichting en aanvang of wijziging van de ondernemingsactiviteiten?
- iv. Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap te financieren met door hem zelf verstrekt vreemd vermogen?
- v. Hoe dienen complexe vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, die bestaan uit een samenstel van nauw met elkaar verbonden (rechts)handelingen, te worden genormeerd?

1.3 Afbakening en verantwoording van het onderzoek

1.3.1 De besloten (niet-beursgenoteerde) vennootschap

Het onderhavige onderzoek richt zich om een aantal redenen op de kapitaalvennootschap in besloten verhoudingen, en dus niet op de beursgenoteerde vennootschap.¹⁹ Ten eerste doet de onderzochte problematiek zich in het bijzonder in besloten verhoudingen voor, waarin aandeelhouders vanwege het door hen gehouden belang, of vanwege hun betrokkenheid bij de vennootschap uit andere hoofde, doorgaans een grote mate van invloed kunnen uitoefenen op het (financiële) beleid van de vennootschap. Omdat de belangen van de aandeelhouders en de vennootschapscrediteuren niet altijd parallel lopen, impliceert een grotere invloed van aandeelhouders een grotere kans dat de vennootschap en haar crediteuren aan onredelijke risico's worden blootgesteld.²⁰ Nu het beleid van de beursgenoteerde vennootschap met een verspreid aandelenbezit primair wordt bepaald door het bestuur, speelt dit belangenconflict daar een minder pregnante rol.²¹

Ook de eerder genoemde flexibilisering van het BV-recht rechtvaardigt dat het onderzoek zich op de besloten vennootschap richt. Door de afschaffing van de kapitaalbescherming en de introductie van open geformuleerde (aansprakelijkheids) normen, rijst de vraag welke verantwoordelijkheid de aandeelhouder draagt voor een adequate financiering. In het onderhavige onderzoek zal worden getracht, mede op basis van de ervaringen met een flexibel besloten vennootschapsrecht in het buitenland, tot een nadere invulling van deze normen te komen.

1.3.2 De rol van de aandeelhouder

In deze dissertatie staat primair de rol van de aandeelhouder bij de financiering van de vennootschap centraal. De verantwoordelijkheid en mogelijke aansprakelijkheid van bestuurders komt slechts dan aan de orde, indien de wetgever aan het door hen gevormde orgaan een specifieke taak heeft toebedeeld met betrekking tot de financiering van de vennootschap. Voor nadere analyses van de rol van het bestuur wordt verwezen naar de omvangrijke literatuur die de afgelopen jaren over bestuurdersaansprakelijkheid is verschenen.²²

19 Het onderhavige onderzoek gaat uit van de wettelijke bepalingen van toepassing op de *closed corporation*, *GmbH* en *BV*. Sinds 1 oktober 2012 kan een *BV* ook een 'open karakter' hebben, en een *NV* kan een 'besloten karakter' hebben.

20 Zie par. 3.3.2.

21 Kraakman e.a. 2009, p. 117.

22 Zie bijvoorbeeld Assink 2007 en Strik 2010. Zie in het bijzonder over de rol van het bestuur bij vermogensonttrekkingen door aandeelhouders onder meer Lennarts 2012, Stokkermans 2012, Viëtor & Scheentjes 2012, Mol 2012, Barneveld 2012b, Raaijmakers 2011, Barneveld 2011c, Brink-van der Meer, Huizink & Ledebor 2011, Barneveld 2009c, Huizink 2009b, Verkerk 2008, Bier & Van der Zanden 2007, Lennarts 2007, Bier 2006a, De Kluiver 2006.

Het onderzoek concentreert zich om een aantal redenen op de aandeelhouder. Indien een vennootschap in financieel zwaar weer belandt, of zelfs in faillissement terechtkomt, richten benadeelde partijen hun pijlen vaak op de bestuurders. Dat is begrijpelijk en niet zelden terecht, aangezien primair het bestuur de verantwoordelijkheid draagt voor het (financiële) beleid van de vennootschap. Deze verantwoordelijkheid doet echter niets af aan de verantwoordelijkheid en mogelijke aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de financiering van de vennootschap. Zo zijn het niet de bestuurders, maar primair de aandeelhouders die beslissen over de hoeveelheid eigen vermogen waarmee de vennootschap wordt gefinancierd. Daarnaast worden niet de bestuurders, maar de aandeelhouders (als ontvangers van de onttrokken middelen) verrijkt door eventuele vermogensonttrekkingen voorafgaande aan het faillissement. Ook indien het faillissement van de vennootschap is veroorzaakt doordat zij in een onredelijke mate was gefinancierd met vreemd vermogen, is een kritische blik op de betrokken aandeelhouders gerechtvaardigd. De risicovolle financieringsstructuur komt immers primair ten goede aan de aandeelhouder. Het is in besloten verhoudingen dan ook niet zelden de aandeelhouder die bij oprichting van de vennootschap, bij een financiële herstructurering of in het kader van een overname, aandringt op een risicovolle kapitaalstructuur. Door de aansprakelijkheidsgevolgen vanwege een inadequate financiering uitsluitend bij de bestuurders te leggen, zou niet alleen de formele en feitelijke invloed van veel aandeelhouders op de totstandkoming van de financiële structuur worden miskend, maar ook het feit dat een riskante financiering primair het belang van de aandeelhouders dient. Het onderzoek heeft daarom als doel een bijdrage te leveren aan de gedachtevorming over de beperkingen die het recht dient te stellen aan de vrijheid van aandeelhouders om naar eigen inzicht de financiering van de BV in te richten.

1.3.3 Financiering en vermogensonttrekking

Dit onderzoek beoogt niet een inventarisatie te geven van alle situaties die aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid van aandeelhouders. In het hiernavolgende zal de aandacht uitsluitend worden gericht op de rol van de aandeelhouder bij de financiering van de vennootschap, waarbij in het bijzonder wordt ingegaan op het verstrekken van eigen vermogen, de financiering met vreemd vermogen (al dan niet door de aandeelhouder zelf) en het onttrekken van eigen vermogen. Het gaat kortom om handelen van aandeelhouders dat directe gevolgen heeft voor de passiefzijde van de balans van de vennootschap: de bemoeienissen van de aandeelhouder met de kapitaalstructuur.

1.3.4 Privaatrechtelijke grenzen

Aan de wijze waarop aandeelhouders invulling geven aan de financiering van de vennootschap liggen niet zelden fiscale overwegingen ten grondslag. Men kan daarom stellen dat ook in het belastingrecht, zij het indirect, grenzen worden gesteld

aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders. Zo is in 2012 een maatregel geïntroduceerd die de aftrekbaarheid van overnamefinanciering beperkt indien er na een overname sprake is van “excessieve financiering” met vreemd vermogen.²³ Ook het bestuursrecht bevat normen die zien op aandeelhoudersfinanciering. In dit proefschrift worden evenwel uitsluitend de *privaatrechtelijke* grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders onderzocht. Daarom zullen de fiscale regels niet aan bod komen, en zal evenmin aandacht worden besteed aan de gevolgen van het steeds verder uitdijende toezichtsrecht. Voor een analyse van de regeling inzake ‘*asset stripping*’, die door de implementatie van de AIFM-Richtlijn binnenkort in de Wft zal worden opgenomen, verwijs ik naar de literatuur ter zake.²⁴

1.4 Methode en opbouw van het onderzoek

1.4.1 Een functionele benadering: vennootschapsrecht, insolventierecht en algemeen civiel recht

Omdat aan het onderzoek niet een dogmatische, maar functionele vraagstelling ten grondslag ligt, zal de analyse verschillende juridische leerstukken omvatten die niet allemaal noodzakelijkerwijs tot het gebied van het klassieke vennootschapsrecht gerekend worden.²⁵ De financieringsvrijheid van aandeelhouders wordt niet alleen beperkt door regels van vennootschapsrecht, maar ook door het faillissementsrecht en het onrechtmatige daadsrecht. Zo zijn er verscheidene leerstukken op grond waarvan een aandeelhouder gehouden kan zijn om een ongeoorloofde vermogensonttrekking te restitueren; in zoverre is sprake van functionele equivalenten.

De Duitse jurist Haas heeft het als volgt treffend verwoord: “*Die Möglichkeit der GmbH-Gesellschafter, zum eigenen Vorteil auf das Gesellschaftsvermögen einzuwirken, steht im Spannungsverhältnis mit dem Gläubigerschutz. [...] Zu einem stimmigen System [...] kann aber nur gelangen, wer den Gläubigerschutz nicht als eine rein gesellschaftsrechtliche Domäne begreift.*”²⁶

De behandelde leerstukken zullen niet uitputtend in kaart worden gebracht. Hierna wordt uitsluitend bezien op welke manier en in welke mate de leerstukken de financieringsvrijheid van de aandeelhouder beperken. Door de leerstukken in

23 Formulering ontleend aan ‘De Fiscale Agenda. Naar een eenvoudiger, meer solide en fraudebestendig belastingstelsel’, 14 april 2011, p. 26-30. Stb. 2011, 639 (KS 33 003). Zie over deze maatregel Wierenga 2012.

24 Zie bijvoorbeeld Bier 2013, Bameveld 2013a en Overkleef 2012.

25 Zie ook Mülbart 2006, p. 363.

26 Haas 2006b, p. 1373. In Nederland heeft Lennarts erop gewezen dat op het punt van de crediteurenbescherming, het vennootschapsrecht en insolventierecht onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn (Lennarts 2006c, p. 28).

samenhang te beschouwen, wordt getracht tot een zo volledig mogelijke beantwoording van de functionele vraagstelling te komen.

1.4.2 *Amerikaans en Duits perspectief*

Deze studie beperkt zich niet tot de normering van aandeelhoudersfinanciering onder Nederlands recht; er zal tevens een analyse plaatsvinden van het relevante Amerikaanse en Duitse recht. Er vindt geen klassieke rechtsvergelijking plaats, in die zin dat met het onderzoek niet primair wordt beoogd de overeenkomsten en verschillen tussen het positieve recht van de bestudeerde jurisdicties bloot te leggen. De studie van het Amerikaanse en Duitse recht dient ter lering en inspiratie voor de analyse van de normering van aandeelhoudersfinanciering onder het Nederlandse recht. De Amerikaanse en Duitse hoofdstukken hebben kortom hoofdzakelijk een functioneel karakter.

1.4.3 *Opbouw van het onderzoek*

Het onderwerp van aandeelhoudersfinanciering zal eerst vanuit een economische invalshoek worden belicht. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op de bedrijfseconomische dimensies van financiering door aandeelhouders. Besproken wordt welke bedrijfseconomische overwegingen ten grondslag kunnen liggen aan de keuze voor een bepaalde kapitaalstructuur. Met het hoofdstuk wordt beoogd de lezer met een juridische achtergrond meer inzicht te bieden in de economische argumenten voor bepaalde financieringsbeslissingen van aandeelhouders, en daarbij inzichtelijk te maken op basis van welke argumenten aandeelhouders soms de voorkeur geven aan een risicovolle financieringsstructuur. In hoofdstuk 3 wordt vervolgens, aan de hand van noties uit de rechtseconomie, besproken op basis van welke argumenten de financieringsvrijheid van aandeelhouders dient te worden begrensd, en hoe deze begrenzing zijn beslag dient te krijgen. Bezien wordt op welke wijze de aandeelhouder door zijn handelen ter zake van de financiering kosten kan externaliseren naar de schuldeisers en overige *stakeholders* van de vennootschap, in het bijzonder door onderkapitalisatie van de vennootschap, vermogensonttrekkingen en door de vennootschap vreemd vermogen te doen aantrekken. Daar waar externaliteiten zich voordoen, kan grond bestaan om de financieringsvrijheid van de aandeelhouder te beperken. Ook komt de vraag aan bod op welke manier de financieringsvrijheid van aandeelhouders het beste kan worden genormeerd: door absolute kapitaalregels of door open (aansprakelijkheids)normen?

Na de twee economische hoofdstukken zal het relevante Amerikaanse, Duitse en Nederlandse recht worden besproken. Ik hanteer daarbij zoveel mogelijk een symmetrische indeling, die in de hiernavolgende alinea zal worden uiteengezet. In de hoofdstukken over buitenlands recht zal een beschrijving worden geboden van het positieve recht, en tevens aandacht worden besteed aan de argumenten die zijn aangevoerd voor de inhoud van dat recht, zowel in de rechtspraak als in de

juridische literatuur. In de hoofdstukken over het Nederlandse recht zal, mede op basis van de lessen die kunnen worden getrokken uit het economische onderzoek en uit het buitenlandse recht, een aantal open vragen inzake de normering van de financieringsvrijheid van aandeelhouders besproken worden en van een antwoord worden voorzien.

Per land wordt besproken welke vennootschapsrechtelijke normen gelden betreffende het kapitaal van de vennootschap en bij de uitkering van dividend. Daarna wordt ingegaan op de grenzen die het insolventierecht stelt aan het onttrekken van eigen vermogen aan de vennootschap, in het bijzonder op de (equivalenten van de) faillissementspauliana. Vervolgens wordt besproken onder welke omstandigheden een aandeelhouder aansprakelijk kan worden gehouden voor (alle of een deel van) de schulden van de vennootschap, vanwege het feit dat de vennootschap is ondergekapitaliseerd of daaraan (te veel) vermogen is onttrokken. Het gaat hier om situaties waarin de rechter de aandeelhouder het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid ontnemt, ofwel door de rechtspersoonlijkheid geheel weg te denken, ofwel door aansprakelijkheid van aandeelhouders aan te nemen op grond van onrechtmatige daad. Ten slotte wordt ingegaan op de wijze waarop het recht omgaat met door aandeelhouders verstrekt vreemd vermogen. Zo wordt besproken hoe de vorderingen van de aandeelhouder op de vennootschap worden behandeld in faillissement en komt aan bod op welke wijze aflossings- en rentebetalingen op aandeelhoudersleningen die voor faillissement hebben plaatsgevonden, worden genormeerd.

Op basis van de analyse van de genoemde leerstukken, en mede in het licht van de bevindingen in de economische hoofdstukken, zal in de conclusie een antwoord worden geformuleerd op de deelvragen die in dit onderzoek centraal staan, en aldus worden betoogd waar de grenzen liggen van de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen. Het onderzoek is afgesloten op 1 augustus 2013.

I. ECONOMISCH PERSPECTIEF

HOOFDSTUK 2

AANDEELHOUDERSFINANCIERING IN BEDRIJFSECONOMISCH PERSPECTIEF

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt aan de hand van bedrijfseconomische noties besproken welke overwegingen een rol spelen bij de keuze van de aandeelhouder voor de inrichting van de kapitaalstructuur van de vennootschap. Eerst worden kort de karakteristieke eigenschappen van het eigen vermogen en het vreemd vermogen uiteengezet. Vervolgens wordt nader ingegaan op de relatie tussen rendement en risico, en op de betekenis van deze relatie voor de financiering met vreemd vermogen. Daarna wordt aan de hand van drie gevestigde theorieën inzake ondernemingsfinanciering besproken welke factoren een prikkel kunnen vormen om de vennootschap te financieren met vreemd vermogen in plaats van eigen vermogen. Tot slot zal een en ander worden geconcretiseerd door de bespreking van een financieringsstructuur die vooral in jaren van hoogconjunctuur veel wordt toegepast: de *leveraged buyout*.

2.2 Eigen vermogen en vreemd vermogen

De vennootschap kan in haar financieringsbehoefte voorzien met eigen vermogen en vreemd vermogen. Hoewel beide als passiefpost op de balans worden opgenomen, bestaan er belangrijke verschillen tussen de vermogensvormen.

2.2.1 *Het afgeleide karakter van het eigen vermogen*

Boek 2 BW geeft geen definitie van het begrip eigen vermogen, wel biedt art. 2:373 BW een opsomming van de bestanddelen waaruit dit is opgebouwd.¹ Het nominale kapitaal en de gereserveerde winsten vormen de twee belangrijkste onderdelen van het eigen vermogen. De inbreng van de aandeelhouder vormt de eerste aanzet tot het eigen vermogen; door de storting van kapitaal (en eventueel agio) blaast hij de vennootschap leven in.² Hoe het eigen vermogen zich na de oprichting ontwikkelt, is primair afhankelijk van het succes van de door de vennootschap ontplooiende

1 Te weten: (het gestorte en opgevraagde deel van) het geplaatst kapitaal, het agio, de herwaarderingsreserve, andere wettelijke reserves, statutaire reserves, overige reserves en niet verdeelde winsten.

2 Schimmelpenninck 2003, p. 239.

activiteiten. Daarnaast kunnen de aandeelhouders ook ná de oprichting invloed uitoefenen op de omvang van het eigen vermogen: door storting van kapitaal en agio in het kader van een emissie van aandelen wordt het eigen vermogen verhoogd en door uitkeringen aan aandeelhouders wordt dat juist verminderd.

Het eigen vermogen vormt de restpost op de passiefzijde van de balans van de vennootschap: het bestaat uit het rekenkundige verschil tussen het balanstotaal en het vreemd vermogen.³ Het eigen vermogen is daarom direct afhankelijk van de waarde die wordt toegekend aan de activa. In die zin heeft het een afgeleid karakter. Bij een gelijkblijvende schuldenlast, heeft een fluctuatie in de waarde van het actief direct invloed op de omvang van het eigen vermogen. Het eigen vermogen is daarnaast afhankelijk van de kwalificering en waardering van de schulden en van (de omvang van) de getroffen voorzieningen.⁴ Het eigen vermogen betreft kortom een grootheid die continue aan verandering onderhevig is. Uit het karakter van restpost volgt dat het eigen vermogen negatief kan zijn, bijvoorbeeld doordat de activa zodanig in waarde zijn gedaald dat de totale waarde van het actief kleiner is dan de schulden. Met de term ‘negatief eigen vermogen’ wordt dus tot uitdrukking gebracht dat sprake is van een *tekort* aan eigen vermogen.⁵

Op de vennootschap rust geen verplichting om het eigen vermogen op een zeker moment af te lossen. Het is de onderneming voor onbepaalde tijd ter beschikking gesteld en ontbeert daarom het karakter van schuld.⁶ Hieruit volgt dat de vennootschap over haar eigen vermogen geen gefixeerde vergoeding verschuldigd kan zijn jegens de aandeelhouders. De vergoeding aan de verstrekker van het eigen vermogen is afhankelijk van het succes van de onderneming, zodat de kapitaalverstrekker geen garantie heeft dat hij daadwerkelijk dividend op zijn aandelen zal ontvangen.⁷ Slechts voor zover haar vermogenspositie dit toestaat, kan de vennootschap overgaan tot een uitkering aan haar aandeelhouders.⁸

3 De notie dat het eigen vermogen een restpost is, komt ook tot uitdrukking in de omschrijving van ‘equity’ in de *International Financial Reporting Standards (IFRS)*: “the residual interests in the assets of the entity after deducting all its liabilities” (zie IAS 32).

4 Beckman & Krens 2010, nr. 4.4.1.

5 Beckman meent dan ook dat de uitdrukking ‘negatief eigen vermogen’ vreemd is: “het gaat natuurlijk om een tekort aan eigen vermogen” (Beckman 2012, p. 633).

6 Beckman & Krens 2010, nr. 4.4.1.

7 Ook de houder van een (cumulatief) preferent aandeel heeft geen garantie dat aan hem daadwerkelijk dividend zal worden uitgekeerd. Het preferente karakter van het aandeel is gelegen in het feit dat *indien* er ruimte voor uitkering is, de preferente aandeelhouder voorgaat op de houders van reguliere aandelen (aldus ook Ferran 2008, p. 58).

8 Art. 2:105/216 BW. Dat neemt niet weg dat aandeelhouders – indien die mogelijkheid bestaat – hun rendement te gelde kunnen maken door verkoop van hun aandelen; Easterbrook en Fischel spreken van “a form of homemade dividends” (Easterbrook & Fischel 1991, p. 230).

2.2.2 Het risicodragende karakter van het eigen vermogen

Uit de voornoemde eigenschappen volgt dat het eigen vermogen een risicodragend karakter heeft. Ten eerste vormt het eigen vermogen een buffer tegen verliezen en de daaruit voortvloeiende waardedaling van het actief. Zolang het eigen vermogen groot genoeg is om deze waardedaling op te vangen, beschikt de vennootschap (balanstechnisch) over voldoende vermogen om haar schuldeisers volledig te voldoen. In Duitsland wordt het eigen vermogen daarom aangemerkt als ‘*Verlustpuffer*’ of ‘*Risikopuffer*’.⁹ Als het eigen vermogen onvoldoende is om het verlies te delgen, zal meestal de mogelijkheid om uitkeringen aan aandeelhouders te doen onder druk komen te staan. Omdat de vennootschap niet in gebreke kan zijn vanwege het niet betalen van dividend, hoeft dit geen gevolgen te hebben voor haar continuïteit.¹⁰

Het eigen vermogen fungeert niet alleen als buffer tegen schommelingen in de waarde van het actief, maar vangt tevens fluctuaties op in de kasstromen van de vennootschap. Financiële problemen manifesteren zich doorgaans als een liquiditeitstekort. Als de vennootschap bij een normale gang van zaken niet in staat is haar opeisbare verplichtingen te voldoen, dreigt haar insolventie; schuldeisers kunnen immers in dat geval haar faillissement uitlokken.¹¹ Aan een liquiditeitstekort kan een fundamenteel probleem ten grondslag liggen, maar het is tevens mogelijk dat slechts sprake is van een (tijdelijke) *mismatch* tussen de inkomende en uitgaande kasstromen.

Als een vennootschap geconfronteerd wordt met een liquiditeitsprobleem, zal zij in de regel trachten (overbruggings)financiering aan te trekken bij een kredietverstrekker. De bereidheid van derden om krediet te verstrekken is in hoge mate afhankelijk van de solvabiliteit van de vennootschap.¹² Naarmate de vennootschap over een groter eigen vermogen beschikt, zal zij in de regel gemakkelijker krediet kunnen aantrekken en aan haar opeisbare verplichtingen kunnen (blijven) voldoen.¹³ In de Duitse literatuur wordt in dit verband onderscheid gemaakt tussen de directe en indirecte financieringsfunctie van het eigen vermogen. Daarmee wordt tot uitdrukking gebracht dat het eigen vermogen niet alleen in directe zin kan worden aangewend ter financiering van de activa, maar tevens indirect, doordat op basis

9 Baums 2011, p. 204.

10 Aldus ook Ross, Westerfield & Jaffe 2002, p. 375. Wolf overweegt daarom mijns inziens ten onrechte dat de aanduiding ‘risicodragend’ niets zou toevoegen, omdat ook de verstrekker van vreemd vermogen het risico loopt zijn inbreng te verliezen (Wolf 2013, p. 44).

11 Mits aan het pluraliteitsvereiste is voldaan (art. 1 Fw).

12 Aldus ook Vriesendorp & Van den Sigtenhorst 2013, p. 95 en Raaijmakers 2006, p. 260.

13 Handschin 2012, p. 261. Daarnaast zal de kredietverstrekker natuurlijk ook kijken naar het winstpotentieel van de door de vennootschap gedreven onderneming, ofwel de geprognosticeerde rentabiliteit van het totale vermogen.

daarvan vreemd vermogen kan worden aangetrokken om in de financieringsbehoefte van de onderneming te voorzien.¹⁴ Er bestaat kortom een belangrijke interdependentie tussen het eigen vermogen en de liquiditeitspositie van de vennootschap. Handschin merkt het eigen vermogen daarom aan als ‘*risk reserve*’:

*“[E]quity is not only an indicator for the over-indebtedness of a corporation, but also for the ability of the corporation to make up for negative free cash flow. In fact, equity is an indicator for both financial risks of a corporation: the cash-drain risk as well as the risk of asset reductions and over-indebtedness. [...] It is the essential function of equity to provide for a buffer or a reserve to cope with these risks. Therefore, the term ‘risk-reserve’ is to be preferred to describe the function of equity.”*¹⁵

2.2.3 Risico's aan financiering met vreemd vermogen

Het vreemd vermogen van de vennootschap wordt primair gevormd door de kortlopende en langlopende schulden van de vennootschap, maar ook de getroffen voorzieningen, overlopende activa en niet-gepassiveerde verplichten moeten daartoe worden gerekend.¹⁶ Anders dan het eigen vermogen, zal het vreemd vermogen op termijn door de vennootschap moeten worden afgelost of geherfinancierd. De vennootschap is daarnaast over het vreemd vermogen meestal een gefixeerde vergoeding verschuldigd: de betaling van rente over de hoofdsom. De vennootschap wordt de rentevergoeding meestal periodiek verschuldigd, ongeacht of haar vermogenspositie haar tot de betaling daarvan in staat stelt. Als de vennootschap niet aan de rente- of aflossingsverplichtingen kan voldoen, is sprake van een tekortkoming in de nakoming van een verbintenis. Dit maakt financiering met vreemd vermogen risicovoller dan financiering met eigen vermogen.

In de praktijk worden vennootschappen soms gefinancierd met zogenoemde *Payment In Kind*-leningen (PIK). Vooral *private equity* investeerders plegen gebruik te maken van deze kredietvorm. Bij een PIK-lening wordt de door de vennootschap verschuldigde rente bijgeschreven op de hoofdsom en is de vennootschap gehouden op een bepaald moment de gehele lening – hoofdsom en rente – in een keer af te lossen. Dit heeft als voordeel dat gedurende de looptijd van de lening de rentelasten niet drukken op de kasstromen van de vennootschap. Zo kunnen vennootschappen zich in een hoge mate financieren met vreemd vermogen en niettemin op korte termijn aan hun opeisbare verplichtingen blijven voldoen. Daar staat tegenover dat de solvabiliteit van de vennootschap op deze manier in een hoog tempo wordt uitgehold. Door de rente bij te schrijven, wordt de vennootschap rente over rente verschuldigd, waardoor de verplichting in een rap tempo toeneemt gedurende de

¹⁴ Eckhold 2002, p. 14.

¹⁵ Handschin 2011, p. 194 en p. 200.

¹⁶ Voorzieningen dienen kort gezegd te worden gevormd als de omvang van een verplichting of verlies onzeker is, maar redelijkerwijs is te schatten, zie art. 2:374 BW.

looptijd. Deze wijze van financiering brengt daarom een aanzienlijk hoger herfinancieringsrisico mee dan een ‘reguliere’ (annuïteiten)lening.¹⁷

2.2.4 Hybride vermogen

Sommige financieringsinstrumenten hebben zowel eigenschappen van eigen vermogen, als van vreemd vermogen.¹⁸ Dergelijk hybride vermogen wordt doorgaans door financiële specialisten ontworpen met het doel om in specifieke wensen van bepaalde beleggers te voorzien.¹⁹ Of een hybride vermogensinstrument moet worden aangemerkt als eigen vermogen of als vreemd vermogen, hangt af van het toegepaste normenkader. Zo gaan de verslaggevingsregels in boek 2 BW uit van de juridische vorm van een vermogensinstrument, terwijl vermogen onder de *International Financial Reporting Standards* dient te worden gekwalificeerd op basis van de economische inhoud.²⁰ Hieruit volgt bijvoorbeeld dat preferente aandelen onder IFRS soms worden aangemerkt als vreemd vermogen, terwijl zij op grond van boek 2 kwalificeren als eigen vermogen.²¹ Ook in aandelen converteerbare leningen worden niet altijd hetzelfde behandeld onder boek 2 BW als onder IFRS. De fiscus hanteert op zijn beurt weer andere criteria bij de kwalificatie van hybride vermogensinstrumenten.

Het kernonderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, dat voor het onderhavige onderzoek van belang is, komt helder tot uitdrukking in het op Europees niveau vastgestelde raamwerk van kapitaaleisen voor financiële instellingen: Basel 3. De in Basel vastgestelde (kader)regels schrijven kort gezegd voor

17 Eidenmüller 2007b, p. 656, wijst erop dat uit onderzoek blijkt dat de mens de neiging heeft in de toekomst gelegen verplichtingen te licht op te vatten, zodat het gebruik van PIK-leningen aanzienlijke risico's meebrengt: “Im Lichte der bekannten Neigung zum “hyperbolischen Diskontieren” liegt in der temporären Aussetzung von tatsächlichen Zahlungspflichten offenbar eine besonders große Gefahr.” Ook Viëtor 2007, par. 5, wijst op de risico's aan PIK-leningen.

18 Zie daarover Ferran 2008, p. 57-59 en Van Geffen 2004.

19 Duffhues 2002, par. 4.

20 De toelichting bij IAS 32 inzake de “*Classification as Liability or Equity*” merkt hierover op: “The fundamental principle [...] is that a financial instrument should be classified as either a financial liability or an equity instrument according to the substance of the contract, not its legal form, and the definitions of financial liability and equity instrument. [...] A financial instrument is an equity instrument only if (a) the instrument includes no contractual obligation to deliver cash or another financial asset to another entity and (b) if the instrument will or may be settled in the issuer's own equity instruments, it is either: a non-derivative that includes no contractual obligation for the issuer to deliver a variable number of its own equity instruments; or a derivative that will be settled only by the issuer exchanging a fixed amount of cash or another financial asset for a fixed number of its own equity instruments.” (Onderstr. JB).

21 “If an entity issues preference (preferred) shares that pay a fixed rate of dividend and that have a mandatory redemption feature at a future date, the substance is that they are a contractual obligation to deliver cash and, therefore, should be recognised as a liability” (IAS 32.18(a)).

dat financiële instellingen een minimum eigen vermogen dienen aan te houden – onder Basel 3 aangeduid als *core-1 capital* of *sweet equity*. Volgens het Basel 3-akkoord kwalificeert een vermogensinstrument uitsluitend als *core-1 capital* als het de bank volledig vrij staat betalingen op de hoofdsom en tussentijdse dividend/rentebetalingen ‘*going concern*’ op te schorten; dus zonder dat dit leidt tot een toerekenbare tekortkoming van de vennootschap.²² Er is pas sprake van eigen vermogen als het vermogensinstrument buiten een faillissement (of formele reorganisatie van de schulden) verliezen kan opvangen. Het moet kortom gaan om *risicodragend* vermogen.²³

2.3 Schuldfinanciering creëert in beginsel geen ondernemingswaarde

Een van de meest fundamentele vraagstukken in de bedrijfseconomische wetenschap betreft de zoektocht naar de optimale kapitaalstructuur, ofwel naar de beste verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Daarbij staat de vraag centraal of ondernemingen waarde kunnen creëren door ‘*financial engineering*’.²⁴ Kunnen aandeelhouders de waarde van hun aandelen doen stijgen door invloed uit te oefenen op de kapitaalstructuur van de vennootschap, en zo ja, hoe?

2.3.1 Het effect van leverage op het rendement van het eigen vermogen

Rationele aandeelhouders beoordelen de prestaties van een vennootschap doorgaans op basis van het rendement dat de vennootschap maakt op het eigen vermogen (*return on equity*, ROE). De ROE wordt bepaald door de verhouding tussen enerzijds de winst na betaling van renteverplichtingen en belastingen en anderzijds de hoeveelheid geïnvesteerd eigen vermogen. Een hogere ROE impliceert een hogere waarde van de aandelen en meer ruimte voor uitkeringen. De ROE moet worden onderscheiden van de rentabiliteit van het *totale* vermogen van de vennootschap (*return on assets*, ROA). De ROA geeft de winstgevendheid weer van de aanwending van het totale actief, van de daadwerkelijke onderneming dus. De ROA wordt doorgaans bepaald door de verhouding tussen de operationele winst en het totale vermogen van de vennootschap.

22 Zie daarover Barneveld 2012a.

23 Dezelfde notie blijkt uit de toelichting bij IAS 32 inzake de “*Classification as Liability or Equity*”: “*A financial instrument is an equity instrument only if (a) the instrument includes no contractual obligation to deliver cash or another financial asset to another entity and (b) if the instrument will or may be settled in the issuer’s own equity instruments, it is either: a non-derivative that includes no contractual obligation for the issuer to deliver a variable number of its own equity instruments; or a derivative that will be settled only by the issuer exchanging a fixed amount of cash or another financial asset for a fixed number of its own equity instruments.*”

24 Bratton 2008, p. 214.

Tegenwoordig wordt de operationele winst vaak uitgedrukt in het acroniem EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*): het bedrijfsresultaat voor aftrek van rente, belasting, afschrijvingen en herwaarderingen. De EBITDA wordt gebruikt als maatstaf voor de winst die een onderneming realiseert met haar operationele activiteiten, zonder rekening te houden met haar financieringskosten en afschrijvingen. De EBITDA geeft een indicatie van de kasstromen van de vennootschap, zodat aan de hand daarvan kan worden bepaald of de gedreven onderneming voldoende *cashflow* genereert om aan haar renteverplichtingen te voldoen. De EBITDA geeft echter geen goed beeld van de financiële gezondheid van de onderneming, nu daarin louter de ingaande kasstromen tot uitdrukking komen, en de uitgaande kasstromen (zoals rente, belastingen en investeringen) niet. Warren Buffet heeft daarom opgemerkt: *“References to EBITDA make us shudder – does management think the tooth fairy pays for capital expenditures? We’re very suspicious of accounting methodology that is vague or unclear, since too often that means management wishes to hide something.”*²⁵

Een veelgehoorde stelling is dat aandeelhouders waarde kunnen creëren door te financieren met veel vreemd vermogen, omdat hierdoor de rentabiliteit van het eigen vermogen wordt verhoogd. Financiering met eigen vermogen zou daarom relatief duur zijn. Door te financieren met veel vreemd vermogen creëren de aandeelhouders echter geen waarde, maar een hefboom. Deze hefboom steunt op het feit dat de vennootschap over vreemd vermogen een gefixeerde vergoeding verschuldigd is; de renteverplichting is een vaststaand gegeven en daalt of stijgt niet mee met de operationele winst. Door het eigen vermogen te vervangen door vreemd vermogen (en dus met meer gefixeerde renteverplichtingen) kan de aandeelhouder de rentabiliteit van het eigen vermogen verhogen.

Een eenvoudig cijfervoorbeeld kan dit verduidelijken. Stel dat de vennootschap is gefinancierd met 80 euro eigen vermogen en 20 euro vreemd vermogen. Over het vreemd vermogen is de vennootschap 5 procent rente verschuldigd. Door aanwending van deze 100 euro behaalt de vennootschap een operationele winst (voor renteverplichtingen) van 20. Na aftrek van de 1 euro renteverplichting (5 procent van 20) resteert voor de aandeelhouders 19 euro winst.²⁶ De ROE is nu 23,75 procent ($19/80 \times 100$). Stel nu dat de vennootschap gefinancierd is met 80 euro vreemd vermogen en 20 euro eigen vermogen en het operationeel resultaat 20 euro blijft. Na de aftrek van de 4 euro renteverplichting (5 procent van 80), resteert voor de aandeelhouders een bedrag van 16 euro. Nu deze winst is gerealiseerd door aanwending van een substantieel kleiner eigen vermogen, is de ROE gestegen naar maar liefst 80 procent ($16/20 \times 100$).

25 W. Buffet, ‘Letter to the shareholders of Berkshire Hathaway Inc’, beschikbaar op: <http://www.berkshirehathaway.com/2000ar/2000letter.html>.

26 In dit voorbeeld zijn belastingen buiten beschouwing gelaten.

Uit dit cijfervoorbeeld blijkt dat bij een gelijk blijvende rentabiliteit van het totale vermogen (ROA), de rentabiliteit van het *eigen* vermogen (ROE) stijgt naarmate de vennootschap wordt gefinancierd met meer vreemd vermogen. Hieruit lijkt te volgen dat zolang de ROA boven de rentekosten van het vreemd vermogen ligt, aandeelhouders waarde kunnen creëren door de vennootschap vreemd vermogen te doen aantrekken.²⁷ Dit is echter allerm minst het geval, omdat in de analyse tot nu toe een belangrijk element ontbreekt dat niet gereflecteerd wordt in de ROE: risico.

2.3.2 Een hoger risico vereist een hoger rendement

Rationale investeerders beoordelen een investeringsmogelijkheid niet alleen op basis van het verwachte rendement, maar tevens op grond van het aan de investering verbonden risico. Een investeerder die kan kiezen uit twee investeringsmogelijkheden met een gelijk verwacht rendement, zal de voorkeur geven aan de investering met het minste risico.²⁸ Onder ‘risico’ wordt in de bedrijfseconomie de spreiding (of volatiliteit) van de mogelijke opbrengsten van de investering verstaan.²⁹ Een en ander kan aan de hand van een eenvoudig cijfervoorbeeld worden geïllustreerd.

Stel: investering A heeft 20 procent kans op een opbrengst van 1000, en 80 procent kans op een opbrengst van 0. Het verwachte rendement van deze investering is 200.³⁰ Investering B heeft 50 procent kans op een opbrengst van 300 en 50 procent kans op een opbrengst van 100. Het verwachte rendement van deze investering is daarom eveneens 200.³¹ Het *verwachte* rendement van beide investeringen is gelijk, maar investering A is aanzienlijk risicovoller dan investering B, omdat de spreiding van haar mogelijke rendementen veel groter is. Een rationele (en risico-averse) investeerder zal daarom de voorkeur geven aan investering B.

Nu rendement een vergoeding is voor het dragen van risico, impliceert een hoger risico een hogere rendementseis; als het risico van een investering hoger ligt, zal een

27 Als de rentabiliteit van de investering lager ligt dan het rentepercentage van de *leverage*, is financiering met vreemd vermogen vanzelfsprekend nadelig voor de rentabiliteit van het eigen vermogen. Dit wordt in de economische literatuur aangemerkt als *spurious leverage*. Klein, Coffee & Partnoy geven aan dat hoewel dergelijke irrationele investeringen in de wetenschap worden genegeerd, deze in de praktijk wel degelijk voorkomen (Klein, Coffee & Partnoy 2010, p. 349).

28 Aan deze – voor de bedrijfseconomie fundamentele – zienswijze ligt een veelheid van economische theorieën ten grondslag; de belangrijkste daarvan zijn de *Modern Portfolio Theory* (MPT) en het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

29 In deze paragraaf zal met de term ‘risico’ verwezen worden naar dit specifieke bedrijfseconomische begrip. In de andere delen van dit boek wordt daarmee verwezen naar de klassieke betekenis van het begrip: “gevaar voor onheil, schade of verlies” (Van Dale online 2013).

30 Het verwachte rendement van een investering wordt berekend door de mogelijke opbrengsten te vermenigvuldigen met de kans dat een opbrengst gerealiseerd wordt (opbrengst x kans). In dit geval dus: $0,20 \times 1000 + 0,80 \times 0 = 200$.

31 $0,5 \times 300 + 0,5 \times 100 = 200$.

investeerder daarvoor een hogere vergoeding vereisen. Het minimale rendement dat investeerders vereisen om vermogen ter beschikking te stellen, wordt door bedrijfseconomen het ‘vereiste rendement’ (*the cost of capital*) genoemd.³²

2.3.3 Modigliani & Miller: de kapitaalstructuur heeft geen invloed op de ondernemingswaarde

In een baanbrekend artikel uit 1958 hebben Modigliani & Miller betoogd dat vanwege de hiervoor beschreven samenhang tussen risico en (vereist) rendement, de waarde van een onderneming niet wordt beïnvloed door de manier waarop zij is gefinancierd.³³ De kapitaalstructuur (de rechterkant van de balans) heeft geen invloed op het rendement dat wordt behaald door aanwending van de activa (de linkerkant van de balans).³⁴ Net zo min als men een pizza in omvang kan doen toenemen door deze in meer stukken te snijden, kunnen aandeelhouders de waarde van de onderneming doen stijgen door de verhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen te wijzigen. Het gebruik van extra vreemd vermogen brengt meer risico mee en deze toename van risico willen de aandeelhouders gecompenseerd zien door meer rendement. Het door de aandeelhouders vereiste rendement stijgt volgens Modigliani en Miller lineair met de hoeveelheid vreemd vermogen in de kapitaalstructuur. De totale financieringskosten van een vennootschap zijn daarom constant, ongeacht de hoeveelheid vreemd vermogen in haar kapitaalstructuur.

Myers heeft het als volgt verwoord: “[*The proposition of Modigliani and Miller*] shows why there is no magic in financial leverage. Any attempt to substitute cheap debt for expensive equity fails to reduce the overall cost of capital because it makes the remaining equity still more expensive – just enough more expensive to keep the overall cost of capital constant.”³⁵

Door te financieren met meer vreemd vermogen verhoogt de aandeelhouder niet alleen het verwachte rendement van zijn investering, maar tevens de spreiding van de mogelijke opbrengsten; het *financiële* risico neemt dus toe. De financiering met vreemd vermogen beïnvloedt weliswaar niet het operationele risico (het risico dat

32 Het totale vereiste rendement van de verstrekkers van eigen vermogen en van vreemd vermogen wordt de totale *cost of capital* van de vennootschap genoemd. Dit is voor de vennootschap een belangrijke grootheid, nu de vennootschap uitsluitend zal willen investeren in projecten waarvan het rendement gelijk is aan, of groter is dan haar *cost of capital* (zie Ferran 2008, p. 62). Zie ook Boot 2005, p. 2005.

33 Modigliani & Miller 1958, p. 269: “[*T*]he market value of any firm is independent of its capital structure”. Hierna zal deze stelling – volgens gebruik – worden afgekort als MM1.

34 Modigliani en Miller stelden in hetzelfde artikel dat de marktwaarde van een onderneming wordt bepaald door de som van de marktwaarde van het eigen vermogen en vreemd vermogen. Dit zou gelijk moeten zijn aan de *discounted cashflows* van de vennootschap; de actuele waarde van de door activa gegenereerde kasstromen bepalen daarom hoeveel de onderneming waard is.

35 Myers 2001, p. 85.

samenhangt met het door de aanwending van het actief gegenereerde rendement), maar hoe groter de gefixeerde renteverplichting van de vennootschap, des te groter is de invloed van fluctuaties in het operationele resultaat op de rentabiliteit van het eigen vermogen. De hefboom werkt kortom twee kanten op.

Brealy, Myers en Marcus merken dienaangaande op: *“Debt finance does not affect the operating risk or, equivalently, the business risk of the firm. But with less equity outstanding, a change in operating income has a greater impact on earnings per share.”*³⁶ *“[T]he debt-equity choice does amplify the spread of percentage returns. [...] In other words, the effect of leverage is to double the amplitude of the swings of the [value of the] shares.”*³⁷

De kern van de stelling van Modigliani en Miller is dat het door de aandeelhouder vereiste rendement door het toegenomen risico exact evenveel stijgt als het verwachte rendement. De aandeelhouder kan zijn aandelen daarom niet in waarde doen stijgen door de vennootschap meer vreemd vermogen te laten aantrekken.³⁸ De werkelijke waarde wordt gecreëerd door de resultaten van de onderneming; de ‘productiemiddelen’ van die waarde staan op de actiefzijde van de balans. De manier waarop de passiefzijde van de balans is vormgegeven, heeft geen invloed op de verwachte kasstromen en risico’s die voortvloeien uit de met de activa ontplooidde activiteiten. De kapitaalstructuur geeft slechts aan hoe de door de activa gegenereerde kasstromen en risico’s worden verdeeld over de vermogensverschaffers van de vennootschap.³⁹

De analyse van Modigliani en Miller wordt door bedrijfseconomen aangemerkt als een waterscheiding binnen het denken over de financiering van de onderneming.⁴⁰ Daarvoor zijn de auteurs beloond met de Nobelprijs. Hoewel de indifferentietheorie sinds 1958 van belangrijke nuances is voorzien en verder is verfijnd, vormt zij nog steeds het startpunt van alle bedrijfseconomische analyses inzake de kapitaalstructuur van ondernemingen. Sinds de bijdrage van Modigliani en Miller staat vast dat – in de woorden van Boot – “het ‘rommelen’ met de financiële verhoudingen geen wezenlijke waarde creëert, en voor zover er wel waarde mee

36 Brealy, Myers & Marcus 2007, p. 401.

37 Brealey & Myers 2003, p. 474.

38 Dit punt wordt extra duidelijk als men bedenkt dat de door de vennootschap gecreëerde *leverage* ook door de aandeelhouder in privé had kunnen worden aangetrokken. Daarmee had de aandeelhouder op dezelfde manier zijn verwachte rendement en het risico van zijn investering kunnen beïnvloeden. Door vreemd vermogen aan te trekken doet de vennootschap dus niets dat de aandeelhouder niet zelf had kunnen doen (één van de vele aannames die ten grondslag liggen aan MM1, is dat individuele aandeelhouders tegen dezelfde voorwaarden kunnen lenen als ondernemingen, zie Klein, Coffee & Partnoy 2010, p. 360).

39 Zie Boot 2005, p. 142: “Het financieringsvraagstuk is veeleer een verdelingsvraagstuk”.

40 Zie bijvoorbeeld Myers 2001, p. 84 en Boot 2005, p. 142.

gecreëerd kan worden, de oorsprong van deze waardecreatie zorgvuldig moet worden blootgelegd”.⁴¹

2.4 Waardecreatie door schuldfinanciering in de praktijk

Aan de theorie van Modigliani en Miller ligt een aantal belangrijke aannames ten grondslag. Zo gaat deze uit van een efficiënte kapitaalmarkt waarin alle relevante informatie aan alle investeerders bekend is. Aangenomen wordt dat bij de vennootschap betrokken partijen (*insiders*) over dezelfde informatie beschikken als niet bij de vennootschap betrokken personen (*outsiders*). De stelling houdt evenmin rekening met transactiekosten, de kosten van insolventie, *agency*-kosten en de fiscale behandeling van vermogen. In de theoretische, ‘perfecte wereld’ van Modigliani en Miller heeft de kapitaalstructuur geen invloed op de waarde van de onderneming, maar in de werkelijke wereld bestaan er wel degelijk prikkels voor aandeelhouders om de vennootschap te financieren met vreemd vermogen. Op deze prikkels wordt hierna ingegaan.

2.4.1 De trade-off-theorie

De fiscale behandeling van eigen vermogen en vreemd vermogen heeft Modigliani en Miller ertoe genoopt hun indifferentietheorie in 1963 van een belangrijke nuance te voorzien.⁴² Eigen vermogen en vreemd vermogen zijn voor de fiscus geen gelijken. De vergoeding over het eigen vermogen, te weten de uitkering van dividend, is niet aftrekbaar van de fiscale winst van de vennootschap.⁴³ Daarnaast is de vennootschap over uitgekeerde dividenden dividendbelasting verschuldigd. De rentebetalingen over vreemd vermogen worden daarentegen beschouwd als door de vennootschap gemaakte (bedrijfs)kosten. Deze zijn daarom aftrekbaar van de fiscale winst van de vennootschap en drukken zo haar verplichting jegens de fiscus. Een belasting verschuldigde vennootschap die een extra euro aan rente betaalt, wordt daarvoor dus gedeeltelijk gecompenseerd door een ‘*interest tax shield*’, in de vorm van een belastingkorting. Financiering met vreemd vermogen in plaats van eigen vermogen verhoogt daarom het rendement na belastingen, en zo de ondernemingswaarde.⁴⁴ Omdat de verschaffers van het vreemd vermogen een gefixeerde *claim* hebben op de kasstromen van de vennootschap, komt het uit het *tax shield* voortvloeiende voordeel ten goede aan de verschaffers van het eigen vermogen: de aandeelhouders dus.

⁴¹ Boot 2005, p. 142.

⁴² Modigliani & Miller 1963 (MM2).

⁴³ Zie voor Nederland bijvoorbeeld Schonis 2006, p. 67-77.

⁴⁴ Het deel van de pizza dat naar de overheid gaat wordt niet meegenomen bij de bepaling van de ondernemingswaarde. De waarde van de onderneming is volgens MM1 immers de marktwaarde van het vreemd vermogen plus de marktwaarde van het eigen vermogen (zie Breal, Myers & Marcus 2007, p. 406).

Uit de gecorrigeerde theorie van Modigliani en Miller lijkt te volgen dat winstgevende vennootschappen zich het beste volledig met vreemd vermogen kunnen financieren. Deze vergaande gevolgtrekking wordt in de conclusie van hun artikel echter direct genuanceerd, waarbij gewezen wordt op de ‘andere kosten’ die aan de financiering met vreemd vermogen inherent zijn en die niet in de analyse zijn verdisconteerd.⁴⁵ De bedrijfseconomische wetenschap is op zoek gegaan naar die ‘andere kosten’,⁴⁶ en in de jaren ‘70 vloeit uit deze zoektocht de *trade-off*-theorie voort.⁴⁷ Daaraan ligt de gedachte ten grondslag dat financiering met vreemd vermogen kosten van *financial distress* meebrengt. Deze kosten bestaan niet alleen uit de kosten die voortvloeien uit insolventie (zoals de kosten van de curator, advocaten etc.), maar tevens uit de kosten die voortvloeien uit het toegenomen insolventierisico.⁴⁸ Het gaat daarbij om kosten ten gevolge van de afname van het vertrouwen dat derden hebben in de financiële gegoedheid van de onderneming, zoals het verlies van klanten en leveranciers, en de strengere voorwaarden van kredietverstrekkers. Daarnaast bestaat het risico dat het bestuur van de vennootschap uit vrees voor de gevolgen van een eventuele insolventie te voorzichtig wordt en zo waardevolle investeringsmogelijkheden onbenut laat.

Uit de *trade-off*-theorie volgt dat de onderneming bij haar beslissing om vreemd vermogen aan te trekken het fiscale voordeel moet afwegen tegen de kosten van *financial distress*.⁴⁹ Financiering met vreemd vermogen is lucratief zo lang de marginale belastingvoordelen opwegen tegen de marginale kosten van *financial distress*. Volgens deze theorie bestaat er daarom een optimale kapitaalstructuur, zij

45 “It may be useful to remind readers once again that the existence of a tax advantage for debt financing [...] does not necessarily mean that corporations should at all times seek to use the maximum possible amount of debt in their capital structures. [...] there are, as we pointed out, limitations imposed by lenders, as well as many other dimensions (and kinds of costs) in realworld problems of financial strategy which are not fully comprehended within the framework of static equilibrium models, either our own or those of the traditional variety. These additional considerations, which are typically grouped under the rubric of “the need for preserving flexibility,” will normally imply the maintenance by the corporation of a substantial reserve of untapped borrowing power.” (Modigliani & Miller 1963, p. 442).

46 Na het verschijnen van het tweede artikel van Modigliani en Miller in 1963 bleven de meeste ondernemingen die omvangrijke (fiscale) winsten rapporteerden, zich financieren met veel eigen vermogen. Zolang de theorie niet correspondeerde met de praktijk, zag de wetenschap zich genoodzaakt haar verder te ontwikkelen. In de woorden van Myers: “It does no good to say (without further explanation) that managers are “excessively conservative” or “not value-maximizing.” That amounts to blaming managers, rather than economists, for the failure of the economists’ theory” (Myers 2001, p. 89).

47 Kraus & Litzenberger 1973.

48 Boot 2005, p. 144.

49 Brealy, Myers & Marcus 2007, p. 414.

het dat de kosten van *financial distress* onmogelijk te berekenen zijn en daarom een economisch model om de ideale kapitaalstructuur te bepalen, ontbreekt.⁵⁰ Volgens sommige economen kan de *trade-off*-theorie niettemin als verklaring dienen voor het feit dat volwassen vennootschappen met stabiele kaststromen gemiddeld met meer vreemd vermogen gefinancierd zijn dan ondernemingen met weinig materiële activa en een groeiperspectief.⁵¹

2.4.2 De free cashflow-theorie

In 1976 verschijnt een belangwekkend artikel van Jensen en Meckling, waarin zij betogen dat de *trade-off*-theorie onvoldoende rekening houdt met *agency costs*.⁵² Onder *agency costs* verstaan economen de kosten die ontstaan doordat het belang van een agent die handelt ten behoeve van een principaal, niet noodzakelijkerwijs parallel loopt met het belang van de principaal.⁵³ Jensen en Meckling wijzen op de *agency costs* die verbonden zijn aan het feit dat de onderneming niet wordt bestuurd door haar *residual claimants* (de aandeelhouders), maar door het bestuur. Dit brengt het risico mee dat het bestuur niet volledig in het belang van de aandeelhouders handelt. Zo kan het bestuur zich onvoldoende inspannen ten behoeve van de winstgevendheid, overtollige kasmiddelen aanwenden voor investeringen met een negatieve verwachte waarde, eigen vermogen in de vennootschap trachten te houden als een ‘appeltje voor de dorst’ en zelfs overgaan tot zelfverrijking.⁵⁴ Om deze risico’s tegen te gaan, zullen aandeelhouders het handelen van het bestuur monitoren of dit risico in hun rendementseis verdisconteren. Dit brengt *agency costs* voor de vennootschap met zich mee, die volgens Jensen en Meckling verminderd kunnen worden door te financieren met veel vreemd vermogen. Van schuldfinanciering zou een disciplinerende werking uitgaan: door de hoge (gefixeerde) rentelasten die ten gevolge van een *leveraged* financieringsstructuur op de kasstromen van de vennootschap komen te rusten, wordt de *free cashflow* teruggebracht en het bestuur zo tot een efficiënte aanwending van de beschikbare middelen gedwongen.⁵⁵

50 De *trade-off* theorie heeft sinds haar geboorte dan ook aan de nodige kritiek blootgestaan. Zie Miller 1988 en Myers 1984.

51 Aldus Ferran 2008, p. 63 en Brealy, Myers & Marcus 2007, p. 414.

52 Jensen & Meckling 1976, die voortborduren op het gedachtegoed van Berle & Means 1932 en Smith 1776.

53 Bainbridge 2002, p. 36, overweegt: “Agency costs are defined as the sum of the monitoring and bonding costs, plus any residual loss, incurred to prevent shirking by agents.” Neus & Walter 2008, p. 10, hanteren een enigszins andere definitie: “Agency costs: i.e. the overall welfare loss caused by the delegation of decisions under conditions of imperfect markets.”

54 Jensen en Meckling 1976 spreken van “shirking, cheating, stealing, and other self-serving behavior [...] The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it below the cost of capital or wasting it on organizational inefficiencies.” (Jensen 1986, p. 323).

55 Volgens Jensen dient als ‘free cashflow’ te worden aangemerkt, de “cash flow in excess of that required to fund all of a firm’s projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital” (Jensen 1988, p. 28).

De *free cashflow* theorie van Jensen en Meckling heeft zijn uitwerking op de financieringspraktijk niet gemist. In de jaren tachtig vond in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk een groot aantal overnames plaats, waarbij de overname-som hoofdzakelijk gefinancierd werd met vreemd vermogen (zie daarover par. 2.5 hierna). In een artikel dat 30 jaar na de monumentale bijdrage van Modigliani en Miller verschijnt, stelde Miller dat deze ontwikkeling de *free cashflow* theorie lijkt te bevestigen.⁵⁶ Het geloof van Jensen in de disciplinerende werking van schuldfinanciering ging zelfs zo ver, dat hij in 1989 de ondergang van de beursgenoteerde vennootschap voorspelde.⁵⁷ De met vreemd vermogen gefinancierde vennootschap in handen van een klein aantal investeerders zou de logge beursvennootschap van het toneel verdrijven. Niet lang na zijn voorspelling bleek echter hoe prematuur deze was. De markt voor risicovolle obligaties stortte in en veel met vreemd vermogen gefinancierde ondernemingen kwamen in financiële problemen.

2.4.3 De informatieasymmetrietheorie

In 1977 bekritiseert ook Myers de *trade-off* theorie en presenteert hij een alternatief: de *pecking order* of informatieasymmetrietheorie.⁵⁸ Deze theorie stelt het signaal centraal dat van een bepaalde vorm van financiering uitgaat aan beleggers.⁵⁹ Myers betoogt dat het bestuur van de vennootschap het beste op de hoogte is van de waarde van de door de vennootschap gedreven onderneming en het beste de mogelijkheden voor groei kan beoordelen. Deze informatieasymmetrie tussen het bestuur en de vermogensverschaffers leidt tot een financieringsrangorde waarbij het bestuur de voorkeur geeft aan een vorm van financiering waarbij de kosten van de informatieasymmetrie worden geminimaliseerd. Kort gezegd gaat de theorie ervan uit dat de markt een aandelenuitgifte zal opvatten als een signaal van het bestuur dat de aandelen zijn overgewaardeerd. Daarom zal het bestuur de voorkeur geven aan interne financiering: financiering door middel van de door de onderneming gegenereerde kasstromen. Als de vennootschap toch genoodzaakt is externe financiering aan te trekken, zal het bestuur de voorkeur geven aan vreemd vermogen boven eigen vermogen, aangezien daar het probleem van de informatieasymmetrie een beperktere rol speelt. Uit de theorie van Myers volgt dat bestuurders de vrijheid moet worden geboden over de aanwending van de kasstromen te beslissen, zodat deze leer zich problematisch verhoudt tot de *free-cashflow* theorie van Jensen en Meckling.

⁵⁶ Miller 1988, p. 113.

⁵⁷ Jensen 1989, p. 1-30.

⁵⁸ Myers 1977; de theorie is verder ontwikkeld in Myers & Majluf 1984.

⁵⁹ Deze theorie beoogt daarom primair een verklaring te bieden voor de financieringsbeslissingen van beursgenoteerde ondernemingen, en in veel mindere mate van besloten vennootschappen.

2.4.4 De normatieve betekenis van bedrijfseconomische inzichten

Hoewel de hiervoor besproken theorieën een belangrijke bijdrage hebben geleverd aan de zoektocht naar de optimale kapitaalstructuur, is het communis opinio dat de bedrijfseconomie er vooralsnog niet in geslaagd is een sluitende theorie inzake ondernemingsfinanciering te formuleren.⁶⁰ Bedrijfseconomische wetenschappers wijzen erop dat de grote verscheidenheid aan financieringstheorieën heeft geleid tot een lappendeken van verschillende modellen die zich soms problematisch tot elkaar verhouden. Deze lappendeken kan behulpzaam zijn bij het verklaren van vermogensstructuurkeuzes die in de praktijk worden waargenomen, maar blijkt vaak weinig richtinggevend voor de praktijk.

Zo overwoog de econoom Duffhues bij zijn afscheid: “Financiering is met de algemeen-economen Modigliani/Miller in 1958 een tamelijk abstracte weg ingeslagen die veel fundamentele maar wel zeer algemene inzichten heeft opgeleverd. Ze biedt onvoldoende inzicht aan functionarissen in de praktijk omdat die praktijk niet beantwoordt aan het model van de perfecte vermogensmarkt. In de werkelijkheid ‘zwemmen’ ondernemingen in de imperfecties”.⁶¹

Nu een optimale financieringstheorie ontbreekt, kan aan de hiervoor besproken bedrijfseconomische inzichten weinig normatieve betekenis worden toegekend. Het is niet mogelijk om op basis van uitsluitend bedrijfseconomische argumenten normatieve uitspraken te doen over de wijze waarop aandeelhouders de vennootschap dienen te financieren. Wél kan op basis van de voorgaande analyse worden geconcludeerd dat er rationele prikkels kunnen bestaan voor aandeelhouders om te financieren met vreemd vermogen, terwijl dat risico's meebrengt voor de continuïteit van de vennootschap. Nu de risico's die voortvloeien uit een riskante financieringsstructuur niet alleen voor rekening komen van de aandeelhouder, maar tevens, en soms zelfs met name, gedragen worden door de overige bij de vennootschap betrokken partijen, rijst de vraag of het recht grenzen dient te stellen aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder. In hoofdstuk 3 zal daarom worden bezien op welke wijze de aandeelhouder deze partijen kan benadelen door een riskante vermogensstructuur in het leven te roepen. Eerst zal in de volgende paragraaf nader worden ingegaan op de ontwikkeling van schuldfinanciering in de praktijk, aan de hand van de *leveraged buyout*.

2.5 Schuldfinanciering in de praktijk: de leveraged buyout

Een in de praktijk veel toegepaste financieringsstructuur waarbij in een hoge mate gebruik wordt gemaakt van schuldfinanciering is de *leveraged buyout* (LBO). Een

⁶⁰ Ferran 2008, p. 65.

⁶¹ Duffhues 2006, p. 34.

LBO is een hoofdzakelijk met vreemd vermogen gefinancierde overname, waarbij de overnameschuld ten laste van het doelwit wordt gebracht.⁶² Oorspronkelijk werd de LBO gebruikt voor de uitkoop van aandeelhouders in besloten verhoudingen, als de toetredende aandeelhouder niet in staat was om zelfstandig de overnamesom te financieren. Sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw maken vooral professionele investeerders – in het bijzonder *private equity*-partijen – gebruik van de LBO-structuur om (private of beursgenoteerde) vennootschappen over te nemen.⁶³

2.5.1 De financiële en juridische structuur van een LBO

Anders dan bij de klassieke overname van aandelen, komt de financiering van een LBO primair voor rekening van het overnamedoelwit. Om dit te bewerkstelligen, bestaat een LBO uit een aantal stappen: (i) het doelwit trekt bancaire financiering aan en verschaft in het kader daarvan zekerheden op haar activa,⁶⁴ (ii) de koper richt een acquisitievennootschap op die de aandelen in het doelwit verwerft, (iii) het door het doelwit aangetrokken vermogen wordt overgeheveld naar de acquisitievennootschap en (iv) tot slot voldoet de acquisitievennootschap met de zo verworven middelen de koopprijs van de aandelen aan de verkoper (zie figuur 1).⁶⁵ De acquisitievennootschap wordt doorgaans gefinancierd met een gering eigen vermogen (kapitaal en agio) en een door de koper verstrekte (aandeelhouders)lening.⁶⁶ Nadat de acquisitievennootschap de koopprijs voor de aandelen in het doelwit heeft voldaan, beschikt zij in de regel niet over andere andere activa dan de aandelen in het doelwit.

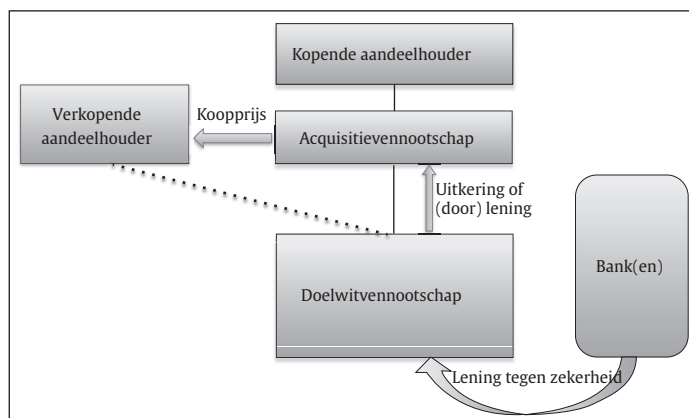
62 Kaplan en Strömberg 2009, p. 124 stellen dat LBO's worden gefinancierd met 60 tot 90 procent vreemd vermogen.

63 De term '*private equity*-investeerder' is overigens minder oud dan de LBO. Tijdens de eerste LBO-golf werden de investeerders aangemerkt als *LBO-firms* of – in minder positieve termen – als *corporate raiders*.

64 Doorgaans wordt de financiering in verschillende tranches gesplitst; bijvoorbeeld in een *senior* lening, *second lien debt* en een (achtergestelde) *mezzanine* lening. Zie hierover Visser 2005.

65 De acquisitievennootschap trekt regelmatig een overbruggingskrediet aan ter financiering van de koopprijs van de aandelen, waarna zij het aan het doelwit onttrokken vermogen aanwendt ter aflossing van dit overbruggingskrediet. Economisch gezien maakt dit geen verschil.

66 Vanwege fiscale redenen wordt de 'aandeelhouderslening' soms niet direct verstrekt door de kopende aandeelhouder zelf, maar door een andere entiteit waarin de achterliggende partij participeert.



Figuur 1

Er zijn verschillende manieren waarop het vermogen van het doelwit naar de acquisitievennootschap kan worden overgeheveld: het kan worden uitgekeerd als dividend, het doelwit kan haar eigen aandelen inkopen, het doelwit kan een (ongesecureerde) lening verstrekken aan de acquisitievennootschap en er kan een juridische fusie plaatsvinden tussen de acquisitievennootschap en het doelwit. In de Verenigde Staten en in Duitsland wordt de bankfinanciering soms aangetrokken door de acquisitievennootschap zelf, en maakt het doelwit zich vervolgens sterk voor de verplichting van de acquisitievennootschap jegens de bank.⁶⁷ Economisch gezien komen al deze structuren op hetzelfde neer: het doelwit financiert (een belangrijk deel van) haar eigen overname.

Na een LBO is het eigen vermogen van het overnamedoelwit aldus vervangen door gesecureerd vreemd vermogen. De nieuwe financieringsstructuur brengt voor de nieuwe aandeelhouder een belangrijk fiscaal voordeel mee.⁶⁸ Daarnaast moet deze financiële ‘*shock-therapie*’, in de geest van Jensen en Meckling, ertoe leiden dat verkwistende investeringen worden teruggebracht, ongebruikte activa worden verkocht en de rentabiliteit van het eigen vermogen dientengevolge toeneemt.⁶⁹

Justice Posner heeft in 2009 in een uitspraak van het Court of Appeals (7th Cir.) als volgt overwogen ten aanzien van het disciplinerende effect van het vreemd vermogen in een LBO: “[B]y burdening the acquired corporation with additional debt they increase the risk of bankruptcy (because debt is a fixed cost, and therefore unlike a variable cost does not shrink when the debtor’s output shrinks). [...] [T]he economic literature [...]

⁶⁷ Tot 1 oktober 2010 stond het in art. 2:207c BW vervatte financiële steunverbod in Nederland aan deze structuur in de weg, maar sinds de flexibilisering van het BV-recht verbiedt de Nederlandse wet deze structuur niet langer. Zie par. 16.9.4 en par 17.8.1.1.

⁶⁸ Zie par. 2.4.1 en par. 2.5.3.1.

⁶⁹ Zie par. 2.4.2.

argues that the increased risk of bankruptcy that an LBO creates concentrates the minds of the managers (just as, according to Samuel Johnson, the prospect of being hanged concentrates the mind of the condemned person).’’⁷⁰

2.5.2 De ontwikkeling van de LBO

2.5.2.1 De eerste LBO-golf: ‘barbarians at the gate’

De populariteit van de LBO heeft een cyclisch en conjunctureel karakter; sinds de jaren tachtig hebben zich drie LBO-golven voorgedaan (zie figuur 2). De eerste LBO-golf vond plaats in de tweede helft van de jaren tachtig, toen veel Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen werden overgenomen. De opkomst van de LBO was een reactie op de populariteit van fusies en overnames in de jaren zestig en zeventig.⁷¹ Vanwege de hoge aandelenkoersen in die tijd, hadden veel bedrijven hun aandelen aan de beurs genoteerd. Door ‘*empire building*’ waren veel van deze ondernemingen verworven tot conglomeraten waarvan – mede vanwege de in par. 2.4.2 beschreven *agency*-problematiek – de som der delen soms meer waard was dan het geheel.⁷² Toen vanaf de jaren zeventig de aandelenkoersen begonnen te dalen, zagen investeerders hun kans schoon om de inefficiënte, logge ondernemingen ‘van de beurs te halen’. De LBO’s vormden zo een instrument om de onverstandige acquisities uit het verleden ongedaan te maken.⁷³ De meeste LBO-kandidaten betroffen daarom volwassen ondernemingen met een stabiele *cashflow*, die na de overname gedwongen werden zich te richten op hun *core business*.⁷⁴ De opkomst van de Amerikaanse markt voor hoogrentende, risicovolle obligaties (*junk bonds*) heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan de eerste LBO-golf. Deze stelde investeerders in staat hun overnames te financieren met veel vreemd vermogen.⁷⁵

⁷⁰ *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 587 F.3d 787 (2009), p. 628.

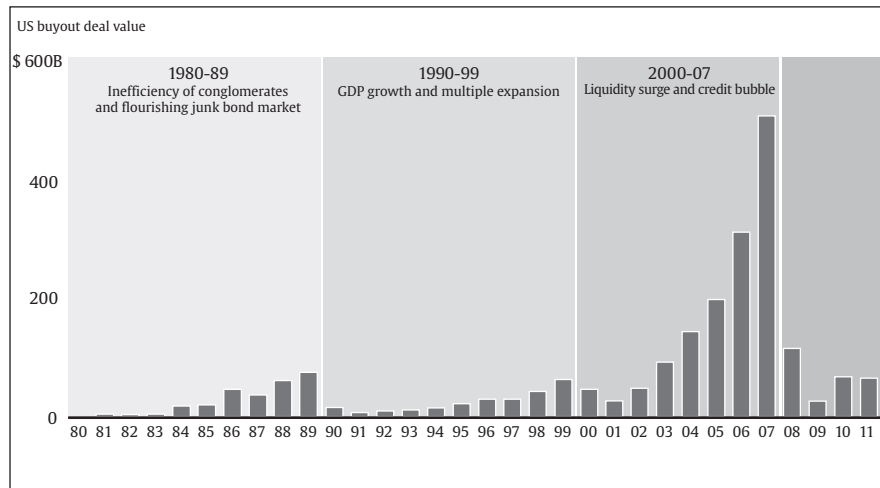
⁷¹ Cheffins & Armour 2007, p. 12-14.

⁷² Schleifer & Vischny 1991, p. 49-56.

⁷³ Zie Schenk 2007, p. 180-185.

⁷⁴ Smit & Van den Bergh 2007, p. 30.

⁷⁵ Bij een aanzienlijk aantal LBO’s in de jaren tachtig trad het bestuur van de vennootschap (soms samen met een andere investeerder) op als koper van de aandelen in de vennootschap. In dat geval sprak men van een *Management Buyout* (MBO). Daarnaast vond juist ook een aantal vijandige overnames plaats, waarbij het bestuur van de doelwitvennootschap zich verzette tegen de LBO. Als de investeerder zich probeerde in te kopen en het bestuur overnam, werd gesproken van een *Management BuyIn* (MBI). Als de koper zowel bestond uit personen uit het oude bestuur, als uit personen uit het nieuwe bestuur, werd gesproken van een *BuyIn-Management Buyout*, afgekort tot BIMBO.



Figuur 2 (Bron: Bain US LBO deal database)

De hoge rendementen die *private equity*-investeerdere behaalden, zorgden voor een enorm aanbod van vermogen, waardoor de prijzen voor de overnamekandidaten stegen en diensgevolge de rendementen steeds meer onder druk kwamen te staan.⁷⁶ In 1988 bereikte de eerste LBO-golf haar hoogtepunt en al vrij snel daarna geraakten de eerste LBO-doelwitten in betalingsproblemen. Het instorten van de markt voor *junk bonds* leidde tot een krimp van de *private equity*-industrie tot het begin van de jaren negentig.⁷⁷

2.5.2.2 De tweede LBO-golf: ‘financial engineering’ en groeifinanciering

Terwijl de golf van LBO’s in de VS in de jaren tachtig voornamelijk tot doel had logge conglomeraten die aan *agency*-problemen en inefficiënties onderhevig waren te herstructureren, werd de tweede *buyout*-golf in de jaren negentig tot 2001 vooral ingegeven door de economische groei.⁷⁸ Technologische ontwikkelingen creëerden een gunstig klimaat voor ondernemingen met een groeiperspectief en gaven daarmee aanleiding tot een grote vraag naar durfkapitaalfinanciering. *Private equity*-investeerdere manifesteerden zich niet langer als onuitgenodigde en op sanering gerichte ‘*corporate raiders*’, maar stelden zich op als strategische partners die ondernemingen hielpen waarde te creëren. De LBO’s werden met aanzienlijk minder vreemd vermogen gefinancierd dan tijdens de eerste LBO-golf. Net als in de jaren tachtig stroomde er na verloop van tijd echter teveel vermogen naar de *private*

⁷⁶ Boot & Cools 2007, p. 26.

⁷⁷ De Jong e.a. 2007, p. 17.

⁷⁸ Smit & Van den Bergh 2007, p. 303.

equity-fondsen waardoor de overnameprijzen stegen en de rendementen (wederom) onder druk kwamen te staan. Na het ineensinken van de effectenbeurzen in 2000 kwam een einde aan de tweede LBO-golf. Een belangrijk deel van de *private equity*-investeringen uit de jaren negentig werd daarom afgeschreven of via een *secondary buyout* doorverkocht aan een andere *private equity*-partij.

2.5.2.3 De derde LBO-golf: ‘the golden age of private equity’

Het economische herstel na 2002 gaf aanleiding tot een nieuwe LBO-golf, waarin alle records werden gebroken. Tussen 2005 en juni 2007 werden wereldwijd ruim 5000 LBO's geëffectueerd, met een totale waarde van meer dan \$ 1.6 biljoen.⁷⁹ Tot de jaren negentig vonden de meeste LBO's plaats in de VS en het VK, en kende continentaal Europa slechts een beperkt aantal, vrij conservatief gefinancierde transacties.⁸⁰ Na de jaren negentig begon het aantal LBO's in Europa gestaag te stijgen, en vanaf 2003 nam het aantal LBO's daar significant toe en stegen de *leverage* ratio's naar Amerikaanse hoogtes (zie figuren 3 en 4). Zo werd in Nederland in 1985 slechts voor 13,37 miljoen euro geïnvesteerd in LBO's; in 2006 investeerde men 1,8 miljard euro.⁸¹ In Duitsland vonden tussen 2004 en 2007 meer dan 500 LBO's plaats met een gezamenlijke waarde van meer dan 130 miljard euro.⁸² De Duitse LBO's werden in toenemende mate gefinancierd met vreemd vermogen; tussen 2004 en 2005 steeg de gemiddelde verhouding tussen de schulden en de EBITDA – de zogenoemde *multiple* – van 4,6 naar 5,7.⁸³ Zoals uit figuur 4 blijkt, steeg in Europa de gemiddelde hoeveelheid vreemd vermogen op de balans van LBO-doelwitten naar zelfs 6,5 keer EBITDA in 2007.

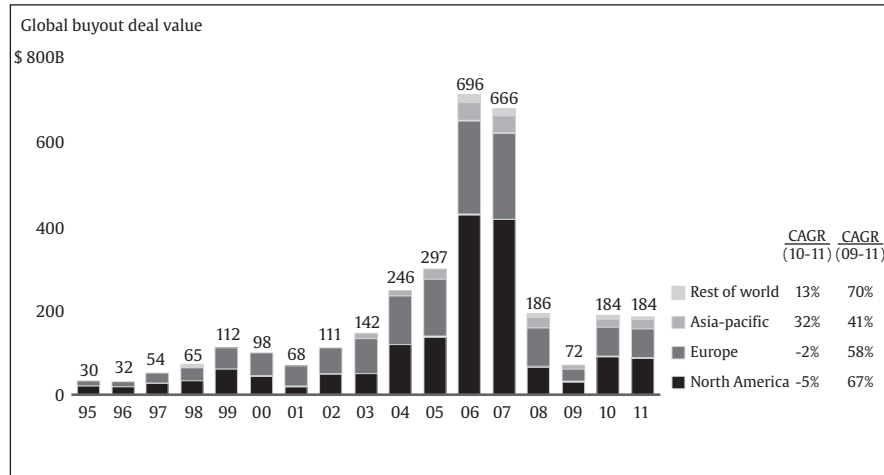
⁷⁹ Kaplan en Strömberg 2009, p. 126-127.

⁸⁰ Volgens Kaplan en Strömberg vond gedurende de eerste LBO-golf 89 procent van de LBO's plaats in de VS, het VK of Canada (Kaplan & Strömberg 2009, p. 7).

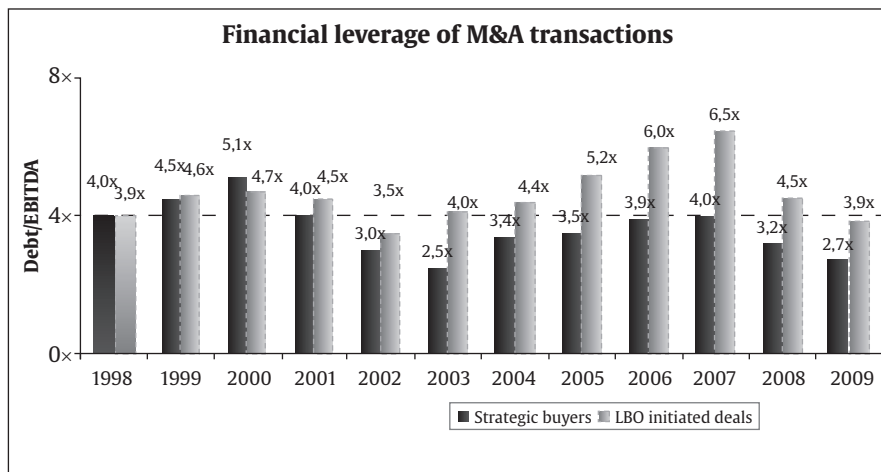
⁸¹ De Jong e.a. 2007, p. 19.

⁸² Vlg. Ernst & Young, German Private Equity Activity 2007, December 2007, p. 7. Zie voor meer empirische gegevens over LBO's in Duitsland: Schalast & Stalkowski 2008.

⁸³ Ernst & Young, German Private Equity Activity 2007, December 2007, p. 12. De *debt/EBITDA ratio* is een in de praktijk veel gehanteerd kengetal om de schuldpositie van de vennootschap in uit te drukken. Deze ratio geeft de verhouding weer tussen het vreemd vermogen en de EBITDA (zie par. 2.3.1).



Figuur 3 (Bron: Dealogic)



Figuur 4 (Bron: Harbula 2011, p. 39)

De historisch lage rentevoet is een belangrijke aanjager geweest van de derde LBO-golf.⁸⁴ In hun zoektocht naar rendement waren (institutionele) beleggers – zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen – massaal bereid om te investeren

⁸⁴ Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach 2010, p. 33 en Sheel & Ganguly 2008, p. 46. De lage rente was mede het gevolg van het monetaire beleid van de Amerikaanse *Federal Reserve Bank*, geleid door Alan Greenspan, om bij crises en beursdalingen stelselmatig de rente te verlagen; ook wel aangeduid als de 'Greenspan put' (zie Stiglitz 2010, p. 136).

in het voor LBO's benodigde eigen vermogen en vreemd vermogen.⁸⁵ *Private equity*-partijen konden daarom tegen een laag rentetarief financiering aantrekken, en dit vormde een prikkel om agressieve financieringsstructuren op te zetten teneinde een maximaal rendement op het eigen vermogen te behalen.⁸⁶ Anders dan in de VS, werden de LBO's in continentaal Europa in veel mindere mate gefinancierd door de uitgifte van hoogrentende obligaties, maar werd hoofdzakelijk gebruik gemaakt van bankleningen. Banken toonden zich bereid om krediet te verstrekken tegen zeer vriendelijke, weinig restrictieve voorwaarden (zogenoemde *covenant-light loans*).⁸⁷ De oorzaak van deze flexibele opstelling van de banken was voor een belangrijk deel gelegen in de opkomst van *structured finance*; veel banken verkochten de door hen verstrekte *leveraged loans* – na het incasseren van een eenmalige vergoeding – direct door, zodat het aan de leningen verbonden risico niet langer, of slechts in beperkte mate, op hun balans drukte.⁸⁸ Zo werd in het Verenigd Koninkrijk 80 procent van de LBO-leningen binnen 120 dagen na de overname doorverkocht.⁸⁹ Vanwege de grote vraag naar nieuwe leningen om te kunnen 'verpakken' en door te verkopen, en het feit dat de bank na de verkoop van de LBO-lening geen belang meer had bij de terugbetaling van het krediet, werden soms leningen verstrekt terwijl ernstige twijfel bestond – althans had moeten bestaan – over de kredietwaardigheid van de kredietnemer. Zo overwoog de Europese Centrale Bank in een rapport over LBO-financiering, reeds drie maanden voor het uitbreken van de kredietcrisis:

“Interestingly, some market participants [European banks – JB] tend to admit that some of the LBO deals currently being financed are characterized by capital structures that are known to be unsustainable in the long term, on the assumption that the deals

85 Kaemingk 2008, p. 374-379 en Viëtor & Van der Zanden 2008, p. 167.

86 Frijns & Maatman 2007, p. 73.

87 Zo schrijft Visser in 2005 over de situatie in Nederland: “Er is momenteel veel geld beschikbaar voor leveraged financieringen en de concurrentie tussen de banken om deze financieringen aan te bieden, is groot. Gevolg is dat banken constant bezig zijn met het maken van berekeningen om te zien hoe ze zoveel mogelijk vreemd vermogen ter beschikking kunnen stellen. Hoe meer vreemd vermogen een bank aanbiedt, hoe groter de kans is dat de participatiemaatschappij haar het mandaat om de financiering te verzorgen, zal verstrekken.” (Visser 2005, nr. 2).

88 In dit verband heeft in het bijzonder de opkomst van de *Collateralized Loan Obligation (CLO)* een belangrijke rol gespeeld. In een rapport van de Europese Centrale Bank over LBO-financiering wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds ‘*capital turnover banks*’, die aan het verstrekken van *leveraged loans* verdienen door eenmalige *fee's* en direct daarna de lening doorverkopen aan een CLO, en anderzijds ‘*portfolio banks*’, die niet uitsluitend gericht zijn op de eenmalige vergoedingen, maar tevens een deel van de lening op hun balans houden (European Central Bank, *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU* (18 april 2007), beschikbaar op <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity-200704en.pdf>, p. 19-20). Visser 2005, nr. 3, overweegt dat banken doorgaans niet meer dan 10 procent van een LBO-lening in hun boeken hielden. Zie nader over de relatie tussen *structured credit* en de bereidheid van banken om LBO's te financieren: Kosman 2011, p. 40-46, Shivdasani & Wang 2009 en Viëtor & Van der Zanden 2008, p. 168.

89 Financial Services Authority, ‘Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement’, p. 40.

*can be refinanced on more favourable terms in the near future. Even if such optimistic expectations would be validated ex post, increasing numbers of refinanced transactions could pose risks for the debt holders if the additional funds are excessively used in shareholders' interests rather than invested in the company.*⁹⁰

Door het intreden van de financiële crisis in de tweede helft van 2007 kwam abrupt een einde aan de derde LBO-golf.⁹¹ Het aantal *leveraged* transacties kelderde en bij de overnames die nog plaatsvonden werd aanzienlijk minder vreemd vermogen gebruikt (zie figuren 3 en 4). Een van de belangrijkste aanjagers van de LBO-markt was verdwenen: overvloedig en goedkoop krediet.

2.5.2.4 De vierde LBO-golf op komst?

Hoewel de beschikbaarheid van krediet thans zeker niet op het niveau is van 2006, houden veel economen rekening met een nieuwe LBO-golf op afzienbare termijn. De rentevoet is momenteel, mede vanwege het monetaire beleid van de centrale banken, buitengewoon laag. Beleggers zijn daarom naarstig op zoek naar rendement en bereid te investeren in risicovolle leningen. In Amerika zien veel economen de recente LBO van computerconcern *Dell* als het startschot van een nieuwe LBO-golf.⁹² Vanwege de strengere kapitaalvereisten in het Basel 3-akkoord, stellen Europese banken zich momenteel echter terughoudend op bij het verstrekken van *leveraged loans*. Daarom kiezen ook Europese ondernemingen in toenemende mate voor de uitgifte van obligaties.⁹³

2.5.3 De effecten van een LBO

Sinds de effectuering van de eerste LBO's, wordt in de economische, juridische en populaire literatuur stevig gedebateerd over de effecten van deze transacties. Critici van het LBO-model stellen dat *private equity* investeerders het rendement op het eigen vermogen doen stijgen ten koste van de fiscus, de crediteuren en de werknemers van het overnamedoelwit. Anderen brengen daar tegenin dat *private equity* investeerders juist betrokken aandeelhouders zijn die belang hebben bij een goede prijs voor hun aandelen op het moment van hun *exit*, en daarom gedurende de

90 European Central Bank, *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU* (18 april 2007), beschikbaar op <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity-200704en.pdf>, 39-40. Zie hierover tevens Gabilando 2009, p. 477.

91 Zie daarover Viëtor & Van der Zanden 2008.

92 Zo meldt de *Financial Times* op begin 2013: "Investors and bankers are urging private equity firms to launch a new leveraged buyout wave, to feed soaring demand for higher returns in the credit markets. With money flowing into funds that buy leveraged loans of the kind used to fund LBOs, investors say they need "more Dells" to prevent a scarcity of loans." (S. Foley, 'Investors call for leveraged buyout wave', *Financial Times* 6 februari 2013).

93 *Standard & Poors*, 'A Guide to The European Loan Market', februari 2012, p. 48-52.

periode van hun betrokkenheid ondernemingswaarde trachten te creëren door kostenreductie, omzetverhoging of verbetering van de winstmarges. Daar zouden alle *stakeholders* bij gebaat zijn.

2.5.3.1 Fiscaal effect

Het lijkt geen twijfel dat een deel van de waardecreatie door LBO's gelegen is in het fiscale voordeel dat voortvloeit uit de nieuwe financieringsstructuur.⁹⁴ Na de overname gaan de acquisitievennootschap en het doelwit doorgaans een fiscale eenheid aan, zodat de rentelasten van de bankfinanciering en de aan de acquisitievennootschap verstrekte aandeelhoudersleningen kunnen worden afgetrokken van het fiscale resultaat van het doelwit.⁹⁵ De financiering van de acquisitievennootschap met aandeelhoudersleningen in plaats van kapitaal of agio, is dus primair fiscaal gedreven; daardoor kan de nieuwe aandeelhouder vermogen aan de onderneming onttrekken door (fiscaal aftrekbare) rentebetalingen, in plaats van dividenduitkeringen.⁹⁶ In beginsel dient dit fiscale voordeel *uitsluitend* het belang van de aandeelhouder, en niet het belang van de doelwitvennootschap en daarmee verbonden onderneming. Bovendien wordt hiermee geen daadwerkelijke ondernemingswaarde gecreëerd, maar uitsluitend waarde overgeheveld van de fiscus naar de aandeelhouder.

2.5.3.2 Effect op het insolventierisico

Critici stellen dat het doelwit na een LBO door de hoge rentelast meestal niet in staat is om (economische) tegenwind op te vangen, zodat het insolventierisico toeneemt en diensgevolge de ongesecureerde crediteuren de waarde van hun vorderingen zien afnemen. Ook als het doelwit na de LBO faillieert, zou vaak sprake zijn van een lucratieve investering voor de *private equity*-partij. Door superdividenden, hoge rentevergoedingen over de aandeelhoudersleningen en eenmalige vergoedingen voor werkzaamheden die zijn verricht ten tijde van de LBO en daarna, zou de *private equity*-partij zijn investering er voor de beoogde *exit* vaak al uit hebben.

Dat een LBO het faillissementsrisico van het doelwit verhoogt staat buiten kijf. Net als een 'reguliere' uitkering aan aandeelhouders, heeft een LBO een negatief effect op de liquiditeit en solvabiliteit van de vennootschap. De resultaten van onderzoek naar de effecten van een LBO op de vorderingen van crediteuren zijn echter allerm minst eenduidig. Sommige onderzoeken indiceren dat een LBO

⁹⁴ Zie par. 2.4.1 hiervoor.

⁹⁵ Mol 2012, p. 109.

⁹⁶ Dat de rente over de aandeelhoudersleningen doorgaans wordt bijgeschreven op de hoofdsom, doet er niets aan af dat de aandeelhouder daardoor vermogen aan de vennootschap onttrekt. Hij krijgt geen liquide middelen, maar een vordering.

inderdaad resulteert in een ‘*wealth transfer*’ van de ongesecureerde crediteuren naar de aandeelhouders.⁹⁷ Zo blijkt uit het onderzoek van Asquith en Wizman uit 1990 dat de aankondiging van een LBO in de jaren tachtig aanleiding gaf tot een waardedaling van de obligaties van het overnamedoelwit van gemiddeld 5,2 procent.⁹⁸ Een bekend voorbeeld in dit verband betreft de LBO van de koekjesfabrikant *RJR Nabisco* in 1988, die direct leidde tot een waardedaling van de schulden van zelfs 15 procent.⁹⁹ Recenter onderzoek wijst echter uit dat de verliezen van de crediteuren vanwege een LBO beperkter zijn.¹⁰⁰ Mogelijk hangt dit samen met het feit dat sinds de eerste LBO-golf veel crediteuren de vrijheid van de vennootschap om extra krediet aan te trekken, contractueel aan banden hebben gelegd.¹⁰¹

2.5.3.3 Effect op de werkgelegenheid

Evenmin bestaat consensus over de gemiddelde effecten van een LBO voor de werknemers van de doelwitvennootschap. Uit onderzoek uit de jaren negentig blijkt dat bij ondernemingen na een LBO relatief veel ontslagen plaatsvinden en dat de salarissen van de resterende werknemers relatief laag zijn.¹⁰² Recenter onderzoek indiceert daarentegen dat het negatieve effect voor de werknemers (meer dan) gecompenseerd wordt door de nieuwe werkgelegenheid die op andere plekken ontstaat ten gevolge van de LBO.¹⁰³ Dit duidt er volgens sommige onderzoekers op dat LBO’s het wenselijke proces van ‘*creative destruction*’ bevorderen.¹⁰⁴

2.5.3.4 Macro-economische omstandigheden en LBO’s

Het lijkt kortom op basis van de verrichte economische en empirische onderzoeken niet mogelijk om algemene uitspraken te doen over de economische effecten van

97 In zijn artikel uit 1988 overweegt Miller dienaangaande: “[T]he ‘no gain from leverage’ implication of the original MM invariance proposition might fail if the new debt was not made junior in status to the old, if the old bond covenant was ‘open ended,’ [...]. Assuming no change in the underlying earning power from the recapitalization, the original creditors would then find the value of their claim diluted. The benefits of this dilution of the old bondholders accrue, of course, to the stockholders, which is why it has often been labeled ‘theft,’ particularly by the adversely affected bondholders. Finance specialists prefer the less emotionally charged term ‘uncompensated wealth transfer.’” (Miller 1988, p. 114). Zie ook Brealy & Myers 2003, p. 466.

98 Asquith & Wizman 1990, p. 195-213. Zie ook Warga & Welch 1993.

99 Gaughan 2010, p. 232. Zie ook het lezenswaardige verslag van het overnamegevecht om *RJR Nabisco*: Burrough & Helyar 1990.

100 De Jong e.a. 2007, p. 37.

101 Zie daarover par. 3.4.4.

102 Billet, Jiang & Lie 2008.

103 Davis e.a. 2011, Ames & Wright 2007 en Bruining, Boselie, Wright & Bacon 2005.

104 Davis e.a. concluderen: “In short, private equity buyouts catalyze the creative destruction process in the labor market, with only a modest net impact on employment. The creative destruction response mainly involves a more rapid reallocation of jobs across establishments within target firms.” (Davis e.a. 2011).

LBO's, en het onderhavige – juridische – onderzoek beoogt dat ook niet. Men lijkt wel (relatief) eensgezind over de invloed van macro-economische omstandigheden op de populariteit van de LBO. Verschillende onderzoeken tonen aan dat de prijs en beschikbaarheid van krediet een belangrijke invloed hebben op zowel het aantal LBO's dat geëffectueerd wordt, als op de hoeveelheid vreemd vermogen die daarbij wordt gehanteerd.

Zo concluderen Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach: “*It appears that [...] the primary determinant of buyout leverage is not firm-specific, but rather the market-wide condition of the credit markets at the time of the buyout. [...] Our results support the arguments [...] that hot credit markets can lead to excess leverage, which can in turn lead to high subsequent default rates.*”¹⁰⁵

Het optreden van *private equity*-investeerders moet (net als het handelen van andere aandeelhouders) op haar merites en per geval beoordeeld worden. Dat neemt niet weg dat onttrekkingen aan het eigen vermogen en de financiering met veel vreemd vermogen de hiervoor geschetste risico's meebrengen voor de vennootschap en de overige belanghebbenden bij de instandhouding van haar onderneming, zodat een kritische analyse van de financieringsstructuur gerechtvaardigd is als een vennootschap na een LBO in betalingsproblemen raakt.

2.6 Conclusie

In de bedrijfseconomische literatuur bestaat vooralsnog geen consensus over de optimale afstemming tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen van de vennootschap. Duidelijk is dat aandeelhouders het verwachte rendement op hun investering kunnen verhogen door de vennootschap te doen financieren met schulden, maar omdat de spreiding van de rendementen daarmee gelijke tred houdt, creëren zij zo geen daadwerkelijke ondernemingswaarde. Dat neemt niet weg dat aan de financiering met vreemd vermogen een fiscaal voordeel verbonden is, en dat daarmee mogelijk het bestuur kan worden gestimuleerd tot een efficiënte aanwending van de kasstromen. Financiering met te veel vreemd vermogen kan echter de financiële weerbaarheid van de vennootschap uithollen en brengt daarom kosten van *financial distress* mee. Uit de financieringspraktijk blijkt dat ook macro-economische omstandigheden een belangrijke invloed hebben op de populariteit van financiering met vreemd vermogen. Zo lijkt de golf van LBO's tussen 2004 en 2007 primair te zijn ingegeven door de grote beschikbaarheid van goedkoop krediet. Nu aandeelhouders soms op rationele gronden de voorkeur geven aan een risico-volle financieringsstructuur, rijst de vraag in welke mate, en op welke wijze, het recht grenzen moet stellen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders. Om die vraag te kunnen beantwoorden, zal in het volgende hoofdstuk aan de hand van de

105 Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach 2010, p. 5-6.

rechtseconomische literatuur worden gezien in welke mate aandeelhouders door een riskante financieringsstructuur de overige bij de vennootschap betrokken partijen kunnen benadelen.

Cahn en Donald concluderen in 2010: *“The 2008 financial crisis was addressed primarily through banking regulation and increased oversight of derivative instruments. Company law must address the “excessive leverage” that arises when a company takes on burdensome debt in connection with a purchase of its own shares, regardless of the cause.”*¹⁰⁶

¹⁰⁶ Cahn & Donald 2010, p. 848.

HOOFDSTUK 3

NORMERING VAN AANDEELHOUDERSFINANCIERING IN RECHTSECONOMISCH PERSPECTIEF

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt, aan de hand van noties uit de rechtseconomie, besproken op basis van welke argumenten de financieringsvrijheid van aandeelhouders dient te worden begrensd, en hoe deze begrenzing zijn beslag kan krijgen. Bezien wordt op welke wijze de aandeelhouder door zijn handelen ter zake van de financiering van de vennootschap kosten kan afwentelen op de schuldeisers en overige *stakeholders*, in het bijzonder door onderkapitalisatie van de vennootschap, vermogensonttrekkingen en door de vennootschap vreemd vermogen te doen aantrekken (*leveraging*). De risicoallocatie in kapitaalvennootschappen wordt in hoge mate bepaald door de grondregel dat de aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de verplichtingen van de vennootschap. Hierna wordt daarom, na een beknopte introductie in de rechtseconomische benadering van het vennootschapsrecht, ingegaan op de implicaties van de beperkte aansprakelijkheid voor de verschillende categorieën vennootschapscrediteuren en voor de overige betrokkenen bij de vennootschap. Vervolgens komt de vraag aan bod op welke manier de financieringsvrijheid van aandeelhouders het beste kan worden genormeerd: door concrete kapitaalregels of door open (aansprakelijkheids)normen?

Aan dit hoofdstuk ligt uitdrukkelijk niet de gedachte ten grondslag dat de moeilijke vragen die inherent zijn aan het onderwerp van dit onderzoek louter op basis van rechtseconomische argumenten kunnen worden beantwoord. De economische benadering van het recht staat aan kritiek bloot nu resultaten van onderzoek op het gebied van onder meer *behavioral economics* vraagtekens plaatsen bij een van de belangrijkste aannames die aan de rechtseconomie ten grondslag liggen: de mens als een rationele *homo economicus*.¹ Daarnaast hoeft een – in strikt

1 Zo heeft het *Court of Chancery* van Delaware mijns inziens terecht overwogen: “*Delaware law should not be based on a reductionist view of human nature that simplifies human motivations on the lines of the least sophisticated notions of the law and economics movement. Homo sapiens is not merely homo economicus. We may be thankful that an array of other motivations exist that influence human behavior; not all are any better than greed or avarice, think of envy, to name just one. But also think of motives like love, friendship, and collegiality, think of those among us who direct their behavior as best they can on a guiding creed or set of moral values.*” *In re Oracle Corp Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (*Court of Chancery of Delaware* 2003). Zie over de juridische implicaties van de invloed van emoties op het handelen de mens Abrams & Keren 2010.

economische zin – efficiënte oplossing van een probleem niet zonder meer de wenselijke oplossing te zijn. Daarmee zou de normatieve dimensie van het recht te kort worden gedaan.² De rechtseconomische analyse biedt niettemin inzicht in de belangenconflicten tussen de verschillende bij de vennootschap betrokken partijen,³ en kan daarom behulpzaam zijn bij de analyse van de gevolgen die een financieringsstructuur heeft voor de verdeling van risico's tussen deze belanghebbenden.

3.2 De 'neo-klassieke' rechtseconomische benadering van het ondernemingsrecht

3.2.1 Beperking van transactiekosten

Aan de 'klassieke' rechtseconomische analyse van het ondernemingsrecht ligt een contractuele visie op de onderneming ten grondslag. Daarin wordt de vennootschap beschouwd als een bundel afspraken (*a nexus of contracts*) tussen de verschillende partijen die *input* leveren ten behoeve van de productie van de onderneming.⁴ De aandeelhouders investeren risicodragend vermogen, de crediteuren verstrekken vreemd vermogen, de werknemers leveren arbeid en het bestuur coördineert de werkzaamheden en houdt toezicht.⁵ De aandeelhouders zijn geen eigenaar van de onderneming, maar eigenaar van hun aandelen en in die hoedanigheid slechts een van de leveranciers van de voor de ondernemingsactiviteiten benodigde *input*. Omdat de aandeelhouders een achtergestelde *claim* hebben op de door de vennootschap gegenereerde kasstromen, en dus kunnen worden aangemerkt als de *residual claimants* of post-concurrente crediteuren, zou aan hen in deze visie de uiteindelijke zeggenschap over ingrijpende wijzigingen in de structuur en activiteiten van de onderneming toekomen, en zouden zij om die reden het bestuur moeten kunnen benoemen en ontslaan.⁶

2 In de woorden van Ogus 1980, p.42: “Efficient solutions are not always just solutions. The policy maker is concerned not only with the optimal allocation of resources but also with the appropriate distribution of resources as determined by moral and political criteria.” Timmerman overwoog in zijn oratie van 2005: “We hebben zeker behoefte aan effectief en efficiënt recht. Dat is echter slechts een kleurtje op een palet met een veelheid van gezichtspunten waarmee juristen moeten rekening houden.” (Timmerman 2005, par. 2c).

3 Aldus ook De Jongh 2014, nr. 187.

4 Dankzij een belangrijke stroming binnen de Amerikaanse *Law & Economics*-beweging is de contractuele visie van de onderneming thans de heersende leer in de Verenigde Staten (Bainbridge 2002, p. 26).

5 Keay 2003, p. 672 en Bainbridge 2002, p. 27.

6 Easterbrook & Fischel hebben dienaangaande overwogen: “Creditors have fixed claims, and employees generally negotiate compensation schedules in advance of performance. The gains and losses from abnormally good or bad performance are the lot of the shareholders, whose claim stands last in line. As the residual claimants, shareholders have the appropriate incentives [...] to make discretionary decisions” (Easterbrook & Fischel 1991, p. 67-68). Zie ook Kraakman e.a. 2009, p. 14.

De *contractarians* gaan uit van de notie dat alles wat de wet regelt inzake de inrichting van de vennootschap en de bevoegdheden van de daarbij betrokken personen, ook contractueel kan worden geregeld door de betrokkenen onderling. Om de transactiekosten die aan het onderhandelingsproces verbonden zijn te beperken, moet het vennootschapsrecht daarom ‘standaardcontracten’ aanbieden.⁷ De wettelijke ondernemingsrechtelijke bepalingen vormen samen een standaardregeling die de bij de vennootschap betrokken partijen kunnen overnemen. Partijen die tevreden zijn met de wettelijke regeling, besparen zo de kosten die zij gemaakt hadden als zij de afspraken zelf hadden moeten uitonderhandelen, en partijen die menen dat het standaardcontract niet past, kunnen afwijkende afspraken maken. Aanhangers van de contractuele visie geven daarom de voorkeur aan regelend vennootschapsrecht boven dwingend recht. Om de transactiekosten maximaal te beperken, moet het door de wet geboden standaardcontract die bepalingen bevatten die partijen waren overeengekomen als zij in de (hypothetische) gelegenheid waren geweest om over het vennootschapscontract te onderhandelen.⁸

3.2.2 Regulering van externaliteiten

Naast het verminderen van transactiekosten heeft het ondernemingsrecht in de contractuele visie tevens tot doel om opportunistisch handelen van de bij de vennootschap betrokken personen te voorkomen, voor zover dit handelen een waarde-vernietigend effect heeft.⁹ Hiervan kan sprake zijn als het handelen van bij de vennootschap betrokken partijen gevolgen voor derden meebrengt, zonder dat die derden daarmee hebben ingestemd of daarvoor worden gecompenseerd. In de economische literatuur wordt dit aangeduid met de term ‘externaliteit’.¹⁰ Door externaliteiten worden de werkelijke kosten van de onderneming niet volledig gedragen – geïnternaliseerd – door de daarbij betrokken partijen. Nu de geëxternaliseerde kosten geen invloed hebben op de afwegingen van een in

7 Bainbridge 2002, p. 29 en Van der Elst & Vermeulen 2007, p. 170.

8 Bainbridge 2009, p. 30 merkt op: “If the parties could costlessly bargain over the question, which rule would they adopt? [...] The basic thesis of the hypothetical bargain methodology is that by providing the rule to which the parties would agree if they could bargain (the so-called ‘majoritarian default’), society facilitates private ordering.”

9 Kraakman e.a. 2009, p. 2.

10 Van een externaliteit is volgens de economische literatuur sprake als een transactie of productieproces kosten meebrengt die ten laste komen van een derde partij die niet bij de transactie of productie betrokken is of daarmee heeft ingestemd, zonder dat deze kosten door middel van het prijsmechanisme aan de betreffende derde worden vergoed. Het concept van de externaliteit is al in 1932 ontwikkeld door Arthur Cecil Pigou in *The Economics of Welfare*. Armour verwoordt het als volgt: “At its simplest, the idea of an ‘externality’ encompasses any welfare effect felt by one party as a result of another actor’s production or consumption decisions that is not mediated via the price system” (Armour 2000, p. 363).

economische zin rationeel handelend individu, kan dit individu geen efficiënte afwegingen maken. Externaliteiten zijn daarom niet alleen onrechtvaardig, maar ook inefficiënt.¹¹

3.3 Risicoallocatie in de kapitaalvennootschap

3.3.1 Economische argumenten voor beperkte aansprakelijkheid

In alle westerse landen bevat de door wet geboden ‘standaardregeling’ voor de kapitaalvennootschap een aantal kernbepalingen, waaronder de hoofdregel dat de aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de verbintenissen van de vennootschap.¹² Hoewel de beperkte aansprakelijkheid bij haar introductie aanvankelijk door velen met lede ogen werd aangezien,¹³ is het inmiddels communis opinio dat deze hoofdregel in hoge mate heeft bijgedragen aan de met de industrialisatie gepaard gaande economische voorspoed.¹⁴ Zeer kort gezegd maakt de beperkte aansprakelijkheid het mogelijk dat ondernemingen vermogen kunnen aantrekken van een groot aantal kleine investeerders.¹⁵ Omdat aandeelhouders weten dat zij

11 Stiglitz overweegt: “When there are important agency problems and externalities, markets typically fail to produce efficient outcomes – contrary to the widespread belief in the efficiency of markets” (Stiglitz 2010, p. 17).

12 Zie in Nederland art. 2:64/175 BW, in Duitsland § 13 (2) GmbHG en § 1 (1) AktG en in de VS § 6.22 (b) RMBCA. In rechtseconomische termen: “The corporate form effectively imposes a default term in contracts between a firm and its creditors whereby the creditors are limited to making claims against assets that are held in the name of (‘owned by’) the firm itself, and have no claim against assets that the firm’s shareholders hold in their own names.” (Kraakman e.a. 2009, p. 9). De overige ‘kernbepalingen’ zijn volgens Kraakman, Hertig en Kanda: rechtspersoonlijkheid, overdraagbare aandelen, gedelegeerd bestuur en ‘investor ownership’ (Kraakman e.a. 2009, p. 5-15).

13 Zie hierover bijvoorbeeld het lezenswaardige Micklethwait & Wooldridge 2005.

14 Nobelprijswinnaar Nicholas Murray Butler overwoog zelfs: “I weigh my words when I say that in my judgement the limited liability corporation is the greatest single discovery of modern times. Even steam and electricity are far less important than the limited liability corporation, and they would be reduced to comparative impotence without it.” (Ontleend aan Hackney & Benson 1982, p. 841). Zie tevens Kraakman e.a. 2009, p. 9-14, Hansmann & Kraakman 2000, p. 423, Easterbrook & Fischel 1991, p. 40-62, Easterbrook & Fischel 1985, p. 93, Halpern, Trebilcock & Turnbull 1980, p. 136-138 en Ferran 2008, p. 18-24.

15 Posner heeft overwogen: “The corporation is primarily a method of solving problems encountered in raising substantial amounts of capital.” (Posner 2007, p. 421). Zo maakt beperkte aansprakelijkheid passieve investering mogelijk, opdat beleggers hun risico’s kunnen spreiden door aandelen te houden in meerdere ondernemingen (portfoliodiversificatie). Daarnaast drukt de beperkte aansprakelijkheid de transactiekosten, omdat aandeelhouders hun medeaandeelhouders niet hoeven te monitoren en crediteuren uitsluitend de vermogenspositie van de vennootschap hoeven te beoordelen. Tot slot bevordert de beperkte aansprakelijkheid de overdraagbaarheid van aandelen. Presser 2010, § 41.77 en Kahan 2009, p. 1092 wijzen erop dat aan de invoering van de beperkte aansprakelijkheid tevens democratische argumenten ten grondslag hebben gelegen. →

slechts hun inbreng – en dus niet hun gehele privévermogen – op het spel zetten, zijn zij bereid om tegen een redelijke rendementseis te investeren in (economisch wenselijke) activiteiten.¹⁶ De hedendaagse kapitaalmarkten lijken ondenkbaar zonder beperkte aansprakelijkheid.¹⁷

3.3.2 Beperkte aansprakelijk in besloten verhoudingen

3.3.2.1 Een efficiënte ‘default rule’?

Een belangrijk deel van de economische argumenten voor beperkte aansprakelijkheid is toegesneden op de grote (beursgenoteerde) vennootschap die voor haar financiering een beroep doet op de kapitaalmarkt. In de rechtseconomische literatuur wordt algemeen onderkend dat de economische rechtvaardiging voor beperkte aansprakelijkheid minder sterk is ten aanzien van de niet-beursgenoteerde vennootschap met een beperkt aantal (en vaak direct bij de onderneming betrokken) aandeelhouders.¹⁸ De voordelen die de beperkte aansprakelijkheid biedt aan beursgenoteerde ondernemingen, spelen geen, of slechts een beperkte rol in besloten verhoudingen.¹⁹ Daar staat tegenover dat in besloten verhoudingen een groter risico bestaat dat aandeelhouders de beperkte aansprakelijkheid aanwenden ten nadele van

Als aandeelhouders onbeperkt aansprakelijk zouden zijn voor de (in potentie omvangrijke) verplichtingen van de vennootschap, zouden alleen de rijken zich (het houden van) aandelen in een onderneming kunnen veroorloven, en zou de middenklasse verstoken blijven van de mogelijkheid om door beleggingen welvaart te verwerven.

16 Zie Manne 1967, Easterbrook & Fischel 1991, p. 44 en Millon 2007, p. 1312.

17 Kennelijk anders: Blumberg 1986, p. 622.

18 Zie voor economische analyses van beperkte aansprakelijkheid in besloten verhoudingen Easterbrook & Fischel 1986, Carney 1999, p. 665 en Freedman 2000. Volgens Hillman 1992, p. 486 is beperkte aansprakelijkheid slechts voor sommige besloten vennootschappen wenselijk: “[I]n many ways closely held firms are more complex and diverse than their public counterparts, and the limited liability regime developed for the public corporation may be poorly suited for some, but not all, closely held firms.” Ook Freedman 2000, p. 345 is kritisch over de economische argumenten voor beperkte aansprakelijkheid in besloten verhoudingen: “It has been shown that strict economic theory points in the direction of making limited liability more difficult to attain for very small firms. Most law and economics writers, however, recognize the difficulties of drawing boundaries between those for whom this regime is efficient, or might become so as they grow, and those for whom it is not. Therefore, most do not advocate restricting access to limited liability, preferring to concentrate on protection of creditors who might suffer from incorporation by undercapitalised firms.” Zie tevens Eidenmüller, Grunewald & Nock 2006, p. 22.

19 Zo zijn in besloten verhoudingen de kosten voor het monitoren van het bestuur doorgaans aanzienlijk lager (vooral als de aandeelhouders zelf het bestuur vormen). Hetzelfde geldt voor de kosten van het monitoren van het kleinere aantal medeaandeelhouders. Daarnaast zullen aandeelhouders in besloten vennootschappen doorgaans in veel mindere mate in staat zijn om risico’s te spreiden door diversificatie, en de aandelen in de besloten vennootschap zijn per definitie maar in beperkte mate courant. Zie Millon 2007, p. 1314-1315.

de vennootschapscrediteuren.²⁰ Zoals hierna zal worden uitgewerkt, creëert de beperkte aansprakelijkheid mogelijkheden voor aandeelhouders om kosten te externaliseren naar de crediteuren van de vennootschap, en het risico dat een aandeelhouder van deze mogelijkheden gebruikmaakt, neemt toe naarmate hij meer controle uitoefent over het beleid van de vennootschap.²¹ Vanwege de betrekkelijk autonome positie die het bestuur van de beursvennootschap pleegt in te nemen, speelt het belangenconflict tussen de aandeelhouders en de crediteuren een minder pregnante rol. In besloten verhoudingen oefenen de aandeelhouders doorgaans meer invloed uit vanwege hun formele zeggenschap in de AV, vanwege hun betrokkenheid bij de onderneming in een andere hoedanigheid (bijvoorbeeld als bestuurder), of door het geven van instructies die voor bestuurders praktisch of juridisch moeilijk te negeren zijn.

Easterbrook & Fischel wezen er al in 1991 op dat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid in besloten vennootschappen minder vanzelfsprekend is: *“In close corporations there is much less separation between management and risk bearing. This has profound implications for the role of limited liability. Because those who supply capital in close corporations typically are also involved in decision making, limited liability does not reduce monitoring costs. Other benefits of limited liability in public corporations – facilitating efficient risk bearing and monitoring by the capital market – also are absent in close corporations. [...] Moreover, managers’ incentive to undertake overly risky projects is greater in close corporations.”*²²

Rechtseconomen beschouwen de beperkte aansprakelijkheid in besloten verhoudingen als een wettelijk geregelde verdeling van risico’s tussen de bij de vennootschap betrokken partijen.²³ Omdat crediteuren doorgaans beter dan de aandeelhouder in staat zouden zijn om het ondernemingsrisico te dragen (zij zouden de ‘most efficient risk-bearers’ zijn), laat de wettelijke regeling van de kapitaalvennootschap het ondernemingsrisico in belangrijke mate voor de crediteuren

20 Zo overwegen Halpern, Trebilcock & Turnbull 1980, p. 148: *“[I]n the case of small, tightly held companies, a limited liability regime will, in many cases, create incentives for owners to exploit a moral hazard and transfer uncompensated business risks to creditors, thus inducing costly attempts by creditors to reduce these risks. An unlimited liability regime for this class of enterprise (perhaps the ‘private company’, recognized by many corporation statutes with respect to financial disclosure and securities regulation exemptions, having fewer than, say, fifty shareholders, restrictions on share transfers, and no right to make public offerings) would seem to be the most efficient regime.”*

21 Aldus ook Lennarts 2006c, p. 6.

22 Easterbrook & Fischel 1991, p. 55-56.

23 Millon 2007, p. 1347 merkt op: *“[L]imited liability is designed to function as a risk allocation device.”* Vgl. Thompson 2005, p. 622.

komen.²⁴ Het betreft hier slechts een *default* rule: het staat partijen vrij om andere afspraken te maken. Zo verlangen banken regelmatig dat de aandeelhouder zich sterk maakt voor de verplichtingen van de vennootschap jegens de bank. Daarmee wordt – ten aanzien van de bank – om de wettelijke *default rule* heen gecontracteerd, omdat partijen de voorkeur geven aan een afwijkende risicoallocatie. Volgens sommige rechtseconomische auteurs duidt deze financieringspraktijk erop dat de wettelijke regeling niet weerspiegelt wat partijen in een hypothetische onderhandelings situatie waren overeengekomen, en dat de regeling dus niet efficiënt is.²⁵

3.3.2.2 Externaliteiten door beperkte aansprakelijkheid?

De hiervoor besproken economische rechtvaardiging van de beperkte aansprakelijkheid gaat uit van de gedachte dat alle bij de vennootschap betrokken partijen in de positie verkeren om te onderhandelen over de risico's waaraan zij worden blootgesteld. Voor zover partijen echter *geen* invloed kunnen uitoefenen op de risicoverdeling, stelt de hoofdregel van de beperkte aansprakelijkheid aandeelhouders in staat om kosten te externaliseren. Deze externaliteiten dienen gerechtvaardigd te worden, en voor zover deze rechtvaardiging ontbreekt, zal het recht daaraan grenzen moeten stellen.²⁶

3.4 Benadeling van professionele crediteuren door een inadequate financiering

3.4.1 Moral hazard door beperkte aansprakelijkheid

Beperkte aansprakelijkheid doet het aan de onderneming verbonden risico vanzelfsprekend niet verdwijnen, maar verplaatst dit (ten dele) van de aandeelhouders naar de vennootschapscrediteuren.²⁷ Dit lijkt op het eerste gezicht strijdig met de fundamentele notie dat aansprakelijkheid een middel is om de sociale kosten van private activiteiten te minimaliseren.²⁸ Volgens Calabresi, de grondlegger van de economische analyse van het aansprakelijkheidsrecht, dwingt een efficiënt aansprakelijkheidssysteem actoren de volledige kosten van hun handelen voor hun

24 Eidenmuller, Grunewald & Noack 2006, p. 40 overwegen: “*Limitation of liability also fulfils an important economic function for small enterprises. The risk of failure can usually be borne better by well-diversified lenders than by the founder shareholders who are generally averse to risk, in particular in cases in which their human capital cannot be used in the event of an insolvency, or can be used only to a limited extent.*” Aldus ook Posner 1976 en Hansmann & Kraakman 1991, p. 1919.

25 Millon 2007, p. 1315, Freedman 2000, p. 334 en Easterbrook & Fischel 1985, p. 91.

26 In de woorden van Leeborn: “*If [...] costs are externalized, limited liability is likely to produce inefficient investment decisions.*” (Leeborn 1991, p. 1574). Een eerste belangrijke aanzet tot de discussie over de vraag in welke mate beperkte aansprakelijkheid de aandeelhouders in staat stelt het ondernemingsrisico te externaliseren naar de crediteuren en de wenselijkheid daarvan, betreft de zeer lezenswaardige dialoog tussen Landers en Posner: Landers 1975, Posner 1976 en Landers 1976.

27 Posner 2007, p. 424.

28 Carney 1999, p. 665.

rekening te nemen (te internaliseren), opdat voorkomen wordt dat activiteiten worden ontplooid die een negatieve netto waarde hebben voor de maatschappij.²⁹ Beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders lijkt aan dit uitgangspunt afbreuk te doen. Nu het winstpotentieel van de door de vennootschap ontplooidde activiteiten volledig aan de aandeelhouders ten goede komt (door uitkering van dividend of waardestijging van de aandelen), maar de mogelijke verliezen worden gedeeld met de vennootschapscrediteuren, kan *moral hazard* ontstaan.³⁰ Met in het achterhoofd de gedachte “*heads I win, tails you loose*”,³¹ zijn rationele, calculerende aandeelhouders bereid activiteiten te (doen) ontplooiën die een negatieve netto waarde hebben voor de vennootschap en de samenleving als geheel.³² Dit belangenconflict tussen de aandeelhouders en de crediteuren – in de economische literatuur aangeduid als een *agency conflict* – manifesteert zich in het bijzonder als de vennootschap met weinig eigen vermogen is gefinancierd, en de aandeelhouder daarin dus slechts een beperkt economisch belang heeft, maar wel een grote potentiële ‘*upside*’.

Reeds in 1942 heeft Van der Grinten een treffende omschrijving gegeven van *moral hazard* ten gevolge van beperkte aansprakelijkheid: “Afschuiving van aansprakelijkheid voor eigen daden op anderen, en met name op de crediteuren, verzwakt het verantwoordelijkheidsgevoel en verslapt de concentratie. De gevolgen van eigen daden worden te licht gesteld, omdat slechts een deel dier gevolgen door den dader zelf moeten worden gedragen. De zorgeloosheid wordt in de hand gewerkt, gebrek aan aandacht wordt gekweekt. De zelf-verantwoordelijkheid is het beste kompas om op te varen. Zij dwingt tot een juist afwegen van het vóór en het tegen. Wordt de aansprakelijkheid beperkt, dan is het gewicht van het tegen te licht. De weegschaal kan dan doorslaan naar de zijde van het vóór, terwijl in werkelijkheid het tegen zwaarder behoorde te wegen. Hieruit volgt derhalve, dat beperking der aansprakelijkheid maatschappelijk niet indifferent is.”³³

29 Zie Calabresi 1961 en Calabresi 1970. Blumberg verwoordt de functie van het aansprakelijkheidsrecht als volgt: “*Liability serves the purpose of influencing conduct, by deterring harmful or undesirable conduct, by producing incentives to avoid undesirable results, and by including the cost of the harm and the resulting compensation in the calculus of the decision.*” (Blumberg e.a. 2010, § 5.03). Zie ook par. 3.2.2 hiervoor.

30 Easterbrook & Fischel 1985, p. 103-104. Neus & Walter 2008, p. 10, overwegen: “[A]n excessive risk-taking results from the owner-manager’s uneven participation in additional gains and additional losses. The latter will be carried by the debt holders.”

31 Rose-Ackerman 1991, p. 283.

32 Hansmann en Kraakman 1991, p. 1883 overwegen: “*Since limited liability permits cost externalization, a corporation engaged in highly risky activities can have positive value for its shareholder, and thus can be an attractive investment, even when its net present value to society as a whole is negative.*” Vgl. Damadoran 2001, p. 22: “*As a consequence, bondholders tend to view the risk in project choice and other decisions much more negatively than stockholders, since they do not get to participate on the upside if the projects succeed and could bear a significant portion of the cost if they fail. This conflict lies at the heart of the notion that what is good for stockholders (increasing stock price) may not necessarily be good for lenders to the firm.*” (Damodaran 2001, p. 22).

33 Van der Grinten 1942, p. 37.

3.4.2 In beginsel creëert een inadequate financieringsstructuur geen externaliteiten

De externaliserende werking van de beperkte aansprakelijkheid moet echter sterk worden genuanceerd. Veel vennootschapscrediteuren, zoals banken en andere professionele kredietverstrekkers, verdisconteren het door de beperkte aansprakelijkheid gecreëerde risico in het rentepercentage waartegen zij aan de vennootschap krediet verstrekken. Rente is niet alleen een compensatie voor het feit dat de kredietgever niet over zijn geld kan beschikken (de zogenoemde *opportunity cost*), maar vormt tevens een vergoeding voor het risico dat de uitgeleende hoofdsom niet (geheel) wordt terugbetaald. Zolang crediteuren in de gelegenheid zijn om de voorwaarden te beïnvloeden waarop zij krediet verstrekken en de risico's kenbaar zijn, worden de aandeelhouders alsnog gedwongen de aan de onderneming verbonden kosten, zij het indirect, te internaliseren.³⁴

Uit deze notie volgt volgens sommige auteurs dat de schuldeisers niet benadeeld worden als de vennootschap – bij haar oprichting of op een later moment – inadequaat wordt gefinancierd. Nu de crediteuren ten tijde van hun kredietverstrekking op de hoogte zijn, althans kunnen zijn, van de risico's die voortvloeien uit de financieringsstructuur, worden zij geacht met deze risico's akkoord te gaan (met uitzondering van gevallen van misleiding).³⁵ Het zou daarom inefficiënt en onredelijk zijn als aandeelhouders aansprakelijk konden worden gehouden als deze risico's zich op een later moment zouden verwezenlijken.³⁶

Bainbridge stelt: “*You made your bed, now you must lie in it. [...] Contract creditors can protect themselves by bargaining with the controlling shareholder and obtaining a modification of the default rule [of limited liability]. To the extent contract creditors fail to do so, and accordingly fail to adequately protect their own interests, there seems little reason for the law to protect them. Put another way, the creditor ought to lose because it assumed the risk of doing business with an individual who chose incorporation.*”³⁷

34 Posner 1976, p. 503: “*Although incorporation permits [the borrower] to shift a part of the risk of failure to the lender, there is no externality: the lender is fully compensated by the higher interest rate that the corporation must pay by virtue of enjoying limited liability.*” Aldus ook Easterbrook & Fischel 1985, p. 105. Dit punt werd overigens in Nederland reeds gemaakt door Van Berkum 1942, p. 13.

35 Posner 1976, p. 520-521.

36 Thompson 2005, p. 630 overweegt: “*[S]uch a penalty may be applied when it has little to do with any change in the allocation of risk between the parties and can sometimes result in a windfall to a creditor who has agreed to take a risk and is then able to get out of bearing that risk after it has been revealed to have been a bad bargain.*”

37 Bainbridge 2002, p. 146.

3.4.3 *Ex post vermogensonttrekking, leverage en risicoverhoging*

De kans bestaat echter dat *na* het moment van kredietverstrekking het risicoprofiel van de vennootschap zodanig wijzigt, dat het kredietrisico van de crediteur toeneemt. Voor zover deze wijziging het gevolg is van tegenvallers die aan het ondernemen inherent zijn, leidt dit niet tot een externaliteit. Het betreft hier immers de verwezenlijking van een risico waarvoor de crediteur (in de vorm van de risico-opslag in de rentvergoeding) *ex ante* is gecompenseerd.

De wijziging van het risicoprofiel kan echter ook een direct gevolg zijn van het handelen van de vennootschap of haar aandeelhouders. In de economische literatuur wordt een drietal mogelijkheden onderscheiden waardoor de vennootschap en haar aandeelhouders het risicoprofiel van de vennootschap kunnen beïnvloeden.³⁸ Ten eerste kunnen aandeelhouders vermogen aan de vennootschap onttrekken, waardoor het verhaalsobject van de schuldeisers wordt afgeroomd en diensengevolge het kredietrisico van de crediteuren toeneemt (*asset dilution*). Hiervan is sprake bij formele uitkeringen aan aandeelhouders, maar ook bij andere transacties tussen de vennootschap met haar aandeelhouders die resulteren in een overheveling van vermogen naar de aandeelhouders.

Daarnaast kan de vennootschap nieuw krediet aantrekken, mogelijk tegen zekerheden, waardoor de vorderingen van de bestaande schuldeisers verwateren (*claim dilution*). In beginsel heeft het aantrekken van vreemd vermogen geen gevolgen voor de omvang van het eigen vermogen van de vennootschap,³⁹ maar daardoor stijgen wel de rentelasten en zal de crediteur tijdens een collectief verhaal (zoals in faillissement) meer crediteuren naast zich moeten dulden.⁴⁰

Tot slot bestaat de mogelijkheid dat de vennootschap haar vermogen na de kredietverstrekking gaat aanwenden voor risicovollere activiteiten dan op het moment van kredietverstrekking werd voorzien (*asset substitution*). In dat geval heeft de crediteur het grotere risico niet in de door hem gerekende rentevergoeding kunnen verdisconteren. Vooral als de vennootschap zich in financieel zwaar weer bevindt, bestaat het risico dat de vennootschap het vermogen dat haar nog resteert, inzet voor zeer risicovolle activiteiten. Men spreekt dan van *gambling for resurrection*.⁴¹ In dat geval weten de aandeelhouders dat zij niets zullen ontvangen in een eventueel faillissement (zij zijn *out of the money*), zodat voor hen een

38 Deze risico's worden ook wel de *agency costs of debt* genoemd. Zie Myers 1977, p. 147 en Smith & Warner 1979, p. 117-161.

39 Zie par. 2.2.

40 Zie nader Bratton 2006, p. 46.

41 Stiglitz 1972, p. 462 overweegt dienaangaande: "When there is a finite probability of bankruptcy, the rule of firm value maximization is not equivalent to maximizing the value of equity, and it is clearly the latter with which firms are concerned." Zie over deze problematiek ook Lennarts 2006c, p. 4 en Bruloot 2012, p. 286.

rationele stimulans bestaat om een gok te wagen op de goede afloop met het geld dat in faillissement was toegekomen aan de schuldeisers. Pakt de gok goed uit, dan krijgen de aandelen weer waarde, pakt het verkeerd uit, dan verliest de aandeelhouder niet meer dan dat hij toch al kwijt was geweest als hij de gok niet had gewaagd en het faillissement direct was aangevraagd.⁴²

3.4.4 Zekerheden en contractuele zelfbescherming

De voornoemde mogelijkheden van de vennootschap en haar aandeelhouders om het risicoprofiel van de vennootschap *ex post* te wijzigen, resulteren niet noodzakelijkerwijs in externaliteiten voor de schuldeisers. Een professionele crediteur weet op het moment van kredietverstrekking dat het risico bestaat dat genoemde transacties zullen plaatsvinden, en kan dit dus verdisconteren in het door hem gerekende rentepercentage, of zich daartegen indekken. Naast de eerder genoemde optie dat de aandeelhouder zich sterk maakt voor de schuld van de vennootschap,⁴³ kan de crediteur het kredietrisico aanzienlijk beperken door zekerheden te verlangen op de activa van de vennootschap.⁴⁴ Hierdoor beperkt de schuldeiser *ex ante* het aan de door hem verstrekte lening verbonden risico.

Daarnaast plegen professionele kredietverstrekkers de mogelijkheden tot het *ex post* wijzigen van het risicoprofiel contractueel aan banden te leggen.⁴⁵ In de kredietdocumentatie worden doorgaans allerlei beperkingen opgelegd aan de kredietnemer, die ertoe strekken te voorkomen dat de crediteur aan een groter risico wordt blootgesteld dan ten tijde van de kredietverstrekking wordt voorzien. De praktijk om zogenoemde *loan covenants* op te nemen is in de Verenigde Staten ontstaan toen de kapitaalbeschermingsregels uit de statelijke wetten begonnen te verdwijnen.⁴⁶ De introductie van de *covenants* maakte het mogelijk dat ondernemingen krediet aantrokken voor een langere termijn, zonder zekerheden te verstrekken. Hoewel in Europa traditioneel meer gebruik wordt gemaakt van persoonlijke en zakelijke zekerheden, hebben de Angelsaksische *covenants* inmiddels hun weg gevonden naar het Europese continent.⁴⁷ De door de *Loan Market Association* (LMA) opgestelde kredietdocumentatie geldt in de Europese

42 In economische termen kan de inbreng van de aandeelhouders op dat moment worden aangemerkt als een *sunk cost*.

43 Zie het einde van par. 3.3.2.1.

44 Zie ook Raaijmakers 2006, p. 265 en Beckman 2004, nr. 8.

45 Zie voor zeer complete overzichten van de mogelijke contractuele beperkingen Bratton 2006 en Bruloot 2012, p. 289-300. Zie ook Bier 2006a, p. 204.

46 Bratton 2006, p. 41 en Bruloot 2012, p. 527. Zie over de erosie van de kapitaalbescherming in de VS par. 5.2.

47 Viëtor & Van der Zanden 2008, p. 171.

financieringspraktijk – in het bijzonder bij syndicaatsleningen – als de standaard.⁴⁸ De door de LMA geboden voorbeeldovereenkomsten voor *investment grade loans* en *leveraged loans* bevatten bijvoorbeeld bepalingen waarin beperkingen worden opgelegd aan de mogelijkheid van de vennootschap om uitkeringen aan aandeelhouders te doen, nieuwe schulden aan te gaan, nieuwe zekerheden te verstrekken, activa te verkopen, nieuwe investeringen te doen en ingrijpende wijzigingen door te voeren in de ondernemingsactiviteiten.⁴⁹ Daarnaast bevatten de overeenkomsten verplichtingen voor de vennootschap om periodiek informatie aan de kredietgever te verstrekken over de financiële positie van de vennootschap en waarschuwingsverplichtingen als de vennootschap niet langer aan bepaalde financiële ratio's voldoet.⁵⁰ Deze *covenants* vormen het contractuele antwoord op de mogelijkheid dat de vennootschap en haar aandeelhouders de crediteur blootstellen aan andere risico's dan ingecalculeerd. Zij hebben als voordeel boven een wettelijke regeling van schuldeisersbescherming dat zij flexibel zijn, kunnen worden afgestemd op de onderneming in kwestie, en kunnen worden aangepast aan veranderingen in de financieringspraktijk. Zo is er in hoofdstuk 2 op gewezen dat de LBO's in de jaren tachtig van de vorige eeuw vaak resulteerden in een waardedaling van de schulden van het overnamedoelwit.⁵¹ Crediteuren ontwikkelden daarom nieuwe *covenants*, zoals 'super poison puts' en 'event risk provisions', die kort gezegd inhouden dat de vennootschap die onderwerp dreigt te worden van een LBO, haar bestaande schulden moet aflossen, of daarover een hogere rentevergoeding verschuldigd wordt.⁵²

3.4.5 De grenzen aan zelfbescherming

Hoewel professionele crediteuren over een scala aan mogelijkheden beschikken om het kredietrisico van hun vordering te beperken, bestaan er grenzen aan de zelfbescherming. In de rechtseconomische literatuur wordt algemeen onderkend dat – vanwege *bounded rationality* – het niet haalbaar is om in een kredietovereenkomst alle mogelijke vormen van 'ex post risk-shifting' aan banden te leggen.⁵³ Het is voor

48 Van een syndicaatslening is – kort gezegd – sprake als de lening aan de vennootschap wordt versterkt door een groep (syndicaat) banken (zie Tuil 2009 en Jarigsmas 2007, p. 130). In de *LMA Users Guide* van 24 augustus 2012 wordt opgemerkt: "The creation of the recommended form of Primary Documents was designed to provide standard boilerplate provisions saving time and costs and allowing the parties to concentrate on the more business specific provisions of each individual transaction."

49 Zie bijvoorbeeld: LMA, *Senior Multicurrency Term And Revolving Facilities Agreement For Leveraged Acquisition Finance Transactions (Senior/Mezzanine)*, versie 12 december 2012, p. 142 e.v.

50 Zie daarover Abendroth 2006, p. 53-54.

51 Zie par. 2.5.3.

52 Zie Bratton 2006, p. 62 en Bruloot 2009, p. 300-301.

53 Met het begrip 'bounded rationality' wordt – kort gezegd – bedoeld op het gegeven dat een rationeel handelend mens het meest voordelige alternatief kiest uit de beperkte hoeveelheid mogelijkheden die hij kan overzien. Hieruit volgt dat een contract nimmer 'compleet' is. Zie Simon 1957.

crediteuren onmogelijk om alle manieren te voorzien waarop de vennootschap en haar aandeelhouders in de toekomst het risicoprofiel van de vennootschap kunnen wijzigen.⁵⁴

Halpern, Trebilcock en Turnbull overwegen: “*The difficulty of specifying such constraints in sufficient detail to provide protection against all the possible means by which the corporation could increase the risk to creditors limits the usefulness of such a strategy.*”⁵⁵ Keay stelt in gelijke zin: “*Including particular terms in a contract might safeguard the creditor to some degree, however, it is impossible to draft a contract that encapsulates all of the matters that the parties might want to address and which covers every possible contingency. Contracts often are only as good as the foresight of the parties and their advisers.*”⁵⁶ Bratton concludeert daarom: “*No one knows what an optimal debt contract looks like.*”⁵⁷

Bainbridge wijst erop dat aandeelhouders gebruik kunnen maken van eventuele mazen in de kredietovereenkomst door bijvoorbeeld in die mate vermogen aan de vennootschap te onttrekken, dat de crediteur bij het verstrekken van het krediet daarop niet bedacht hoefde te zijn.⁵⁸ Ook Thompson meent dat ten gevolge van de beperkingen aan de contractuele zelfbescherming, de vennootschap en haar aandeelhouders de crediteuren kunnen benadelen door het risicoprofiel van de vennootschap te wijzigen “*beyond the expectations of the parties*”.⁵⁹ Volgens Millon dient dergelijk handelen door aandeelhouders te worden aangemerkt als opportunistisch handelen, en is hier een rol weggelegd voor de rechter om corrigerend op te treden.⁶⁰ Uit de ‘*game theory*’ volgt dat een adequate (rechterlijke) correctie op opportunistisch handelen van aandeelhouders niet alleen het belang dient van de schuldeisers, maar ook vanuit een macroperspectief wenselijk is.⁶¹ Kort gezegd komt het erop neer dat crediteuren op het moment van kredietverstrekking niet kunnen voorzien of zij van doen hebben met een vennootschap die de mazen in het contract zal gebruiken om het kredietrisico te vergroten (een ‘opportunistische vennootschap’), of met een vennootschap die dat niet zal doen (een ‘eerlijke vennootschap’). Hierdoor zullen *alle* kredietnemers, ook de ‘eerlijke vennootschappen’, rentepercentages moeten betalen waarin de mogelijkheid van opportunistisch handelen verdisconteerd is. De ‘opportunistische

54 Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat tot de eerste grote LBO’s in de jaren tachtig van de vorige eeuw, in de voorwaarden van ongesecureerde leningen (obligaties) geen bescherming werd geboden tegen dergelijke transacties.

55 Halpern, Trebilcock & Turnbull 1980, p. 125.

56 Keay 2003, p. 691.

57 Bratton 2006, p. 45.

58 Bainbridge 2001, p. 521.

59 Thompson 2005, p. 628.

60 Hij overweegt: “*Opportunistic abuse of limited liability in the contract setting involves deliberate or reckless management of the corporation in a way that results in defeat of a creditor’s legitimate expectation of reasonable provisions for payment of its claim*” (Millon 2010, p. 27).

61 Zie Millon 2007, p. 1350.

vennootschappen' drijven zo de 'eerlijke vennootschappen' uit de markt; een 'lemons' probleem doet zich voor.⁶² In een hypothetische onderhandelings situatie tussen vennootschappen en hun kredietgevers zouden partijen daarom overeenkomen dat kan worden opgetreden tegen opportunistisch handelen van aandeelhouders. Nu het recht volgens de economische leer moet weerspiegelen wat partijen zouden wensen als zij dat konden overeenkomen,⁶³ is het wenselijk dat de rechter opportunistisch handelen door aandeelhouders kan corrigeren.

3.5 Benadeling van handelscrediteuren, werknemers en onvrijwillige crediteuren door een inadequate financiering

3.5.1 De handelscrediteur, de werknemer en de consument

De voorgaande analyse heeft zich vooralsnog gericht op het belangenconflict tussen de aandeelhouder en de professionele crediteuren, zoals banken, kredietmaatschappijen en (sommige) obligatiehouders. Het crediteurenbestand van de vennootschap kent echter een buitengewoon heterogeen karakter, en daarmee moet rekening worden gehouden bij de analyse van de effecten van de beperkte aansprakelijkheid.⁶⁴ Niet alle crediteuren zijn in de gelegenheid om (kosten-efficiënt) de

62 Tung verwoordt het als volgt: "It is better for everyone ex ante to have a rule [...] which penalizes an insider for inequitable conduct toward creditors. [...] Without the [...] possibility of additional sanctions for civil and criminal fraud[,] a "lemons" problem might arise in the credit markets. If creditors cannot discern honest corporate borrowers from those who might fleece them, creditors must charge an average price for credit that incorporates the possibility of bad borrowers. But honest borrowers, unwilling to pay this higher average price, will be driven from the market, leaving only the bad corporate borrowers. The market then implodes, since creditors will be unwilling to lend into a market of bad corporate borrowers whose insiders are protected by limited liability." (Tung 2000, p. 560).

63 Zie par. 3.2.1 hiervoor.

64 Kraakman benadrukt dat het van cruciaal belang is dat onderscheid wordt gemaakt tussen de verschillende crediteuren: "However sensible it was at one time, then, to treat all corporate creditors [...] as similar for purposes of legal protection, it no longer is today. [...] [T]he notion that corporate creditors should enjoy a single set of protections is mistaken. The claimants that we traditionally term "corporate creditors" include at least two classes of claimants – fully adjusting creditors and tort creditors – whose protection implicates different social goals and merits quite different levels of legal intervention." (Kraakman 2006, p. 466). Zie ook Armour, Hertig & Kanda in Kraakman e.a. 2009, p. 119. Dat onderscheid moet worden gemaakt tussen de verschillende crediteuren van de vennootschap, wordt in de Amerikaanse juridische en economische literatuur al lange tijd onderkend, maar dit is een notie die men in Nederland veel minder vaak aantreft. Een uitzondering is Raaijmakers 2006, p. 262, die terecht opmerkt dat het begrip 'crediteurenbescherming' te grofmazig is om inzicht te verkrijgen in de werking van normen. Zie ook Bier 2006a, p. 205-206 en Lennarts 2006c, p. 21.

voorwaarden van hun kredietverstrekking af te stemmen op het risicoprofiel van de vennootschap.⁶⁵ Anders dan de bank, heeft bijvoorbeeld de handelscrediteur niet primair het oogmerk om krediet te verlenen aan de vennootschap; zijn vordering vloeit voort uit het feit dat tussen de levering van de aan de vennootschap verkochte goederen (of het verrichten van de aan de vennootschap verleende diensten) en de wederprestatie van de vennootschap, vaak een tijdsperiode ligt.⁶⁶ Keay wijst erop dat handelscrediteuren doorgaans niet in de (onderhandelings)positie verkeren om zekerheden of persoonlijke garanties af te dwingen of contractuele bescherming te bedingen.⁶⁷ Daarnaast is het voor hen meestal niet mogelijk om de rentevergoeding voor het door hen verstrekte krediet af te stemmen op het risicoprofiel van de vennootschap.⁶⁸ Uit onderzoek blijkt dat veel handelscrediteuren standaardvoorwaarden hanteren en dus niet het kredietrisico waarden en verdisconteren, en daar overigens ook gezien het grote aantal klanten vaak niet toe in staat zijn.⁶⁹ Werknemers en consumenten bevinden zich in een vergelijkbare positie. Bovendien zijn de werknemers, en in mindere mate ook de handelscrediteuren, zeer beperkt in staat hun risico's door diversificatie te spreiden.⁷⁰ Een aantal auteurs heeft zich daarom verzet tegen de propositie van Easterbrook en Fischel dat alle contractuele crediteuren, dus ook de handelscrediteuren en werknemers, geacht moeten worden akkoord te zijn gegaan met de aan hun vorderingen verbonden risico's.⁷¹

Zo overweegt Blumberg: “[T]he inclusion of consumers, workers, and many trade creditors as voluntary creditors is unacceptable. These groups are simply not in business to bargain for credit and can only be regarded as involuntary creditors. Employees have the most severe informational disabilities, the least ability to diversify,

65 Zo concludeert Landers 1976, p. 540: “I find in the bankruptcy cases large numbers of involuntary, high-information-cost, and trade creditors who simply are not obtaining adequate protection under the present system.” Zie ook Lennarts 2006c, p. 27-28, die zich kritisch toont over de gedachte dat (alle) crediteuren zichzelf kunnen beschermen. Bier 2006a, p. 219 overweegt in gelijke zin: “Omdat crediteuren vaak in een afhankelijke situatie verkeren en niet in staat zijn om zekerheden te bedingen, lijkt het overlaten aan de partijen om de benodigde bescherming overeen te komen een utopie.”

66 Zie Roe 1989, p. 225 en Baird 1994, p. 2259. Lennarts wijst op de beperkte mogelijkheden tot zelfbescherming voor crediteuren die een duurovereenkomst met de vennootschap hebben gesloten (Lennarts 2006c, p. 27).

67 Keay 2003, p. 689 en Landers 1976, p. 529.

68 Armour 2006, p. 11.

69 Zie Ng, Smith & Smith 1999, p. 1109 en Kinney 1981, p. 434. Er zijn echter ook studies die indiceren dat handelscrediteuren de hoeveelheid leverancierskrediet wél afstemmen op de kredietwaardigheid van de kredietnemer (zie Armour 2006, p. 11).

70 Keay 2003, p. 692.

71 Zo overwegen Easterbrook en Fischel mijns inziens enigszins simplistisch: “Employees, consumers, trade creditors, and lenders are voluntary creditors. The compensation they demand will be a function of the risk they face. One risk is the possibility of nonpayment because of limited liability.” (Easterbrook & Fischel 1985, p. 105). Zie kritisch ten aanzien van deze notie: Landers 1976, p. 531, Freedman 2000, p. 332, Gelb 2009, p. 566 en de hierna aangehaalde literatuur.

and the least capacity to absorb losses.”⁷² In vergelijkbare zin merkt Schön op: “It should be noted that, due to collective action problems and a lack of market power, small creditors (tradesman, workers etc.) will often find that while they can accept or reject a contract as it is offered by the corporation, they are unable to influence its terms.”⁷³

De handelscrediteur beschikt slechts over een beperkt aantal instrumenten om zijn risico's te beperken. Als zijn onderhandelingspositie dit toestaat, kan hij leveren tegen contante betaling of leveren onder voorbehoud van eigendom.⁷⁴ Daarnaast beschikt hij over de mogelijkheid om een kredietverzekering af te sluiten. Tot slot wijzen sommige auteurs erop dat de handelscrediteur zijn risico's kan beperken door zich niet afhankelijk te maken van slechts één contractspartner, het betalingsgedrag van zijn debiteuren te monitoren en te voorkomen dat hij een te grote blootstelling op één debiteur heeft.⁷⁵ Het is echter de vraag in hoeverre handelscrediteuren hier in de praktijk toe in staat zijn.

3.5.2 De onvrijwillige crediteur

Men is aanmerkelijk eensgezinder over de penibele positie van degene die *onvrijwillig* crediteur van de vennootschap is geworden. Als niet een overeenkomst, maar wettelijke aansprakelijkheid aan de rechtsverhouding tussen de crediteur en de vennootschap ten grondslag ligt, zal de crediteur niet in de positie zijn geweest de voorwaarden van de 'kredietverschaffing' te beïnvloeden. Naast de fiscus is de crediteur met een vordering op de vennootschap uit hoofde van een onrechtmatige daad het voornaamste voorbeeld van een dergelijke “schuldeischer tegen wil en dank”.⁷⁶ Daarbij kan niet alleen worden gedacht aan klassieke gevallen, zoals verkeersongevallen of andere schadegevallen veroorzaakt in het kader van de ondernemingsactiviteiten, maar ook aan gevallen van productaansprakelijkheid, aansprakelijkheid in geval van milieudelicten, aansprakelijkheid naar aanleiding van grote industriële incidenten en aansprakelijkheid jegens beleggers.⁷⁷

Het is onder de rechtseconomische auteurs *communis opinio* dat de beperkte aansprakelijkheid aandeelhouders in staat stelt om kosten te externaliseren naar de

⁷² Blumberg 1986, p. 619.

⁷³ Schön 2004, p. 440.

⁷⁴ Aldus ook Raaijmakers 2006, p. 264-265.

⁷⁵ Carney 1990, p. 677.

⁷⁶ Van der Grinten 1942, p. 45.

⁷⁷ Aldus Bruloot 2012, p. 362. De Kluiver verwijst naar de vuurwerkramp in Enschede in 2000, de explosie van de chemische fabriek in Moerdijk in 2011 en naar de financiële onderneming die desbewust financiële producten aanbiedt die veel minder waard zijn dan bij de aanbidding wordt betoogd (De Kluiver 2013, p. 94).

onvrijwillige crediteuren,⁷⁸ in het bijzonder naar de crediteuren uit onrechtmatige daad.⁷⁹ Zo heeft LoPucki erop gewezen dat sommige aandeelhouders die voorzien dat bepaalde risicovolle ondernemingsactiviteiten in de toekomst mogelijk aanleiding zullen geven tot schadeclaims, overgaan tot *judgment proofing*; dat wil zeggen dat zij bewerkstelligen dat de vennootschap waarin de risicovolle activiteiten zijn ondergebracht, nooit beschikt over een vermogen of andere activa waarop een onvrijwillige crediteur zich zou kunnen verhalen.⁸⁰

Armour overweegt: “[I]f creditors do not adjust, the optimal level of capitalization by shareholders is zero. Thus it is a truism that those carrying on hazardous enterprises – which are likely to result in tort claims – have a tendency to structure their affairs using thinly-capitalized subsidiaries.”⁸¹ Hansmann en Kraakman wijzen op onderzoek waaruit een negatieve correlatie blijkt tussen de aan de onderneming verbonden aansprakelijkheidsrisico’s en de hoeveel daaraan ter beschikking gesteld kapitaal.⁸² Producenten van tabak, olie, en chemische producten zouden hun meest risicovolle activiteiten onderbrengen in aparte vennootschappen met het doel om de gevolgen van eventuele schadeclaims te beperken.

Men is het er over eens dat het niet alleen onredelijk, maar tevens inefficiënt is dat aandeelhouders kosten kunnen externaliseren naar de onvrijwillige crediteuren. Hierdoor subsidiëren de onvrijwillige crediteuren *de facto* activiteiten die de vennootschap mogelijk niet had ontplooid indien zij alle daarmee verbonden kosten had moeten internaliseren,⁸³ en bestaan er onvoldoende prikkels voor de aandeelhouders om toe te zien op (naleving van) adequate (veiligheids)normen bij riskante

78 De eerste aanzet tot de discussie over de positie van de crediteur uit onrechtmatige daad werd gegeven in een anonieme noot in het *Yale Law Journal*, waarin werd overwogen: “*Modern [corporation] statutes invite financial irresponsibility by granting immunity from tort liability to the shareholders of all incorporated businesses.*” (‘Should Shareholders Be Personally Liable for the Torts of Their Corporations’, *Yale Law Journal* 1967, p. 1190-1205, p. 1192). Aanleiding voor deze noot vormde de uitspraak inzake *Walkovszky v. Carlton* (zie over die zaak par. 7.8.1.1).

79 De fiscus wordt, als onvrijwillige crediteur, in Nederland tot op zekere hoogte beschermd doordat haar vordering preferent is in faillissement (gesecureerd door het wettelijke bodemrecht), zij het dat aan deze bescherming dezelfde nadelen kleven als hiervoor aangegeven (zie ook Raaijmakers 2006, p. 264). Daarnaast ontleent de fiscus bescherming aan de bijzondere regels inzake bestuurdersaansprakelijkheid (zie art. 36 IW, Raaijmakers 2006, p. 246 en Timmerman & Lennarts 1997, par. 7).

80 Lopucki 1998, p. 147. Zie kritisch ten aanzien van deze redenering White 1998 en Schwarcz 1999, en in reactie daarop LoPucki 1999.

81 Armour 2006, p. 12.

82 Hansmann & Kraakman 1991, p. 1881, onder verwijzing naar Ringleb & Wiggins 1990, p. 574.

83 Zie Armour, Hertig & Kanda in Kraakman e.a. 2009, p. 120: “[T]o the extent that the corporate form insulates shareholders from tortious damages or regulatory fines, shareholders are free to opt out of the laws that control the negative externalities of production, including product liability law, environmental law, and tort law generally.” Zie ook Millon 2007, p. 1316: “As long as an activity holds some promise of increasing shareholder wealth, limited liability encourages shareholders →

activiteiten.⁸⁴ Over de beste oplossing voor dit probleem wordt zeer verschillend gedacht. Zo heeft Leebron een lans gebroken voor een regeling waarin crediteuren uit onrechtmatige daad in faillissement een preferente vordering zouden krijgen boven de overige (concurrente) crediteuren.⁸⁵ Deze maatregel zou echter slechts beperkt bijdragen aan het voorkomen van de genoemde externaliteiten, aangezien de onvrijwillige crediteuren onder een dergelijke regeling aangewezen blijven op het beschikbare verhaalsvermogen.⁸⁶ Hansmann en Kraakman hebben daarom in het *Yale Law Journal* gepleit voor een *pro rata* aansprakelijkheid van aandeelhouders voor alle verbintenissen van de vennootschap die voortvloeien uit een onrechtmatige daad.⁸⁷ Hierdoor zouden aandeelhouders gedwongen worden de kosten die hun activiteiten meebrengen voor derden, volledig te internaliseren. Andere auteurs hebben echter gewezen op de vele praktische haken en ogen die aan een dergelijke regeling zouden kleven.⁸⁸ Mendelson heeft in dat licht bepleit dat alleen aandeelhouders met feitelijke zeggenschap over het beleid van de vennootschap aansprakelijk dienen te zijn voor de verbintenissen uit onrechtmatige daad, terwijl anderen menen dat alleen in besloten verhoudingen of groepsverhoudingen aansprakelijkheid van aandeelhouders jegens de onvrijwillige crediteuren wenselijk is.⁸⁹

(or their representatives) to undertake it without regard for the magnitude of possible social costs, which may be far greater than the benefits to the owners themselves. In this respect, limited liability for tort claims creates a moral hazard problem and results in inefficient resource allocation decisions.” Mendelson 2002, p. 1204 overweegt: “*There is little disagreement that limited shareholder liability for corporate torts can encourage socially costly corporate activity – risky activity selected because the corporation and its shareholders do not bear all the expected costs of the activity.*” Zie tevens Leebron 1991, p. 1584: “*When liability is limited with respect to third-party tort victims, the potential loss beyond the equity investment is simply not part of any actor’s calculation and thus disappears as an element in the enterprise’s investment evaluations. In this sense, costs of the enterprise are not internalized to any actor; an investment may be undertaken even though from society’s point of view it is not worthwhile.*”

84 Zie ook De Kluiver 2013, p. 96.

85 Leebron 1991.

86 Daarnaast wordt erop gewezen dat een dergelijke regel met name nadelig zou zijn voor de concurrente crediteuren, zoals de handelscrediteuren en werknemers. Men kan zich afvragen of dat redelijk is (Mankowski 2006, p. 397).

87 Hansmann en Kraakman overwogen: “*Undoubtedly, some small corporations that are viable under limited liability would cease to be so under unlimited liability, since they could not buy adequate insurance and their shareholders would be unwilling to expose personal assets to the risks of a tort judgment. But there is no reason to assume that such small firms should exist—that is, that they have positive net social value. In fact, an important advantage of unlimited liability is precisely that it would force such firms – which are effectively being subsidized by their tort victims – out of business.*” (Hansmann & Kraakman 1991, p. 1888).

88 Zie voor de procedurele problemen die aan de introductie van een dergelijke norm in de VS in de weg kunnen staan: Cooper Alexander 1992.

89 Mendelson 2002. Leebron 1991, p. 1619 overweegt: “*With regard to integrated subsidiaries, there is little reason to respect the separate corporate entities when noncontractual tort claimants are involved [...]. It is unclear what justifies the legal presumption against veil piercing between related corporations on behalf of noncontractual creditors.*”

Sommige auteurs voeren aan dat de crediteuren uit onrechtmatige daad beschermd moeten worden, door vennootschappen die risicovolle activiteiten ontplooiën wettelijk te verplichten passende verzekeringen af te sluiten.⁹⁰ Dergelijke verzekeringen kunnen worden aangemerkt als een functioneel equivalent van een adequaat verhaalsvermogen.⁹¹ De hoogte van de verzekeringspremies zou een meer precieze en op het concrete geval afgestemde reflectie zijn van het risico dat samenhangt met de onderneming, aldus deze auteurs. Het Nederlandse recht kent al een aantal verplichte verzekeringen voor risicovolle activiteiten, bijvoorbeeld voor kerncentrales, in de transportsector en in de juridische adviessector. Niet ieder risico is echter verzekeraar. Bovendien kan het afsluiten van verzekeringen ongewenste (neven)effecten sorteren, doordat de risicobereidheid van de verzekerde partij daardoor kan toenemen.⁹²

3.5.3 Free rider effecten bij externe financiering

3.5.3.1 Bescherming door de betrokkenheid van een professionele crediteur

Sommige rechtseconomische auteurs betogen dat het nadelige effect van de beperkte aansprakelijkheid voor de hiervoor besproken ‘zwakke’ crediteuren gereflecteerd moet worden, omdat zij kunnen meeliften op de door de professionele crediteuren bedongen contractuele bescherming (het zogenoemde *free rider effect*).⁹³ Nu de vennootschap over een zekere hoeveelheid vermogen en/of activa zal moeten beschikken om haar activiteiten te kunnen ontplooiën, zou het, aldus deze auteurs, voor aandeelhouders onmogelijk zijn om de vennootschap volledig *judgement proof* in te richten. Als zij niet in de vermogensbehoefte van de vennootschap willen voorzien door risicodragend kapitaal in te brengen, zal de vennootschap immers vreemd vermogen moeten aantrekken. Professionele kredietverstrekkers zullen voorwaarden verbinden aan dat krediet. Voor zover in de kredietovereenkomst de vrijheid van de vennootschap om onredelijke risico's te nemen aan banden wordt gelegd, zijn ook de overige schuldeisers daarbij gebaat. Banken streven er in beginsel naar dat de vennootschap *going concern* haar verplichtingen jegens de bank kan voldoen.⁹⁴

90 Mülbert & Birke 2002, p. 725 en Easterbrook & Fischel 1991, p. 53.

91 Zie nader Barneveld 2012c.

92 Zie voor een economische analyse van verplichte verzekeringen Faure 2005 en Bruloot 2012, p. 363. Easterbrook & Fischel 1991, p. 53-54 wijzen erop dat een verzekering ook juist kan leiden tot het nemen van onredelijke risico's, nu bij de verwezenlijking van die risico's niet de vennootschap, maar de verzekeraar voor de schade opdraait. Echter, voor zover de verzekeraar dit risico adequaat verdisconteert in de verzekeringspremie, hoeft geen sprake te zijn van een externaliteit.

93 Enriques & Macey 2001, p. 1172.

94 Aldus Blomkwist 2007, p. 102-108.

3.5.3.2 Relativering van het free rider effect: financiering met risicomijdend vermogen

Er zijn echter veel omstandigheden denkbaar waaronder de ‘zwakke’ crediteuren geen bescherming ontnemen aan de betrokkenheid van een professionele financier. Sterker nog, deze betrokkenheid kan voor hen zelfs nadelig zijn. Zo kan in de kredietovereenkomst bepaald zijn dat het bankkrediet opeisbaar wordt op het moment dat de vennootschap onder een bepaalde (solvabiliteits)ratio zakt; een dergelijke bepaling leidt ertoe dat de bank in de aanloop naar het faillissement voorrang zal kunnen nemen op de overige crediteuren. Ook als de bank haar risico’s heeft beperkt door zekerheden te bedingen op de activa van de vennootschap, is geen sprake van een *free ride effect*.⁹⁵

Daarnaast beschikt de aandeelhouder over verschillende mogelijkheden om de vennootschap te financieren met ‘risicomijdend vermogen’. Zo kan de vennootschap haar activiteiten financieren door vreemd vermogen aan te trekken waarvoor de aandeelhouder (of een zustervennootschap waarin de activa van de onderneming zijn ondergebracht) zich jegens de bank borg stelt. In economische termen houdt dit in dat de risicodragende investering van de aandeelhouder – de borgstelling – slechts ten behoeve van de kredietverstrekken bank wordt ingebracht; andere crediteuren kunnen zich immers niet op grond van de borgstelling op de aandeelhouder verhalen.⁹⁶ Een vergelijkbare situatie doet zich voor als de bank bereid is vermogen aan de risicovolle vennootschap te verstrekken vanwege een door de aandeelhouder afgegeven 403-verklaring. Uitsluitend de contractuele crediteuren van de vennootschap ontnemen daaraan bescherming; de onvrijwillige schuldeisers kunnen zich op grond van de 403-verklaring immers niet verhalen op de moeder-vennootschap.⁹⁷ Ook door het gebruik van *leaseconstructies* is het mogelijk om in de voor de risicovolle activiteiten benodigde activa te voorzien, zonder dat enig

95 Sterker nog, Bebchuck & Fried 1996, p. 857-934, wijzen erop dat de vestiging van zekerheden kan resulteren in een waarde-overheveling van de ‘zwakke’ crediteuren, naar de professionele crediteur die de zekerheden krijgt. Posner 2007, p. 429, overweegt dienaangaande: “*There is a danger that a corporation will take on too much debt. The reason is that some unsecured creditors cannot protect themselves against the enhanced risk of noncollection that secured credit creates for them.*” In Nederland heeft Bier erop gewezen dat de bevoorrechte positie van de professionele crediteur met zekerheden, juist kan leiden tot extra nadeel voor de ‘zwakkere’ crediteuren (Bier 2006a, p. 219).

96 LoPucki 1992, p. 147-160. Zo ook Thompson 2005, p. 631 & Bainbridge 2001, p. 530. Freedman overweegt: “*It is mainly the sophisticated creditor with bargaining power who seems to gain. [...] Contracting around the limited liability of small firms is an incomplete approach to the moral hazard problem and, worse, creates distortions of its own. The business owner under such a regime has every incentive to pass on risk wherever he can to compensate for the fact that he cannot always do so. He is encouraged to keep his large creditors with personal guarantees happy at the expense of the others.*” (Freedman 2000, p. 332).

97 Uit art. 2:403 lid 1 sub f vloeit immers voort dat de aandeelhouder/moedermaatschappij zich door de 403-verklaring uitsluitend verbindt voor de schulden uit hoofde van door de vennootschap verrichte rechtshandelingen. Onvrijwillige schuldeisers kunnen op grond van de verklaring dus (in beginsel) niet de moeder-vennootschap aanspreken.

risicodragend vermogen wordt ingebracht.⁹⁸ Zolang de uit de riskante activiteiten voortvloeiende winsten direct door uitkeringen of andere transacties met aandeelhouders aan de vennootschap worden onttrokken, zal de vennootschap nimmer over enig voor verhaal vatbaar vermogen beschikken. Al deze financieringsconstructies hebben tot gevolg dat de aandeelhouder een deel van het ondernemingsrisico afwentelt op de onvrijwillige crediteuren, en vaak ook op de ‘zwakke’ contractuele crediteuren.

Leebron ziet in het feit dat de bank slechts tot kredietverstrekking bereid is bij een persoonlijke garantstelling door de aandeelhouders, een objectief oordeel dat de vennootschap niet adequaat gefinancierd is: *“If contractual creditors believe such a promise is necessary, it reflects an arm’s length determination that the capital and expected earnings of the enterprise may be insufficient to meet the corporation’s obligations. In effect, such creditors insist that assets of the shareholders conditionally become corporate assets. For these reasons, the obligation also ought to run in favor of noncontractual creditors. These creditors have no opportunity to bargain; it is a reasonable presumption that if they could, they too would insist on the guarantee. [...] In effect, the shareholder guarantee is a form of equity contribution to the corporation.”*⁹⁹

3.6 Het risico van ‘firm specific investments’

Aan de voorgaande analyse ligt de impliciete gedachte ten grondslag dat het belang van een bij de vennootschap betrokken partij zich beperkt tot zijn (geldelijke) belang bij de voldoening van zijn vordering op de vennootschap. In de terminologie van de *contractarians*: de *input* van partijen wordt verondersteld kwantificeerbaar te zijn en te bestaan uit de financiële *exposure* van de partij op de vennootschap. Zo gaat de contractuele visie, in navolging van Adam Smith, uit van de gedachte dat de werknemers van de vennootschap slechts een beperkt belang hebben bij de continuïteit van de onderneming, nu hun loonvorderingen maandelijks worden voldaan en hun blootstelling in faillissement daarom beperkt zal zijn.¹⁰⁰ Ontslagen werknemers zouden daarnaast de volgende dag bij een andere onderneming aan de slag kunnen.¹⁰¹

In de economische literatuur wordt inmiddels breed onderkend dat deze redenering te kort door de bocht gaat. Sommige werknemers doen wel degelijk investeringen in het bedrijf waarvoor zij werken: zij richten zich bij de ontwikkeling van

98 Möller 2005, p. 13 en LoPucki 1998, p. 149-150.

99 Leebron 1991, p. 1631.

100 Zie Smith 1776.

101 Klein, Coffee & Partnoy 2010, p. 47, geven deze visie van Adam Smith als volgt weer: “[M]anagers and (even more so) lower-level employees are inputs hired from a fungible set of similar inputs and plugged into the production process. Such inputs can easily be replaced. On the other side of the coin, the people supplying those inputs can easily sell their services to other firms. They are not →

hun kennis en kwaliteiten op de behoeften van de onderneming waarvoor zij werken. Deze kennis en kwaliteiten kunnen niet zonder meer ten behoeve van een andere onderneming worden aangewend; men spreekt van een *firm specific investment*.¹⁰² De *firm specific investment* van werknemers is naar zijn aard niet te diversifiëren.¹⁰³

Halpern, Trebilcock en Turnbull overwegen: “[E]mployees, as a class, probably face the most severe informational disabilities, have the least ability to diversify risk of business failure, and may have the strongest equity argument (in terms of relative capacity to absorb losses).”¹⁰⁴ Myers stelt in gelijke zin: “I should not leave the impression that all of the cash flow generated by a mature firm should go to outside investors. There are also inside investors, namely managers and employees. The insiders’ investment comes in the form of personal risk-taking, sweat equity (working extra-hard for less than an opportunity wage) and by specialization of human capital to the firm. So a general financial theory of the firm would model the coinvestment of human and financial capital.”¹⁰⁵

Ook handelscrediteuren kunnen investeringen doen in hun relatie met de vennootschap die niet tot uitdrukking komen in een concrete vordering op de vennootschap. Net als de werknemers hebben zij daarom doorgaans niet alleen belang bij de voldoening van hun opeisbare vorderingen, maar met name bij voortdurende van hun relatie met de vennootschap. De externaliteiten van een inadequate financieringsstructuur beperken zich daarom niet noodzakelijkerwijs tot de onbetaalde vorderingen van deze partijen.

De betekenis van *firm specific investments* voor het ondernemingsrecht is primair onder de aandacht gebracht door de juristen Blair en Stout – twee *criticasters* van het in de VS dominante *shareholder primacy* model.¹⁰⁶ Op basis van een *team production theory* betogen zij dat voor een succesvolle onderneming doorgaans *firm specific investments* van alle partijen nodig zijn, die meestal pas na verloop van tijd tot een rendement leiden. Als een van de partijen, zoals bijvoorbeeld een aandeelhouder, in staat zou zijn om vroegtijdig zijn investering te onttrekken (of daarmee zou kunnen dreigen), zouden economisch en maatschappelijk wenselijke (lange-

subject to the risks of the firm [...]. If the owners of the firm exercise control unwisely and the firm is forced out of business, or if the owners decide, in their own interests, to alter the production process in a way that results in firing some employees, the employees simply fit themselves into the production process of another firm.”

¹⁰² Zie over *firm specific investments* in het ondernemingsrecht Blair 2003 en Blair & Stout 1999.

¹⁰³ Easterbrook & Fischel 1991, p. 53: “Human capital [...] is notoriously difficult to diversify. Managers who have firm-specific investments of human capital cannot diversify the risk of business failure.”

¹⁰⁴ Halpern, Trebilcock & Turnbull 1980, p. 149.

¹⁰⁵ Myers 2000.

¹⁰⁶ Zie Blair & Stout 2005. Zie ook Blair 2003 en Blair & Stout 1999.

termijn-)investeringen niet plaatsvinden. Dit is volgens Blair en Stout de reden dat (onder het Amerikaanse recht) het bestuur bevoegd is over de vaststelling van de winst en uitkeringen aan aandeelhouders te besluiten; door de onderneming te drijven in de vorm van een kapitaalvennootschap binden alle daarbij betrokken partijen hun handen;¹⁰⁷ Blair en Stout spreken van ‘*capital lock-in*’.¹⁰⁸ Met name bij grote ondernemingen met een geïnstitutionaliseerd karakter, moet het bestuur daarom het bijeengebrachte vermogen aanwenden ten behoeve van de gezamenlijke doelstelling van het *team*.

Blair en Stout overwegen: “[*T*]eam production analysis emphasizes how shareholders’ capital must be locked in and controlled by boards not only to protect shareholders’ interests, but also to protect the interests of other team members that have made specific investments (e.g., employees, creditors, and customers who may have made past contributions of time and effort, invested in specialized relationships, skills, and loyalties, or acquired knowledge of particular firm processes and products). [...] [*D*]irectors are [...] “mediating hierarchs” who must balance the competing needs and demands of shareholders, creditors, customers, suppliers, executives, rank-and-file, and even the local community, in a fashion that protects specific investments in the corporation and keeps the corporation alive, healthy, and growing.”¹⁰⁹

3.7 De economische rechtvaardiging van de normering van aandeelhoudersfinanciering

De voorgaande analyse leidt tot de conclusie dat aandeelhouders kosten kunnen externaliseren naar de crediteuren van de vennootschap door de vennootschap inadequaat te financieren. Daarbij moet onderscheid worden gemaakt tussen de verschillende soorten schuldeisers. Vooral de schuldeisers die niet of slechts in beperkte mate in staat zijn om om de door de wet opgelegde risicoallocatie heen te contracteren, of zich anderszins te beschermen tegen onredelijke risico’s, kunnen worden benadeeld door een gebrekkige financiering. Het gaat daarbij niet uitsluitend om de onvrijwillige schuldeisers van de vennootschap, maar ook om de ‘zwakkere’

107 Stout 2003, p. 699, overweegt: “[*F*]or some reason, participants in public corporations – including investors – value director primacy. Just as the legendary Ulysses served his own interests by binding himself to the mast of his ship, investors may be serving their own interests by binding themselves to boards”. Blair en Stout lijken in hun publicaties met name de beursgenoteerde vennootschap op het oog te hebben, en geven aan dat hun theorie in mindere mate van toepassing is op de vennootschap met slechts één aandeelhouder. De theorie lijkt echter eveneens van toepassing op niet beursgenoteerde, maar wel (vanwege de aard en omvang van hun activiteiten) geïnstitutionaliseerde niet-genoteerde vennootschappen.

108 Blair & Stout 2005, p. 19.

109 Blair & Stout 2005, p. 28.

contractuele crediteuren en de overige *stakeholders* met een *firm specific investment*. De beperkte aansprakelijkheid kan aldus worden begrepen als een wettelijk geregelde subsidie voor aandeelhouders, gefinancierd door met name de ‘zwakke’ crediteuren van de vennootschap.¹¹⁰ Aan deze subsidie ligt de gedachte ten grondslag dat de macro-economische voordelen die verbonden zijn aan het ondernemerschap, opwegen tegen de genoemde nadelen. Anders gezegd: de samenleving is erbij gebaat dat risico’s worden genomen, aangezien deze leiden tot succesvolle ondernemingen die een positieve uitwerking hebben op de welvaart. Men zou kunnen stellen dat de negatieve externaliteiten worden afgewogen tegen de (overigens moeilijk meetbare) positieve externaliteiten van de beperkte aansprakelijkheid.¹¹¹

De centrale vraag is aldus hoeveel risicoafwenteling toelaatbaar is en hoe het niveau van risicoafwenteling binnen de gewenste perken kan worden gehouden. De financieringsvrijheid van aandeelhouders dient mijns inziens te worden begrensd als deze leidt tot onredelijke externaliteiten. Beperkte aansprakelijkheid moet aandeelhouders beschermen tegen de verwezenlijking van het reguliere ondernemingsrisico en ook tegen de verwezenlijking van bijzondere, onvoorzienbare risico’s, mits de aandeelhouders zich financieel verantwoordelijk heeft gedragen; dit houdt in dat de aandeelhouder de vennootschap adequaat dient te financieren met oog op de risico’s die redelijkerwijs voorzienbaar zijn in het licht van de aard en omvang van de ondernemingsactiviteiten, en contractuele crediteuren niet blootstelt aan risico’s waarop zij niet bedacht hoefden te zijn.¹¹²

In de woorden van Millon: “*As to both contract and tort creditors, the key concern is with controlling shareholders who use limited liability as a device deliberately or recklessly to extract value from third parties without their consent and without*

110 Millon 2007, p. 1311 concludeert: “*Because the [limited liability] rule applies to closely as well as publicly held corporations and to tort as well as contract creditors, limited liability cannot be defended solely on efficiency grounds. Instead, the true policy basis for limited liability seems to be the reallocation of some of the costs of doing business from business owners to those who transact (voluntarily or involuntarily) with the corporation. By requiring creditors to bear some of these costs, the law in effect requires them to subsidize business activity. This policy does not depend on a clear demonstration of efficiency for its legitimacy. Instead, there seems to be little more at work than an unquestioned assumption that the benefits of increased business investment will be worth the social costs.*” Bratton 2006, p. 43 overweegt: “*Limited liability flatly fails to pass efficiency inspection due to its allowance for externalization of risk on involuntary creditors.*”

111 Millon 2007, p. 1317 stelt dienaangaande: “*The social utility of this policy is simply taken for granted because actual demonstration of its efficiency is technologically impossible.*”

112 Gelb overweegt: “[A] business that makes its money from taking advantage of creditors rather than from operating in some way beneficial or potentially beneficial to society does not deserve [limited liability] in contract cases except on rare occasions where a creditor has been shown to have thrown all caution to the wind and in effect waived her rights to equitable relief. [...] For courts to simply presume that contract creditors should have obtained guarantees or other protections from corporate shareholders is to endorse corporate limited liability even for the financially irresponsible or those whose goals in entering or operating a business are not in the public interest.” (Gelb 2009, p. 567).

*compensation; absent the limited liability shield, such practices could not be effective. [...] Limited liability should [...] be limited to situations in which shareholders have managed the business with due regard for bargained-for expectations and potential victims of likely accidents. If corporate insolvency has occurred despite the shareholders' reasonable efforts, the limited liability shield should protect them. In other words, the availability of limited liability should depend on whether the controlling shareholders have managed the business in a financially responsible manner.”*¹¹³

De normering van aandeelhoudersfinanciering wordt kortom gerechtvaardigd door de externaliteiten die kunnen voortvloeien uit de beperkte aansprakelijkheid. Tegen die achtergrond zullen de grenzen van de financieringsvrijheid van aandeelhouders moeten worden getrokken. Als de aandeelhouder de vennootschap bijvoorbeeld reeds bij oprichting of aanvang van de activiteiten onderkapitaliseert, zullen de professionele crediteuren daardoor meestal niet benadeeld worden, omdat zij de voorwaarden van hun kredietverstrekking kunnen afstemmen op de financiële positie van de vennootschap. Door onderkapitalisatie benadeelt de aandeelhouder daarom primair de ‘zwakkere’ crediteuren. Als de aandeelhouder vermogen aan de vennootschap onttrekt, of de vennootschap extra vreemd vermogen aantrekt, geldt voor deze ‘zwakke’ crediteuren hetzelfde. Professionele crediteuren worden daardoor slechts benadeeld voor zover de aandeelhouder het risicoprofiel van de vennootschap in die mate wijzigt, dat zij ten tijde van de kredietverstrekking daarop niet bedacht hoefden te zijn.

3.8 Normering van aandeelhoudersfinanciering: rules vs. standards

3.8.1 *Brightline rules vs. open standards*

De financieringsvrijheid van aandeelhouders kan op verschillende wijzen aan banden worden gelegd. In de Amerikaanse rechtseconomische literatuur wordt daarbij onderscheid gemaakt tussen normering door *ex ante bright line rules* en door *ex post standards*.¹¹⁴ *Ex ante bright line rules* zijn heldere, absolute regels die van tevoren duidelijk maken wat wel en wat niet geoorloofd is, vaak neergelegd in een wettelijke regeling. Het systeem van kapitaalbescherming, zoals voorgeschreven door de Tweede Richtlijn, is daarvan een voorbeeld.¹¹⁵ Het minimumkapitaal geeft exact aan hoeveel de aandeelhouders moeten storten op hun aandelen en op basis van de jaarrekening wordt precies voorgeschreven hoeveel vermogen in aanmerking komt voor uitkering aan aandeelhouders. Een voordeel van *bright line rules* is dat voor betrokkenen helder is wat van hen wordt verwacht en daarmee aan welke risico's zij bloot staan. Daar staat tegenover dat specifiek geformuleerde

¹¹³ Millon 2007, p. 1382.

¹¹⁴ Schlag heeft in 1985 in de *UCLA Law Review* helder de voor- en nadelen van regulering door *bright line rules* en *open standards* uiteengezet (Schlag 1985).

¹¹⁵ Zie daarover par. 16.9.

regels eenvoudig ontweken kunnen worden door alternatieve constructies, en dat partijen de grens van het toelaatbare kunnen opzoeken. Zo heeft bijvoorbeeld het verbod op financiële steunverlening niet kunnen voorkomen dat aandeelhouders de financiering van overnames ten laste van de doelwitvennootschap brachten.¹¹⁶ Omdat de grens tussen geoorloofd en ongeoorloofd handelen absoluut is geformuleerd, bestaat voor de (financierings)praktijk een prikkel om tot ingewikkelde constructies te komen ter vermijding van de formele regels.

Schlag heeft dienaangaande overwogen: “*By specifying a sharp line between forbidden and permissible conduct, rules permit and encourage activity up to the boundary of permissible conduct. The application of the same deterrent force to forbidden conduct regardless of how close or far it may be from permissible conduct, fails to distinguish between flagrant and technical violations. By predesignating and quantifying the magnitude of the penalty to be applied, rules allow Holmes’ proverbial bad man to treat the deterrent as a fixed cost of doing business.*”¹¹⁷

Een tweede nadeel van *bright line rules* is dat zij uitgaan van een *one size fits all*-gedachte. Absoluut geformuleerde, specifieke en gedetailleerde regels laten zich doorgaans moeilijk afstemmen op de grote verscheidenheid van gevallen die zich in de werkelijkheid kunnen aandienen. Hierdoor bestaat het risico dat de regels zowel een te ruim bereik hebben (c.q. *overinclusive* zijn), als een te beperkt bereik hebben (c.q. *underinclusive* zijn): zij staan soms in de weg aan wenselijk gedrag en voorkomen tegelijk niet alle vormen van het ongewenste gedrag.

Anders dan bij *bright line rules*, biedt normering door *ex post standards* meer flexibiliteit. Open geformuleerde normen die achteraf door een rechter moeten worden ingevuld, bieden meer mogelijkheden om recht te doen aan de omstandigheden van het concrete geval. Daarnaast doet zich bij open normen in een veel mindere mate het probleem voor dat zij een te ruim of te beperkt bereik hebben; het gedrag wordt achteraf door de rechter beoordeeld tegen het licht van de ratio van de open norm. Ontwijking van de regel door technische constructies is daardoor moeilijker. Daar staat tegenover dat open normen minder (rechts)zekerheid bieden. Te veel onduidelijkheid over wat wel en niet geoorloofd is, kan een negatief effect hebben op de investeringsbereidheid van ondernemers.

Schlag merkt hierover op: “*Because standards do not draw a sharp line between permissible and impermissible conduct, some risk-averse people will be chilled from engaging in desirable or permissible activities, and some risk-preferring people will be*

¹¹⁶ Terwijl uit de ontstaansgeschiedenis van het financiële steunverbod blijkt dat achter de introductie daarvan de bedoeling schuilging om overnames onmogelijk te maken, waarbij de financiering ten laste van het doelwit werd gebracht. Zie par. 16.9.4.

¹¹⁷ Schlag 1985, p. 384-385.

*encouraged to engage in antisocial conduct. Because the boundary between permissible and impermissible conduct is not preset, decision makers in borderline cases are likely to reach erratic results, produce confusion about what is or is not permissible.”*¹¹⁸

Daarnaast bestaat bij normering door open geformuleerde *ex post standards* het risico op *hindsight bias*.¹¹⁹ Naarmate meer gebruik wordt gemaakt van open normen wordt de rol van de rechter groter.¹²⁰ Uit sociaalwetenschappelijk onderzoek blijkt dat bij de beoordeling van handelen achteraf de natuurlijke neiging bestaat de voorzienbaarheid van nadelige gevolgen te overdrijven.¹²¹ Hoewel het handelen moet worden beoordeeld op basis van de ‘wetenschap van toen’, blijkt het moeilijk om ‘de kennis van nu’ daarin niet te verdisconteren. Open normen vereisen daarom meer vertrouwen in de kwaliteit van de rechtspraak.

3.8.2 Kapitaalbescherming: regulering door *ex ante* rules

In het licht van voorgaande overwegingen mag het mijns inziens niet verbazen dat het systeem van kapitaalbescherming in het algemene vennootschapsrecht aan belang heeft ingeboet.¹²² Het eerste fundament van de kapitaalbescherming, het wettelijk minimumkapitaal bij oprichting, kan geen adequate financiering verzeke- ren. Professionele contractuele crediteuren ontlene aan een minimumkapitaaleis geen noemenswaardige bescherming; voor zover zij verlangen dat de vennootschap over een eigen vermogen van een zekere omvang beschikt, kunnen zij dat immers contractueel regelen. Een wettelijk voorgeschreven minimum eigen vermogen zou (in theorie) in het belang kunnen zijn van de ‘zwakkere’ contractuele crediteuren en onvrijwillige schuldeisers. Nu het minimumkapitaal echter niet is afgestemd op de omvang en het risicoprofiel van de ondernemingsactiviteiten, biedt dat ook geen noemenswaardige bescherming aan de ‘zwakke’ crediteuren.¹²³

Van het tweede fundament van het wettelijke systeem van kapitaalbescherming – de op de jaarrekening gebaseerde grens aan uitkeringen – gaat eveneens weinig bescherming uit. Professionele contractuele crediteuren kennen daar weinig waarde aan toe, zo blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat in kredietovereenkomsten doorgaans

118 Schlag 1985, p. 385.

119 Zie Assink 2007, p. 19 e.v. en de vele verwijzingen aldaar. Zie ook Kroeze 2012.

120 Aldus ook Timmerman 2003, p. 38-42.

121 Assink 2007, p. 19 e.v. en Kroeze 2006.

122 Dit geldt niet voor de kapitaaleisen in de financiële sector, zoals voorgeschreven door Basel 3, die een complex kapitaalbepaling hanteren en gekoppeld zijn aan het risicoprofiel van de door de onderneming gehouden activa. Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat het faillissement van een financiële instelling niet alleen ‘gevoeld’ wordt door de daarbij betrokken aandeelhouders, crediteuren, bestuurders en werknemers, maar doorgaans mede voor rekening komt van de samenleving. Zie Barneveld 2012c, Barneveld 2012a en Ferran 1999, p. 317.

123 Zie ook Armour 2006, p. 19-21.

restricties worden opgelegd aan de mogelijkheid van de vennootschap om uitkeringen te doen die verder gaan dan de wettelijke regels.¹²⁴ Nu de wettelijke uitkeringsregels kennelijk niet weerspiegelen wat professionele crediteuren in hun kredietovereenkomsten plegen te bedingen, verminderen zij, als wettelijke *default rules*, evenmin de transactiekosten van de kredietverlening.¹²⁵ Ook de ‘zwakke’ en onvrijwillige crediteuren ontlenen aan de kapitaalbeschermingsrechtelijke uitkeringsregeling nauwelijks bescherming, aangezien deze niet kunnen bewerkstelligen dat het niet-uitkeerbaar vermogen in een redelijke verhouding staat tot de ondernemingsactiviteiten.

Bovendien staat het systeem van kapitaalbescherming niet in de weg aan de andere in par. 3.4.3 besproken handelingen van aandeelhouders die het faillissementsrisico van de vennootschap verhogen. Zo kan de vennootschap vreemd vermogen aantrekken of het risicoprofiel van haar activiteiten zodanig wijzigen dat de crediteuren en overige *stakeholders* aan een onredelijk faillissementsrisico worden blootgesteld. De conclusie luidt daarom dat kapitaalbescherming slechts een beperkt en weinig efficiënt middel is om tegemoet te komen aan de in voorgaande paragrafen geschetste belangen van crediteuren en andere *stakeholders* van de vennootschap.

3.8.3 Naar *ex post* standards; een trend gestart in de Verenigde Staten

Vanwege de gebreken die inherent zijn aan het systeem van kapitaalbescherming, heeft de notie terrein gewonnen dat de financieringsvrijheid van aandeelhouders beter begrensd kan worden door open normen, bijvoorbeeld in het kader van aansprakelijkheidsprocedures. Zo hebben veel Amerikaanse staten (in navolging van de *Revised Model Business Corporation Act*) vanaf de jaren tachtig de kapitaalregels uit hun vennootschapswetgeving verwijderd.¹²⁶ Voor de bescherming van crediteuren wordt sindsdien primair teruggevallen op enerzijds een open geformuleerde *ex ante* toets bij uitkeringen aan aandeelhouders, die kort gezegd inhoudt dat de vennootschap na de uitkering moet kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare verplichtingen, en anderzijds op de aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van *veil piercing* en de faillissementsrechtelijke leerstukken van *fraudulent transfer law* en *equitable subordination*.¹²⁷ Deze leerstukken hebben gemeen dat zij gefundeerd zijn op open normen die *ex post* door rechters moeten worden ingevuld en die er in de kern op neerkomen dat aandeelhouders de crediteuren niet aan onredelijke risico's mogen blootstellen.¹²⁸

124 Zie par. 3.4.4 hiervoor.

125 Armour 2006, p. 16.

126 Zie par. 5.2.

127 Zie de Amerikaanse hoofdstukken hierna.

128 Zoals ‘*inquitbale conduct*’, ‘*undercapitalization*’ en ‘*unreasonably small capital*’.

Zo concludeerde Armour in 2000: “*Even a rough-and-ready mechanism such as a judicial doctrine of ‘piercing the corporate veil’ in cases of ‘unreasonably low’ capitalization would be likely to be cheaper in terms of administrative costs than a general minimum capital requirement*”.¹²⁹

De gedachte dat crediteurenbescherming beter gerealiseerd kan worden door open normen dan door formele kapitaalregels, kreeg na de afschaffing van de kapitaalbescherming in de VS al snel voet aan de grond op het Europese continent. Zo overwoog Van Schilfgaarde al in 1988 dat het bij kapitaalbescherming uiteindelijk gaat om de vraag “of het financieel beleid de toets van behoorlijk ondernemerschap kan doorstaan”.¹³⁰ Als men daarop het accent zou leggen, dan kon dat onderdeel van het vennootschapsrecht zijns inziens worden ingebed in het aansprakelijkheidsrecht. In gelijke zin overwoog Timmerman kort daarna dat de kapitaalbescherming en persoonlijke aansprakelijkheid zich tot elkaar verhouden als communicerende vaten en stelde hij dat de behoefte aan gedetailleerde kapitaalregels zich minder deed gevoelen indien de wet voorzag in meer aansprakelijkheid.¹³¹ In 2003 constateerde Timmerman vervolgens dat digitaal vennootschapsrecht inderdaad steeds meer plaats begon te maken voor analoge normen.¹³²

De herziening van het Duitse GmbH-recht in 2008 en de flexibilisering van het Nederlandse BV-recht in 2012 passen binnen deze ontwikkeling van absolute, specifieke kapitaalregels naar een meer open geformuleerde normering van aandeelhoudersfinanciering.¹³³ In beide landen geldt thans dat het bestuur uitkeringen aan aandeelhouders *ex ante* moet toetsen aan een open financieringsnorm, en in beide landen worden de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in toenemende mate *ex post* getrokken in het kader van aansprakelijkheidsprocedures. De wijze waarop invulling wordt gegeven aan deze open normering van aandeelhoudersfinanciering, staat in de hiernavolgende hoofdstukken centraal.

3.9 Conclusie

De wettelijke regeling van de kapitaalvennootschap voorziet in een standaard risicoallocatie tussen de aandeelhouders en crediteuren van de vennootschap, die mede in zich draagt dat risico's in meer of mindere mate worden geëxternaliseerd. Deels is dat een bewuste en – vanuit een algemeen welvaartspectief – gerechtvaardigde keuze. Uit de economische analyse van het ondernemingsrecht blijkt

129 Armour 2000, p. 372.

130 Van Schilfgaarde 1988, p. 264.

131 Timmerman 1990, p. 8.

132 Timmerman 2003, p. 38-42.

133 Daarbij moet worden opgemerkt dat in Duitsland – anders dan in Nederland – ook is vastgehouden aan het systeem van kapitaalbescherming. Zie over Duitsland de hoofdstukken 10 en 11 en over Nederland de hoofdstukken 16 en 17.

echter ook dat deze risicoallocatie aandeelhouders in staat stelt om onder omstandigheden crediteuren onevenredig te benadelen, doordat de vennootschap wordt ondergekapitaliseerd, daaraan vermogen wordt onttrokken of haar risicoprofiel – bijvoorbeeld door het aantrekken van vreemd vermogen – wordt gewijzigd. Het is daarbij van belang om onderscheid te maken tussen de verschillende schuldeisers en de verschillende handelingen van de aandeelhouder ter zake van de financiering van de vennootschap. De nadelen voor de vennootschapscrediteuren moeten worden afgewogen tegen het voordeel van een wettelijke regeling die ondernemende activiteiten – die naar hun aard een onzeker en dus risicovol karakter hebben – te stimuleren. De financieringsvrijheid van aandeelhouders gaat echter niet zo ver, dat de aandeelhouder bewust alle kosten mag externaliseren naar de overige bij de vennootschap betrokken partijen. Het recht dient hier grenzen te stellen. Die grenzen zijn het onderwerp van dit boek en de volgende hoofdstukken daarvan.

II. AMERIKAANS PERSPECTIEF

HOOFDSTUK 4

INLEIDING VERENIGDE STATEN

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk biedt een beknopte inleiding op het Amerikaanse deel van dit boek. Er wordt ingegaan op de Amerikaanse normering van de kapitaalvennootschap, en de rol die de *Revised Business Model Corporation Act* daarbij speelt. Daarna worden de relevante rechtsvormen kort geïntroduceerd en ten slotte wordt aangegeven welke leerstukken in de komende hoofdstukken aan bod zullen komen.

4.2 Vennootschapsrecht in de VS

4.2.1 Statelijk recht en de RMBCA

Het vennootschapsrecht wordt in Amerika door iedere staat zelfstandig geregeld.¹ Bijna alle staten voorzien in een ‘eigen’ *corporation statute*, waarin de regels met betrekking tot de oprichting en interne aangelegenheden van de kapitaalvennootschap zijn neergelegd.² Toch bestaan er op grote lijnen veel overeenkomsten tussen de verschillende statelijke wetten. Hieraan heeft in het bijzonder de introductie van de *Model Business Corporation Act* (MBCA) bijgedragen. Al in 1928 werd een eerste aanzet gegeven tot enige vorm van harmonisatie van het vennootschapsrecht van de staten, door de introductie van de *Uniform Business Corporation Act*.³ De tijd bleek daarvoor toen echter nog niet rijp; slechts drie staten namen deze modelwet destijds over.⁴ In 1950 publiceerde de *Committee on Corporate Laws of the Section of Business Law* van de *American Bar Association* voor het eerst de *Model Business Corporation Act*. Door het woord ‘uniform’ te vervangen door

1 Op beursgenoteerde vennootschappen is ook federale regelgeving van toepassing, in het bijzonder de *Securities Act* van 1933 en de *Securities Exchange Act* van 1934. Aangezien in dit onderzoek de niet-beursgenoteerde vennootschap centraal staat, zullen deze regels verder buiten beschouwing worden gelaten. Bainbridge merkt hierover op: “A fair rule of thumb is that state law is concerned with the substance of corporate governance, while federal law is concerned with disclosure and a limited number of procedural aspects of corporate governance [of public corporations] (such as the solicitation of proxies and the conduct of a tender offer)” (Bainbridge 2009, p. 11).

2 Dit geldt alleen niet voor *the District of Columbia* en *Puerto Rico*.

3 De UBCA was een product van *the Conference of Commissioners on Uniform State Laws*.

4 Hamilton 1985, p. 1457.

‘model’ werd het signaal afgegeven dat de voorbeeldregeling geen harmonisatie beoogt, maar slechts dient als hulpmiddel voor de statelijke wetgevers bij het ontwerpen van regelgeving op dit complexe rechtsgebied.⁵ De MBCA werd aanzienlijk beter ontvangen dan zijn voorganger en veel (met name kleine) staten gingen over tot implementatie van zijn bepalingen. In 1984 is de MBCA, na een grondige voorbereiding en uitgebreid consultatieproces, ingrijpend herzien, waarbij de bepalingen inzake het kapitaal van de vennootschap vergaand zijn gewijzigd. Naar de herziene wet wordt hierna verwezen met *Revised Model Business Corporation Act* (RMBCA).

De RMBCA is vormgegeven als een op zichzelf staande wet die in zijn geheel of ten dele door de statelijke wetgevers kan worden overgenomen. Op dit moment hebben dertig staten de modelwet helemaal of nagenoeg helemaal geïmplementeerd, drie staten hun vennootschapsrecht gebaseerd op eerdere versies daarvan en veel andere staten ten slotte delen van de modelregeling overgenomen.⁶ In het volgende hoofdstuk zal nader worden ingegaan op de bepalingen van de RMBCA, in het bijzonder op de regels die zien op het kapitaal en de uitkering van dividend.

4.2.2 Het vennootschapsrecht van de staat Delaware

Het vennootschapsrecht van de staat Delaware wordt aangemerkt als de belangrijkste rechtsbron van statelijk vennootschapsrecht. Ruim de helft van alle beursgenoteerde vennootschappen en van de *Fortune 500* is opgericht in deze staat.⁷ Het vennootschapsrecht van Delaware is zeer ontwikkeld, mede dankzij het *Court of Chancery* dat bijna uitsluitend rechtspreekt in ondernemingsrechtelijke geschillen.⁸ De regels in Delaware zijn daarnaast in relatief geringe mate beïnvloed door de RMBCA. Zo is Delaware één van de weinig staten die nu nog het systeem van kapitaalbescherming kennen. In het hiernavolgende zal daarom ook aandacht worden geschonken aan de relevante regels in Delaware.

5 Hamilton wijst erop dat een *uniform act* bedoeld is om in zijn geheel overgenomen te worden, terwijl een *model act* ook slechts deels kan worden geïmplementeerd. Zijns inziens leent het vennootschapsrecht zich beter voor de laatste variant, aangezien het niet noodzakelijk is dat alle vennootschapsrechtelijke bepalingen van de staten gelijk zijn (Hamilton 1985, voetnoot 16).

6 MBCA Annotated 2009, p. viii.

7 Overigens lijkt de populariteit van Delaware als vestigingsstaat de laatste jaren af te nemen. Zie hierover Armour, Black & Cheffins 2010.

8 Armour, Black & Cheffins merken hierover op: “The thinking is that firms incorporating under Delaware law stand to benefit ex ante from the guidance offered by the extensive and timely body of precedents generated by prior cases, and ex post from the decision-making expertise of the Delaware Court of Chancery judges, who are appointed on the basis of merit from the corporate bar and who have the opportunity to focus primarily on corporate law cases.” (Armour, Black & Cheffins 2010, p. 1-2).

4.2.3 Belangrijke rol voor de rechtspraak

Voor een *common law*-jurisdictie is het ondernemingsrecht van de VS in relatief hoge mate gecodificeerd. Desondanks is daarin een belangrijke rol weggelegd voor de rechtspraak. Sommige bepalingen in de vennootschapsrechtelijke regelgeving hebben een onduidelijk karakter en een aantal belangrijke kwesties is in de wetten ongeregeld gelaten. De Amerikaanse rechters gaan bij de invulling van deze lacunes aanzienlijk verder dan zuivere wetsinterpretatie; zij geven mede vorm aan het recht.⁹ Faillissementsrechtbanken, die in de VS traditioneel worden beschouwd als *courts of equity*, hebben bovendien de bevoegdheid om op basis van beginselen van billijkheid (*equity*) af te wijken van de letter van de wet.¹⁰ In de komende hoofdstukken zal daarom blijken dat de normering van aandeelhoudersfinanciering voor een belangrijk deel *ex post* plaatsvindt in het kader van procedures voor de rechter. Voor een volledig beeld van de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders, moet daarom ook de relevante jurisprudentie in de analyse worden betrokken. Helaas is het niet altijd eenvoudig om een rode draad waar te nemen in de grote hoeveelheid jurisprudentie die gewezen wordt door federale en statelijke rechters.

4.3 Relevante rechtsvormen in de VS

4.3.1 Public en closely-held corporations

In de Verenigde Staten wordt onderscheid gemaakt tussen *public corporations* en *closely-held corporations*. *Public corporations* zijn kapitaalvennootschappen waarvan de aandelen zijn genoteerd aan een handelsplatform.¹¹ *Closely-held corporations* zijn daarom (a contrario geredeneerd) alle vennootschappen waarvan de aandelen niet genoteerd zijn en die in de regel een klein aantal aandeelhouders kennen.¹² De statelijke vennootschapsrechtelijke wetten maken nauwelijks onderscheid tussen beide rechtsvormen; de meeste regels zijn zowel op de *public* als de *closely-held corporation* van toepassing. Bijna twintig staten voorzien in een bijzondere *statutory close corporation*-regeling. Dergelijke regelingen hebben doorgaans de vorm van bijlagen bij de normale vennootschapswetgeving en bieden aandeelhouders iets meer vrijheid

9 Bainbridge 2009, p. 7.

10 Goehausen 2005, p. 119.

11 “‘Public corporation’ means a corporation that has shares listed on a national securities exchange or regularly traded in a market maintained by one or more members of a national securities association” (§ 1.44(18A) RMBCA).

12 Hamilton & Freer overwegen hierover: “The line of demarcation will be whether the company’s stock is publicly traded, which means that its securities are registered under for public sale under federal law. If it is not, we will consider it a close corporation.” (Hamilton & Freer 2011, p. 197). Zie over de verschillende definities van *closely-held corporation* en haar kenmerken O’Neal & Thompson 2010, § 1:2.

om de vennootschap naar eigen inzicht vorm te geven.¹³ Zo maken zij het bijvoorbeeld soms mogelijk dat een vennootschap die als *closely-held* kwalificeert, bestuurd wordt door haar aandeelhouders.¹⁴ Uit empirisch onderzoek blijkt dat van deze bijzondere regelingen weinig gebruik wordt gemaakt, en daarom zullen zij hierna verder onbesproken blijven.¹⁵

4.3.2 *Limited Liability Company*

De populariteit van de *closely-held corporation* is de afgelopen twintig jaar tanende ten gevolge van de opkomst van de *limited liability company (LLC)*. De LLC is een hybride rechtsvorm met kenmerken van een kapitaalvennootschap, zoals uitgesloten aansprakelijkheid van haar investeerders (de *members*), en kenmerken van een personenvennootschap, zoals fiscale transparantie. De LLC wordt niet gezien als een kapitaalvennootschap; zij behoort tot de *unincorporated associations*. Sinds de staat Wyoming in 1977 de eerste LLC introduceerde, is het aantal LLC's geëxplodeerd en het aantal oprichtingen van (*closely-held*) *corporations* aanzienlijk afgenomen.

Toch zal in het hiernavolgende nauwelijks meer worden ingegaan op de LLC. Op dit moment is er weinig jurisprudentie beschikbaar over LLC's.¹⁶ Daarnaast is het onderscheid tussen de *corporation* en de LLC niet van wezenlijk belang voor de onderwerpen die in het kader van dit onderzoek relevant zijn. De normering van de financieringsvrijheid zoals die ontwikkeld is voor *corporations* wordt bijna een op een toegepast op de LLC. Ten slotte is het vanuit Nederlands perspectief zinvoller om de blik op de *corporation* te vestigen, aangezien de structuur en inrichting daarvan veruit de meeste verwantschap vertonen met de Nederlandse (en Duitse) kapitaalvennootschap.

4.4 Faillissementsrecht in de VS

Het Amerikaanse vennootschapsrecht biedt weinig bescherming aan andere *stakeholders* van de vennootschap dan haar aandeelhouders en bestuurders. Zo speelt de bescherming van crediteuren in de vennootschapsrechtelijke regels een beperkte rol. In de juridische literatuur wordt betoogd dat dit komt omdat het vennootschapsrecht statelijk geregeld wordt, en er daarom competitie bestaat tussen de verschillende staten om ondernemingen aan te trekken. Aangezien doorgaans de aandeelhouders beslissen in welke staat een vennootschap wordt opgericht, en daarmee welk recht

13 Sommige staten vereisen voor toepassing van de *closely-held* bepalingen dat het aantal aandeelhouders een bepaald maximum niet overschrijdt.

14 Zie bijvoorbeeld Del. Code § 351.

15 Hamilton & Freer 2010, p. 198.

16 Cox & Hazen stellen: “*The case law interpreting relationships within the LLC is extremely sparse and it is likely to take decades before a reliable body of judicial interpretation is developed.*” (Cox & Hazen 2011, § 1:11).

daarop van toepassing zal zijn, zou het vennootschapsrecht meer gericht zijn op de belangen van de aandeelhouders dan op die van de schuldeisers.¹⁷

Anders dan het vennootschapsrecht is het Amerikaanse faillissementsrecht federaal geregeld en daarom kent dat bovenstaande dynamiek niet.¹⁸ Daarom ontlenen crediteuren van de vennootschap in de Verenigde Staten primair bescherming aan het faillissementsrecht. Daarbij is een belangrijke rol weggelegd voor *fraudulent transfer law*:

Simkovic & Kamietzky merken hierover op: “*Fraudulent transfer law fills an important gap in U.S. regulations of corporations. Although corporate law makes limited liability widely available and inexpensive for businesses, it has relatively few mechanisms to prevent excessive and socially destructive risk taking.*”¹⁹

De Amerikaanse grondwet geeft het Congres expliciet de bevoegdheid “*to establish laws on the subject of Bankruptcies throughout the United States*”.²⁰ Veruit de belangrijkste federale rechtsbron is daarbij de in 1801 in werking getreden *Bankruptcy Code* (BC). De twee insolventieprocedures die voor het onderhavige onderzoek het belangrijkste zijn, zijn neergelegd in *Chapter 7* en *Chapter 11* van de BC. *Chapter 7* ziet op de liquidatie van het vermogen van de debiteur en is vergelijkbaar met de Nederlandse faillissementsprocedure. De *trustee in bankruptcy* neemt daarin een positie in die vergelijkbaar is met de Nederlandse curator; hij kan de onderneming tijdelijk voortzetten met het oog op een doorstart of liquidatie. De procedure in *Chapter 11* heeft ten doel het vermogen van de debiteur te reorganiseren door middel van een aan de crediteuren en aandeelhouders te presenteren reorganisatieplan. In afwijking van het Nederlandse recht behoudt het bestuur van de vennootschap onder *Chapter 11* meestal haar positie (het beginsel van *debtor-in-possession*).²¹ De crediteuren beschikken over de mogelijkheid om een *Creditors’ Committee* op te richten dat hun belangen zal behartigen; daarvan wordt in het bijzonder veel gebruik gemaakt door ongesecureerde crediteuren.

17 Zie Romano 1993, p. 14 e.v.

18 Dat neemt niet weg dat statelijk recht wel een rol kan spelen in faillissementsprocedures; zo wordt bijvoorbeeld het statelijk goederenrecht toegepast en kan het statelijk recht een rol spelen bij de beoordeling van de vorderingen van crediteuren. Daarnaast is er ook een aantal met de RMBCA vergelijkbare modelwetten uitgevaardigd die zien op het statelijke recht dat in faillissement relevant is (zoals bijvoorbeeld de *Uniform Fraudulent Conveyance Act* en *Uniform Fraudulent Transfer Act* – zie hoofdstuk 6).

19 Simkovic & Kamietzky 2011, p. 123-124.

20 § 1, lid 8, sub 4 USC.

21 De *debtor-in-possession* beschikt bijna over alle bevoegdheden die een curator (*trustee*) heeft.

4.5 Opzet Amerikaans perspectief

In hoofdstuk 5 wordt ingegaan op de vennootschapsrechtelijke regels inzake het kapitaal van de vennootschap en de mogelijkheid om dividend uit te keren, aan de hand van de RMBCA en het recht van Delaware en California. Daarbij zal tevens aandacht worden geschonken aan de aansprakelijkheid van bestuurders en de restitutieverplichting van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde dividenduitkeringen.

Daarna komt in hoofdstuk 6 het faillissementsrechtelijke *fraudulent transfer law* aan bod. In het bijzonder wordt geanalyseerd onder welke omstandigheden op grond daarvan aandeelhouders tot restitutie van aan de vennootschap onttrokken vermogen kunnen worden aangesproken. Daarbij wordt ingegaan op de belangrijke rol die het *fraudulent transfer law* speelt bij de normering van complexe, samengestelde vermogensonttrekkingen, zoals de *leveraged buyout*.

Aansluitend wordt in hoofdstuk 7 getracht bloot te leggen onder welke omstandigheden de bemoeienissen van de aandeelhouder met de financiering van de vennootschap kunnen leiden tot een doorbraak van aansprakelijkheid. Het '*piercing the corporate veil*' leerstuk blijkt buitengewoon onvoorspelbaar en inconsistent te worden toegepast; niettemin zal worden gezien welke rol onderkapitalisatie en vermogensonttrekkingen daarin spelen.

Vervolgens wordt in hoofdstuk 8 het leerstuk van '*equitable subordination*' geanalyseerd. Op grond daarvan kunnen onder omstandigheden de vorderingen van aandeelhouders worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige schuldeisers. Daarbij zal tevens aandacht worden besteed aan de mogelijkheden om betalingen op aandeelhoudersleningen vóór het faillissement van de vennootschap te vernietigen op grond van het *fraudulent preference law*.

Tot slot wordt in hoofdstuk 9 de analyse van het Amerikaanse recht afgesloten met een beknopte conclusie. Daarbij wordt ingegaan op de vraag hoe de besproken leerstukken zich tot elkaar verhouden en welke rol is weggelegd voor onderkapitalisatie en vermogensonttrekkingen bij de normering van aandeelhoudersfinanciering.

HOOFDSTUK 5

KAPITAAL & UITKERINGEN

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt besproken hoe het Amerikaanse vennootschapsrecht grenzen stelt aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders. In het bijzonder wordt ingegaan op de regulering van uitkeringen aan aandeelhouders onder de RMBCA, het recht van Delaware en het recht van Californië.¹ Daarbij wordt aandacht besteed aan de aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders vanwege ongeoorloofde uitkeringen op grond van de wettelijke dividendregels en *common law*. Tot slot zal worden gezien welke rol de uitkeringsregels spelen bij de normering van samengestelde transacties, zoals de *leveraged buyout*.

5.2 Opkomst en ondergang van de kapitaalbescherming in de VS

5.2.1 Kapitaal als niet voor uitkering vatbare investering

De geschiedenis van het Amerikaanse systeem van kapitaalbescherming gaat terug tot voor de Amerikaanse onafhankelijkheidsoorlog van 1775. De voorlopers van de Engelse kapitaalvennootschap hadden geen vast kapitaal.² Het was gebruikelijk dat investeerders bij elke nieuwe onderneming vermogen inbrachten, dat na beëindiging van de activiteiten en betaling van alle schuldeisers samen met eventuele winsten werd uitgekeerd aan de investeerders. Toen vanaf 1600 vanwege praktische redenen de behoefte rees aan continuïteit van de onderneming, ontstond de gedachte dat het door de aandeelhouders bijeengebrachte kapitaal in de onderneming diende te blijven. In de octrooien waarbij vennootschappen werden opgericht (de zogenoemde *corporate charters*) verscheen vanaf dat moment de bepaling dat dividend slechts kon worden uitgekeerd voor zover er winst was gemaakt.³

De eerste werkelijke voorloper van de Amerikaanse doctrine van kapitaalbescherming was vervat in de regelgeving van toepassing op de *Bank of England* aan

1 Zie over de regels inzake kapitaal en uitkeringen onder de RMBCA en het recht van Delaware tevens de landendocumenten bij Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2005.

2 Kehl 1976, p. 3 e.v.

3 Warren 1923, p. 547.

het einde van de zeventiende eeuw. Daarin was uitdrukkelijk vastgelegd dat dividenduitkeringen die werden gefinancierd ten laste van het door de aandeelhouders bijeengebrachte kapitaal ongeldig waren, en daarom moesten worden terugbetaald.⁴ Dit voorschrift werd in 1789 overgenomen toen de regels voor de eerste banken van Amerika werden vormgegeven. Alexander Hamilton, verantwoordelijk voor het *charter* van de *Bank of the United States*, nam uit de regeling van de *Bank of England* de bepaling over dat het de bank niet was toegestaan schulden aan te trekken die het kapitaal te boven gingen. Daarbij verving Hamilton de aansprakelijkheid van de aandeelhouders bij schending van deze bepaling door een aansprakelijkheid van de bestuurders van de bank.⁵ Algemeen wordt aangenomen dat de door Hamilton gedichte regeling model heeft gestaan voor de dividendbepalingen die niet veel later verschenen in de statelijke vennootschaps-wetgeving.⁶

Zo overweegt Kehl: “*When in subsequent American charters directors were made liable for the declaration of illegal dividends, it was the Hamiltonian provision in the charter of the Bank of United States which furnished the model.*”⁷

In de eerste vennootschapsrechtelijke wetten van de verschillende staten werden nog minimumeisen gesteld aan de investering van de aandeelhouders in de vennootschap bij oprichting. Deze kwantitatieve vereisten waren zelfs destijds al gering en werden daarom algemeen beschouwd als pro forma eisen. Zij verdwenen dan ook al snel uit de verschillende statelijke wetten.

Als ijkpunt voor de inbreng van aandeelhouders werd de nominale waarde van het aandeel gehanteerd. Volgens Manning en Hanks ontstond het concept ‘nominale waarde’ doordat werd gezocht naar een manier om te bewerkstelligen dat alle aandeelhouders een in verhouding gelijk bedrag inbrachten bij de verkrijging van aandelen.⁸ Hoewel het concept dus primair beoogde een eerlijke inbreng tussen de aandeelhouders onderling te regelen, is de nominale waarde van aandelen ook een rol gaan spelen bij de bescherming van de crediteuren bij uitkeringen.

Achter het systeem van kapitaalbescherming ging de gedachte schuil dat het de aandeelhouders niet was toegestaan hun risicodragende investering aan de vennootschap te onttrekken. Deze notie lag bijvoorbeeld uitdrukkelijk ten grondslag aan de

4 In het *corporate charter* van de bank was de volgende bepaling opgenomen: “*And we do hereby further will and appoint that no dividend shall at any time be made by the said government and company save only out of the interest, profit or produce arising by or out of the said capital stock or fund, or by such dealing, buying or selling as is allowed by the said Act of Parliament, until redemption by Parliament of the said yearly fund.*” (Zie Warren 1923, p. 514). Zie ook Kehl 1976, p. 4.

5 Zie Witz 1947, p. 221 en Kehl 1976, p. 4.

6 Witz 1947, p. 220.

7 Kehl 1976, p. 5.

8 Manning & Hanks 1990, p. 44 e.v.

uitspraak inzake *Wood v. Dummer* die het *Circuit Court of Maine* in 1824 wees.⁹ Deze zaak vloeide voort uit het faillissement van een bank, waarvan de bestuurders vlak voor het vallen van het doek een groot deel van het liquide vermogen aan de aandeelhouders hadden uitgekeerd. Een aantal crediteuren sprak de aandeelhouders aan voor de onttrokken bedragen. Het *Circuit Court* bepaalde dat de aandeelhouders in verhouding tot hun aandelenbelang de vorderingen van de crediteuren op de vennootschap dienden te voldoen. In een veel geciteerde *opinion* oordeelde *justice* Story dat het door de aandeelhouders bijeengebrachte nominale kapitaal een “*trust fund*” voor de crediteuren behelsde, en daarom niet aan de vennootschap mocht worden onttrokken zolang er nog schuldeisers waren. Werd het kapitaal toch uitgekeerd, dan hielden de aandeelhouders het ten onrechte onttrokken vermogen als *trust* voor de crediteuren.¹⁰

Story overwoog: “*It appears to me very clear upon general principles, as well as the legislative intention, that the capital stock of banks is to be deemed a pledge or trust fund for the payment of the debts contracted by the bank. [...] If the stock may, the next day after it is paid in, be withdrawn by the stockholders without payment of the debts of the corporation, why is its amount so studiously provided for, and its payment by the stockholders so diligently required? To me this point appears so plain upon principles of law, as well as common sense, that I cannot be brought into any doubt, that the charters of our banks make the capital stock a trust fund for the payment of all the debts of the corporation.*”¹¹

De door Story geïntroduceerde *trust fund* theorie was geen lang leven beschoren. Zo werd de doctrine enige tijd na de uitspraak inzake *Wood v. Drummer* uitdrukkelijk verworpen door het *Minnisota Supreme Court*.¹² Dat gaf te kennen dat de uitkomst van *Wood vs. Dummer* weliswaar geheel juist was, maar dat de overwegingen van Story niet verkeerd begrepen moesten worden.

Het *Minnisota Supreme Court* overwoog: “*The phrase that “the capital of a corporation constitutes a trust fund for the benefit of creditors” is misleading. (...) It is not held in trust for creditors, except in the sense that there can be no distribution of it among stockholders without provision being first made for the payment of corporate debts, and that, as in the case of a natural person, any disposition of it in fraud of creditors is void; and in this respect there is no distinction between unpaid capital and paid capital, between “stock subscriptions” and any other assets of the corporation.*”¹³

9 *Wood v. Dummer*, 30 F.Cas 435 (no. 17,944) (C.C.D. Me. 1824).

10 Zie over deze theorie uitgebreid Hunt 1902.

11 *Wood vs. Dummer*, 30 F.Cas 435 (no. 17,944) (C.C.D. Me. 1824), p. 436.

12 *Hospes v. Northwestern Mfg. & Car Co.*, 48 Minn. 174, 180, 50 N.W. 1117 (1892). Ook het *Supreme Court of the United States* verwierpt later de *trust fund* theorie: *McDonald v. Williams*, 174 U.S. 397, 19 S. Ct. 743, 43 L. Ed. 1022 (1899).

13 *Hospes v. Northwestern Mfg. & Car Co.*, 48 Minn. 174, 50 N.W. 1117 (1892), p. 1119.

Hoewel de *trust fund*-theorie weliswaar snel verworpen werd, bleek het centrale uitgangspunt dat de aandeelhouders hun kapitaalstorting niet aan de vennootschap mochten onttrekken, sinds *Wood vs. Dummer* diep geworteld. Dividenduitkeringen werden toelaatbaar geacht voor zover de vennootschap beschikte over een overschot (*surplus*); dat wil zeggen voor zover het eigen vermogen van de vennootschap het bedrag van de kapitaalstortingen te boven ging. Ook in de in 1950 geïntroduceerde modelwet, de MBCA, werd een systeem van kapitaalbescherming voorgeschreven. Ingevolge § 45(a) MBCA konden uitkeringen alleen geschieden uit *earned surplus*. Daaronder werd verstaan het overschot na aftrek van alle schulden en het *stated capital* van het totale vermogen. Dit *stated capital* werd berekend door de nominale waarde van de aandelen te vermenigvuldigen met het aantal geplaatste aandelen.¹⁴ Een groot aantal van de eerste statelijke dividendregels volgden deze benadering. Toch voorkwam dit systeem niet dat het door de aandeelhouders bijeengebracht kapitaal tijdens het bestaan van de vennootschap weer aan de aandeelhouders werd uitgekeerd. De MBCA, en in navolging daarvan veel statelijke wetten, stonden toe dat het gebonden kapitaal werd omgezet in een agioreserve die wél voor uitkering vatbaar was.¹⁵ Hierdoor was het voor de aandeelhouders toch mogelijk om hun kapitaalstorting aan de vennootschap te onttrekken.

5.2.2 Kritiek op kapitaalbescherming

De kapitaalbescherming stond in de tweede helft van de twintigste eeuw dan ook aan de nodige kritiek bloot. Zo meenden veel juridische auteurs dat het systeem een schijnveiligheid bood: omdat het kapitaal kon worden omgezet in uitkeerbare reserves, ondergroef de regeling zijn eigen uitgangspunt.¹⁶ Daarnaast ontstond de gedachte dat de initiële investering van de aandeelhouders van weinig belang was voor de crediteuren. Zo voerden Manning en Hanks aan dat de nominale kapitaalbijdrage van aandeelhouders – oorspronkelijk bedoeld om de verhoudingen tussen de aandeelhouders onderling te regelen – de crediteuren niets vertelde over hun kansen om (op tijd) te worden voldaan.¹⁷ De mogelijkheid om tijdig crediteuren te betalen was volgens hen primair afhankelijk van de kasstromen van de vennootschap. Bovendien werd het bezwaarlijk gevonden dat de uitkeringsruimte moest worden vastgesteld op basis van de jaarrekening. Normering van uitkeringen op basis van de balans zou volgens Manning en Hanks uitsluitend zin hebben als de wet voorzag in een sluitend accountancysysteem. Dergelijke voorschriften zouden

¹⁴ Black 2010, § 2:3.

¹⁵ Gevurtz overweegt daarom: “*The traditional balance sheet approach [...] is something of a joke. [...] this test starts at a seemingly sensible point, and then degenerates.*” (Gevurtz 2000, p. 159 e.v.).

¹⁶ Manning & Hanks spreken veelzeggend van “*a Swiss cheese made up mainly of holes*” (Manning & Hanks 1992, p. 194). Hoewel het systeem inderdaad geen garantie bood dat het door de aandeelhouders bijeen gebrachte kapitaal in stand zou blijven, voorkwam dat wel dat uitkeringen plaatsvonden die zouden leiden tot een negatief eigen vermogen.

¹⁷ Manning & Hanks 1990, p. 44 e.v.

echter buitengewoon onpraktisch zijn. Manning en Hanks vermoedden dat dit de reden was waarom de wetgevers en rechters het systeem niet daadwerkelijk leken door te zetten.

Zo merkten zij op: *“After bravely embarking upon the adventure of regulating shareholder distributions in the interest of creditors, both courts and legislatures recoiled from actively carrying through with that enterprise as they come to realize, more or less consciously, the enormity and complexity of law building that would be necessary to make the system really work. That second judgement was undoubtedly a wise one; perhaps too, it suggests that it was a mistake to embark upon the endeavor in the first place.”*¹⁸

5.2.3 Herziening van de MBCA en statelijke wetgeving

De ingrijpende herziening van de MBCA in 1980 luidde het einde in van de dominante aanwezigheid van het systeem van kapitaalbescherming in de statelijke wetgevingen. Nadat in het commentaar bij de RMBCA in 1984 uitdrukkelijk afstand werd genomen van de gedachte dat het kapitaal van de vennootschap als waarborg diende voor de crediteuren, begonnen veel statelijke wetgevers met het ontmantelen van de kapitaalbescherming die was vervat in hun wetgeving.

In de toelichting bij de nieuwe modelwet werd overwogen: *“It has long been recognized that the traditional “par value” and “stated capital” statutes do not provide significant protection against distributions of capital to shareholders. [...] The financial provisions of the revised Model Act, which are based on the 1980 amendments, sweep away all the distinctions among the various types of surplus but retain restrictions on distributions built around both the traditional equity insolvency and balance sheet tests of earlier statutes.”*¹⁹

5.3 Inbreng en uitkering onder de RMBCA

5.3.1 Inbreng van aandeelhouders; omvang en vorm

De RMBCA kent thans geen minimumkapitaalvereiste. Aandeelhouders dienen slechts het bedrag op hun aandelen te storten dat is afgesproken in de overeenkomst die aan het nemen van de aandelen ten grondslag ligt (de *subscription agreement*).²⁰ Het bestuur dient erop toe te zien dat aandeelhouders een eerlijk prijs voor de genomen aandelen betalen.²¹ Als het bestuur heeft gemeend dat de inbreng van de

¹⁸ Manning & Hanks 1990, p. 66.

¹⁹ Comm. RMBCA p. 6227.

²⁰ § 6.22 RMBCA.

²¹ Manning 1984, p. 1530.

aandeelhouders op het moment van het nemen van de aandelen voldoende was, kunnen de aandeelhouders op een later moment niet worden aangesproken tot bijstorting als blijkt dat de inbreng toch onvoldoende was. De verantwoordelijkheid voor een adequate inbreng door aandeelhouders rust dus primair op het bestuur.²²

Eerdere versies van de MBCA verboden inbreng op aandelen in de vorm van schuldbrieven (*promissory notes*) of rechten op het verrichten van werk of diensten. Dit werd door de praktijk beschouwd als een weinig zinnige beperking zodat dit verbod in 1980 uit de modelwet is geschrapt.

De toelichting bij de RMBCA merkt hierover op: “[A]s a matter of business economics, contracts for future services, promissory notes, and intangible property or benefits often have value that is as real as the value of tangible property or past services, the only types of property that many older statutes permit as consideration for shares. Thus, only business judgment should determine what kind of property should be obtained for shares, and a determination by the directors [...] to accept a specific kind of valuable property for shares should be accepted and not circumscribed by artificial or arbitrary rules.”²³

5.3.2 Een ruime definitie van het begrip uitkering

De herziening van de MBCA in 1980 heeft een vrijwel geheel nieuwe regeling voor dividenduitkeringen meegebracht. De begrippen ‘*stated capital*’, ‘*capital surplus*’ en ‘*earned surplus*’ komen daarin niet meer voor. De RMBCA hanteert een ruime definitie van het begrip uitkering (*distribution*). Daaronder wordt verstaan:

“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 or payment of a dividend; a purchase, redemption, or other acquisition of shares; a distribution of indebtedness; or otherwise.”²⁴

Er geldt dus één regime voor alle vormen waarin vermogen wordt overgeheveld van de vennootschap naar haar aandeelhouders.²⁵ Het kan daarbij gaan om directe en indirecte uitkeringen in geld of natura, of om het aangaan van een schuld jegens of ten behoeve van de aandeelhouder in relatie tot diens hoedanigheid als aandeel-

²² § 6.21(c) RMBCA.

²³ Comm. RMBCA § 6.21.

²⁴ § 1.40 (6) RMBCA.

²⁵ “Whatever the form of transaction, any assetflow from the corporation’s coffers to shareholders as such that is not matched by an equivalent asset inflow is a distribution.” (Manning & Hanks 1990, p. 182).

houder.²⁶ Ook de inkoop van eigen aandelen en de intrekking van aandelen vallen onder de definitie. Dit geldt alleen niet voor de uitkering in de vorm van eigen aandelen (*stock dividend*), nu een dergelijke ‘sigaar uit eigen doos’ geen effect heeft op de vermogenspositie van de vennootschap.

5.3.3 Uitkering is de exclusieve bevoegdheid van het bestuur

Onder de RMBCA behoort het besluiten tot uitkering van dividend tot de exclusieve bevoegdheid van het bestuur. In het uitkeringsbesluit moet zijn bepaald welk bedrag wordt uitgekeerd, op welk moment de betaalbaarstelling van de uitkering plaatsvindt en wat de *recorddate* is voor de uitkering. Het besluit doet direct een vordering van de aandeelhouders op de vennootschap ontstaan, die als zodanig in de boeken van de vennootschap dient te worden gecrediteerd.²⁷ Aandeelhouders kunnen het bestuur niet verplichten om tot uitkering over te gaan. Het is aan de discretie van het bestuur om te bepalen of er dividend wordt uitgekeerd en wat de omvang van een eventuele uitkering zal zijn. Het staat het bestuur in beginsel vrij om vermogen dat voor uitkering in aanmerking komt, te reserveren; bijvoorbeeld met het oog op de financiering van belangrijke investeringen of omdat het bestuur meent dat de vennootschap een stevig eigen vermogen nodig heeft, gelet op in de toekomst gelegen moeilijkere economische omstandigheden.²⁸

Het *Supreme Court of the United States* overwoog dienaangaande in 1972 (in een fiscaal geschil): “*Even where there are corporate earnings, the legal power to declare dividends is vested solely in the corporate board. In making decisions with respect to dividends, the board must consider a number of factors. It must balance the expectation of stockholders to reasonable dividends when earned against corporate needs for retention of earnings. The first responsibility of the board is to safeguard corporate financial viability for the long term. This means, among other things, the retention of sufficient earnings to assure adequate working capital as well as resources for retirement of debt, for replacement and modernization of plant and equipment, and for growth and expansion. The nature of a corporation’s business, as well as the policies and long-range plans of management, are also relevant to dividend payment decisions. Directors of a closely held, small corporation must bear in mind the relatively limited access of such an enterprise to capital markets. This may require a more conservative policy with respect to dividends than would be expected of an established corporation with securities listed on national exchanges.*”²⁹ (Onderstr. JB)

26 “Payments to shareholders for services, rents, and salaries are not distributions with respect to the shares, although if they were made to all shareholders, a court might find such payments to be constructive dividends.” (O’Neal & Thompson 2010, § 8:16).

27 § 6.40 (f) RMBCA.

28 Zie bijvoorbeeld *Moskowitz v. Bantrell*, 41 Del. Ch. 177, A.2d 749 (1963), p. 190.

29 *U.S. v. Byrum*, 408 U.S. 125, 92 S. Ct. 2382, 33 L. Ed. 2d 238 (1972), p. 140-141.

Op de beslissing van het bestuur om wel of geen dividend uit te keren, is de *business judgement rule* van toepassing.³⁰ Het is daarom voor aandeelhouders niet eenvoudig om de rechter ervan te overtuigen dat het bestuur ten onrechte een uitkering weigert. De aandeelhouders zullen daarvoor ten eerste moeten stellen dat er voldoende vrij uitkeerbaar vermogen is, en vervolgens moeten bewijzen dat het bestuur niet tot uitkering overgaat vanwege kwade opzet (*wrongful intent*). De kans van slagen neemt aanzienlijk toe als de aandeelhouders kunnen aantonen dat het bestuur zich van uitkering onthoudt vanwege tegenstrijdige belangen. Men denke aan de situatie waarin sprake is van een bestuurder die tevens meerderheidsaandeelhouder is en door reservering van de winst (vaak in combinatie met verhoging van het bestuurderssalaris) de minderheidsaandeelhouder tracht uit te roken.³¹

5.3.4 Balanstest

Een uitkering moet onder de regeling in de RMBCA aan twee testen voldoen. Ten eerste dient het totale vermogen van de vennootschap na de uitkering gelijk te zijn aan, of groter te zijn dan, het totale vreemd vermogen en het bedrag dat nodig is om de ‘*senior security holders*’ die preferent zijn met betrekking tot het liquidatieoverschot, te voldoen.³² Dit laatste vereiste komt erop neer dat de aanspraken van deze preferente aandeelhouders in het kader van de uitkeringstest als vreemd vermogen moeten worden behandeld. Het kapitaal van de vennootschap is dus voor uitkering vatbaar. Als er geen preferente aandeelhouders zijn, impliceert de balanstest dat het gehele eigen vermogen mag worden uitgekeerd. De uitkering mag echter geen negatief eigen vermogen tot gevolg hebben.

Het bestuur beschikt bij toepassing van de balanstest over een grote vrijheid bij het vaststellen van de waarde van de activa. Zo is het niet gehouden aan formele accountancystandaarden, zoals GAAP of IFRS.³³ Dit betekent dat de bestuurders de activa mogen waarderen op hun huidige marktwaarde (*fair value*) en niet gehouden zijn de historische waarde daarvan te gebruiken. Hierdoor is het voor ondernemingen die investeren in onroerend goed bijvoorbeeld mogelijk om de waardestijgingen van hun investeringen uit te keren alvorens het rendement door verkoop van de activa definitief te gelde is gemaakt.³⁴ Het federale *Court of Appeals (9th Cir.)* heeft

30 Zie par. 5.6.4 hierna.

31 Zie bijvoorbeeld *G & N Aircraft, Inc. v. Boehm*, 743 N.E.2d 227 (Ind. 2001).

32 In § 6.40(c)(2) is bepaald dat uitkering niet is toegestaan als daarna “*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*”.

33 “[S]ection 6.40 does not mandate the use of generally accepted accounting principles; it only requires the use of accounting practices and principles that are reasonable in the circumstances.” (Toelichting RMBCA, p. 6-231).

34 Zie hierover Hanks 2011, p. 223.

zelfs geoordeeld dat ook immateriële activa, zoals naamsbekendheid en andere vormen van *goodwill*, relevant kunnen zijn bij de beoordeling van de vraag of een uitkering aan de balanstest voldoet.³⁵ In de juridische literatuur wordt gewezen op de risico's die deze vrijheid meebrengt voor de crediteuren van de vennootschap. Als een actief voor een hoger bedrag wordt gewaardeerd dan waarvoor het is aangeschaft, wordt de facto een 'papieren winst' uitgekeerd. Sommige auteurs noemen de waarderingsvrijheid van het bestuur daarom 'puzzling', en voeren aan dat het systeem van kapitaalbescherming nu juist is afgeschaft omdat dit (te) eenvoudig te manipuleren was door het bestuur; door het bestuur bij de waardering van het actief in het kader van een dividenduitkering niet te verplichten gebruik te maken van erkende accountancystandaarden – zoals tot voor kort werd voorgeschreven in California – blijft een belangrijke manipulatiemogelijkheid bestaan.³⁶

5.3.5 *Equity insolvency test*

Een uitkering moet onder de regeling in de RMBCA tevens slagen voor een zogenoemde '*equity insolvency test*'.³⁷ Deze test vereist dat de vennootschap bij een normaal verloop van zaken na de uitkering aan haar opeisbare verplichtingen kan blijven voldoen.³⁸ Hoewel het commentaar bij de RMBCA aangeeft dat het hier geen "*bright line*" test betreft, is voorzien in een aantal handvatten voor de toepassing van dit open geformuleerde criterium. De toelichting geeft aan dat het in de situatie waarin de vennootschap *going concern* opereert, doorgaans vrij eenvoudig zal zijn om vast te stellen of de bestuurders extra aandacht aan de *equity test* moeten besteden. Een eigen vermogen van een redelijke omvang en "*normal operating conditions*" zijn indicatoren dat de *equity insolvency test* niet aan uitkering in de weg staat. Het feit dat de accountant in de jaarrekening de vennootschap als *going concern* heeft gewaardeerd, is tevens een positieve indicatie.

Slechts als er signalen zijn dat de vennootschap in problemen verkeert of er onzekerheid bestaat over haar liquiditeitspositie of activiteiten, dient het bestuur bij uitkering aandacht te besteden aan de test. Bij de beoordeling of een uitkering conform de *equity insolvency test* kan geschieden, mag het bestuur op aannames vertrouwen, tenzij er indicatoren zijn dat deze aannames onjuist zijn. Zo mag het bestuur op basis van de bestaande en geprognosticeerde vraag naar de producten of diensten van de vennootschap aannames doen over de mogelijkheid van de

³⁵ *Meeks v. PRN, Inc.*, 35 F.3d 571 (Court of Appeals 9th cir. 1994).

³⁶ Choper, Coffee & Gilson 2008, p. 223.

³⁷ Zie ook Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, Bijlage 1, p. 8.

³⁸ § 6.40(c)(1) bepaalt dat uitkering niet is toegestaan als daarna "*the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business*".

vennootschap om aan haar verplichtingen te voldoen als deze opeisbaar worden. Daarnaast mag het bestuur aannames doen over de mogelijkheden van de vennootschap om krediet dat binnenkort opeisbaar wordt te herfinancieren, op basis van de vermogenstoestand van de vennootschap en de algemene beschikbaarheid van krediet voor vergelijkbare ondernemingen. Eventuele latente of onzekere verplichtingen moeten worden beoordeeld tegen het licht van eventuele afgesloten verzekeringen die deze verplichtingen afdekken. Onder omstandigheden kan het verstandig zijn om een *cash flow*-analyse te doen om vast te stellen dat de vennootschap haar verplichtingen ook daadwerkelijk kan voldoen op het moment dat deze opeisbaar worden.

De bestuurders mogen gebruik maken van informatie, meningen, rapporten en verklaringen afkomstig van ter zake deskundige personen. Daarbij is niet vereist dat de bestuurders zich verdiepen in de details van de door de deskundigen toegepaste analyses. Als een bestuurder echter twijfelt aan de juistheid van de analyses, mag hij niet blind afgaan op het oordeel van de deskundigen.

Het commentaar wijst tevens op het gevaar van rechterlijke wijsheid achteraf. Het bestuur maakt zijn inschatting op basis van de informatie die het ten tijde van het uitkeringsbesluit tot zijn beschikking heeft. De bestuurders staan niet in voor onvoorziene ontwikkelingen na de uitkering van het dividend. Het bestuur mag niet te snel worden verweten dat het onvoldoende rekening heeft gehouden met verplichtingen die op het moment van uitkering pas op lange termijn opeisbaar zouden worden. De inschatting van het bestuur richt zich primair op de mogelijkheid van de vennootschap om op korte termijn aan haar verplichtingen te blijven voldoen, tenzij er directe aanleiding bestaat om te twijfelen aan de mogelijkheid om haar lange-termijnverplichtingen te voldoen.

5.3.6 Houdbaarheid van de uitkeringstoets

Uit § 6.40(e)(3) volgt dat uitkering in beginsel 120 dagen ‘houdbaar’ is. Beide uitkeringstesten moeten plaatsvinden op de dag dat het bestuur tot de uitkering besluit. Als de daadwerkelijke uitkering later dan 120 dagen na de besluitvorming plaatsvindt, moeten de testen opnieuw worden uitgevoerd op de dag van de betaalbaarstelling. Heeft de uitkering de vorm van koop, aflossing of een andere manier van verkrijging van eigen aandelen, dan geldt als peildatum de dag waarop geld of andere goederen worden overgedragen, of de vennootschap een schuld is aangegaan in verband met de uitkering. Als de aandeelhouder reeds voor die dag zijn aandeelhouderschap verliest ten aanzien van de door de vennootschap verkregen aandelen, dan geldt de dag van dat verlies als de dag waarop aan de twee uitkeringstesten dient te worden voldaan.

De uitkering kan ook de vorm hebben van een schuld aan de aandeelhouders die door de vennootschap wordt aangegaan. In dat geval is de dag waarop deze schuld wordt aangegaan het peilmoment: op dat moment moet de uitkering aan de twee uitkeringstesten voldoen. De regeling bepaalt dat een dergelijke schuld aan de aandeelhouder te gelden heeft als een normale vordering die in een eventueel

faillissement als concurrent moet worden geverifieerd, tenzij op het moment van uitkering achterstelling van de vordering is overeengekomen.³⁹

5.4 Inbreng en uitkering onder het recht van Delaware

5.4.1 Aandelen met of zonder nominale waarde

Delaware is een van de weinige Amerikaanse staten waarin het systeem van kapitaalbescherming thans nog bestaat.⁴⁰ Bij oprichting staat het de oprichters vrij om te kiezen voor aandelen met of zonder een nominale waarde. Als wordt gekozen voor aandelen met een nominale waarde, bestaat het kapitaal van de vennootschap uit het aantal uitgegeven aandelen vermenigvuldigd met deze nominale waarde.⁴¹ Het bestuur kan er voor kiezen om een extra deel van hetgeen de aandeelhouders op hun aandelen hebben gestort boven deze nominale waarde, aan te merken als kapitaal. Indien er wordt gekozen voor aandelen zonder nominale waarde, bepaalt het bestuur bij de storting welk deel van de inbreng als kapitaal te gelden heeft.⁴²

5.4.2 Uitkering van surplus

Ingevolge § 170 DGCL kan het bestuur van de vennootschap tot de uitkering van dividend overgaan voor zover er sprake is van een surplus, of – als een surplus ontbreekt – voorzover er sprake is van een netto winst in het boekjaar waarin tot het dividend wordt besloten of het daaraan voorafgaande boekjaar.⁴³ Volgens het *Delaware Supreme Court* heeft deze regeling ten doel “to prevent boards from draining corporations of assets to the detriment of creditors and the long-term health of the corporation”.⁴⁴ Er is sprake van een surplus voor zover het eigen vermogen van de vennootschap (de *net assets*) het bedrag van het kapitaal overtreft; het nominale

39 “General creditors are better off in these situations than they would have been if cash or other property had been paid out for the shares or distributed (which is proper under the statute), and no worse off than if cash had been paid or distributed and then lent back to the corporation, making the shareholders (or former shareholders) creditors. The parity created by section 6.40(f) is logically consistent with the rule established by section 6.40(e) that these transactions should be judged at the time of the issuance of the debt.” (Commentaar RMBCA, 6-235). Opmerkelijk genoeg wordt de vordering van een aandeelhouder die voortvloeit uit een inkoop van eigen aandelen door de vennootschap, in de regel wel geacht te zijn achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren. Zie over dit verschil Cox & Hazen 2011, § 20.08.

40 Ook de staat New York kent een systeem van kapitaalbescherming.

41 § 154 DGCL.

42 Als het bestuur bij inbreng op aandelen zonder nominale waarde verzuimt te bepalen welk deel als kapitaal te gelden heeft, wordt de gehele inbreng geacht kapitaal te zijn.

43 “The directors of every corporation, subject to any restrictions contained in its certificate of incorporation, may declare and pay dividends upon the shares of its capital stock [...] either (1) out of its surplus [...] or (2) in case there shall be no such surplus, out of its net profits for the fiscal year in which the dividend is declared and/or the preceding fiscal year.”

44 *Klang v. Smith's Food and Drug Centers Inc.*, 702 A.2d 150 (Del. 1997), p. 154.

kapitaal is dus niet voor uitkering vatbaar.⁴⁵ Net als onder de RMBCA heeft het bestuur onder het recht van Delaware een ruime discretionaire bevoegdheid bij de vaststelling van de omvang van het eigen vermogen, en mag het zich daarbij baseren op adviezen van experts. Zo heeft het *Delaware Supreme Court* in *Klang v. Smith's Food and Drug Centers Inc.* geoordeeld dat het bestuur (in het kader van een inkoop van eigen aandelen) vrijstond om het eigen vermogen te bepalen op basis van de (geprognosticeerde) toekomstige kasstromen van de vennootschap.⁴⁶ Dat aan deze berekening in het geheel geen balans ten grondslag lag, stond daaraan niet in de weg.

Het *Supreme Court* overwoog: “Regardless of what a balance sheet that has not been updated may show, an actual, though unrealized, appreciation reflects real economic value that the corporation may borrow against or that creditors may claim or levy upon. [...] No corporation may repurchase or redeem its own shares except out of ‘surplus’, as statutorily defined [...]. Corporations may revalue assets to show surplus, but perfection in that process is not required. Directors have reasonable latitude to depart from the balance sheet to calculate surplus, so long as they evaluate assets and liabilities in good faith, on the basis of acceptable data, by methods that they reasonably believe reflect present values, and arrive at a determination of the surplus that is not so far off the mark as to constitute actual or constructive fraud.”

Als het bestuur de toelaatbaarheid van een uitkering wél baseert op de balans, heeft het een ruime discretionaire bevoegdheid bij de waardering van de activa. Net als onder de RMBCA is het bestuur daarbij niet gebonden aan accountancystandaarden of gehouden de historische waarde van de activa tot uitgangspunt te nemen. Een *federal district judge* heeft hieromtrent overwogen:

“Directors can skew the calculation of surplus and thereby render ‘lawful’ (in a strictly formalistic sense) dividend payments that otherwise would qualify as fraudulent transfers.”⁴⁷

Nu het recht van Delaware geen minimumkapitaal voorschrijft, door een vermindering van het kapitaal het gebonden vermogen alsnog voor uitkering vatbaar kan worden gemaakt en het bestuur een grote beoordelingsvrijheid heeft uitkeringen, wordt algemeen aangenomen dat de surplus-test weinig bescherming biedt aan de crediteuren van de vennootschap.⁴⁸ De surplus-test beschermt de crediteuren

⁴⁵ § 154 DGCL.

⁴⁶ *Klang v. Smith's Food and Drug Centers Inc.*, 702 A.2d 150 (Del. 1997).

⁴⁷ *Official Committee of the Unsecured Creditors of Color Tile, Inc. v. Blackstone Family Investment Partnership, L.P. (In re Color Tile, Inc.)*, 2000 U.S. Dist. LEXIS 1303 (D. Del. 2000), ontleend aan Engert 2006, p. 20.

⁴⁸ Kummert 1980, p. 38.

van de vennootschap echter wél in die zin, dat uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen niet mogelijk is, behoudens de hierna te bespreken uitzondering voor *nimble dividends*. De door de surplus-test geboden bescherming is daarom vergelijkbaar met de bescherming die voortvloeit uit de balans-test van de RMBCA.

5.4.3 Uitkering van ‘nimble dividends’

Zoals gezegd kan onder het recht van Delaware ook tot uitkering worden overgegaan als een surplus ontbreekt, mits er sprake is van een netto winst in het boekjaar waarin tot het dividend wordt besloten of het daaraan voorafgaande boekjaar. Deze mogelijkheid om zogenaamde ‘nimble dividends’ uit te keren, komt erop neer dat verliezen uit het verleden niet hoeven te worden aangezuiverd alvorens tot de uitkering van nieuwe winsten kan worden overgegaan. *Nimble dividends* kunnen dus plaatsvinden op het moment dat het eigen vermogen van de vennootschap negatief is. Aan de regeling ligt de gedachte ten grondslag dat het onder omstandigheden van belang kan zijn dat de vennootschap toch uitkeringen kan doen, ondanks het feit dat zij over een tekort beschikt vanwege in het verleden geleden verliezen. Dit zou nodig zijn om nieuwe aandeelhouders aan te trekken om zodoende de kapitaalbasis van de vennootschap te kunnen versterken. De mogelijkheid om *nimble dividends* uit te keren staat echter aan de nodige kritiek bloot.⁴⁹ Zo is de regeling ongelukkig geformuleerd waardoor er onduidelijkheid bestaat over de wijze waarop zij moet worden toegepast.⁵⁰ Daarnaast menen sommige auteurs dat de regeling het mogelijk maakt het gehele risico dat aan de uitkering verbonden is af te wentelen op de crediteuren, door bij een negatief eigen vermogen toch dividend uit te betalen.⁵¹ Delaware is daarom een van de weinige staten waarin de uitkering van *nimble dividends* is toegestaan.

5.4.4 Geen equity insolvency test; wel een fiduciaire plicht

Het recht van Delaware schrijft geen uitkeringstest voor die vergelijkbaar is met de *equity insolvency test* uit de RMBCA. In de rechtspraak is niettemin bepaald dat het bestuur in strijd met zijn fiduciaire plichten handelt als het dividend uitkeert in de wetenschap dat dit leidt tot insolventie van de vennootschap. Het begrip ‘insolventie’ wordt in Delaware niet wettelijk gedefinieerd en heeft daarom in de jurisprudentie invulling gekregen. Volgens het recht van Delaware is een vennootschap insolvent als deze zakt voor een balans-test of voor

49 “The phrase ‘nimble dividends’ was coined by Professor Baker [...], meaning in essence that directors must be nimble in declaring dividends before the earnings are transferred to offset deficits.” (Cox & Hazen 2009, § 20.17, voetnoot 3.)

50 Zie Black 2010, § 2:46. Onduidelijk bestaat over de betekenis van het begrip ‘net profits’ en de term ‘fiscal year’.

51 Berle 1929.

een *cash flow*-test. De meeste rechters zijn van oordeel dat een vennootschap voor de balans-test zakt als “*it has liabilities in excess of a reasonable market value of assets held*”.⁵² Dit betreft kortom een klassieke balanstest, geënt op de marktwaarde van de activa. Andere rechters hebben echter overwogen dat een vennootschap pas zakt voor de balans-test indien de vennootschap “*has a deficiency of assets below liabilities with no reasonable prospect that the business can be succesfully continued in the face thereof*”.⁵³ Volgens deze rechtspraak is kortom pas sprake van insolventie als de negatieve balanspositie van de vennootschap gepaard gaat met de verwachting dat daardoor de continuïteit van de vennootschap in het geding is.⁵⁴ Deze *cash-flow insolvency test* lijkt erg op de *equity insolvency test* uit de RMBCA: van *cash-flow* insolventie is sprake als de vennootschap niet in staat zal zijn om bij een normale gang van zaken haar opeisbare verplichtingen te voldoen.⁵⁵

5.5 De uitkeringstest onder het recht van Californië

De staat Californië heeft in 1977 haar dividendregeling ingrijpend herzien en daarbij als een van de eerste Amerikaanse staten (en nog vóór de herziening van de RMBCA) volledig afstand genomen van het systeem van kapitaalbescherming. De nieuwe dividendregels werden destijds vrij positief ontvangen en aangemerkt als de eerste poging van een staat om een “*financial distress or bankruptcy prediction model*” te codificeren.⁵⁶ De uitkeerbare ruimte moest onder de Californische regeling worden vastgesteld op basis van een aantal financiële ratio's die ook veel gebruikt werden bij de regulering van banken en verzekeringsmaatschappijen en in de bancaire praktijk van kredietverlening. De specifieke uitkeringsregeling bleek naar verloop van tijd toch een aantal haken en ogen te bevatten, zodat zij per 1 januari 2012 is geflexibiliseerd.

5.5.1 *Equity insolvency test*

In § 501 van de *California Corporation Code* (CCC) is een (met de RMBCA vergelijkbare) *equity Insolvency test* neergelegd, die inhoudt dat de vennootschap geen uitkeringen mag doen indien de vennootschap daarna waarschijnlijk niet in

52 *Trenwick Am. Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168 (Del. Ch. 2006), p. 195.

53 *Prod. Res. Grp., L.L.C. v. NCT Grp., Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004), p. 782.

54 Zie voor een kritische analyse van de niet altijd consistente rechtspraak inzake de *solvency test* in Delaware: Stearn & Kandestin 2011.

55 “Under Delaware law, a corporation is insolvent when it is unable to pay its debts as they become due in the ordinary course of business.” (*Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Companies, Inc.*, 735 A.2d 386 (Del.Ch. 1999), p. 417).

56 Ben-Dror stelde in 1983: “California [...] has taken a major step by becoming the first state to use a combination of financial ratios, i.e., a bankruptcy prediction model, to determine the permissibility of corporate distributions to shareholders.” (Ben-Dror 1983, p. 376).

staat zal zijn haar opeisbare vorderingen te voldoen, met uitzondering van de vorderingen waarvoor reeds een regeling is getroffen.⁵⁷ Een voorbeeld van een dergelijke regeling is een garantstelling van een meerderheidsaandeelhouder voor nakoming van een specifieke verbintenis van de vennootschap.⁵⁸

5.5.2 Uitkering van gereserveerde winsten of op grond van een dubbele financiële test

Als een uitkering voldoet aan de *equity insolvency test*, dient deze ingevolge § 500 CCC tevens aan één van twee andere vereisten te voldoen. De eerste mogelijkheid is dat de uitkering geschiedt uit gereserveerde winsten, zoals die blijken uit de resultatenrekeningen van de vennootschap (*retained earnings*).⁵⁹ Indien gereserveerde winsten ontbreken, gold tot 1 januari 2012 dat uitkering toch mogelijk was indien de uitkering voldeed aan twee financiële testen: (1) het totale vermogen van de vennootschap moest na de uitkering minstens gelijk zijn aan 1,25 keer het vreemd vermogen (de *net worth test*)⁶⁰ en (2) na de uitkering moesten de vlottende activa minstens gelijk zijn aan de kortlopende schulden (de *liquidity test* of *current ratio test*).⁶¹ In de literatuur is opgemerkt dat deze dubbele balanstest in feite een kwantitatieve uitwerking behelst van de *equity insolvency test*. Niettemin beschouwt de wetgever de twee toetsen als aparte vereisten.

57 “Neither a corporation nor any of its subsidiaries shall make any distribution to the corporation’s shareholders if the corporation or the subsidiary making the distribution is, or as a result thereof would be, likely to be unable to meet its liabilities (except those whose payment is otherwise adequately provided for) as they mature.”

58 Zie Ackerman & Sterret 1976, p. 1057.

59 “The distribution may be made if the amount of the retained earnings of the corporation immediately prior thereto equals or exceeds the amount of the proposed distribution.”

60 “The sum of the assets of the corporation (exclusive of goodwill, capitalized research and development expenses and deferred charges) would be at least equal to 1 1/4 times its liabilities (not including deferred taxes, deferred income and other deferred credits).”

61 “The current assets of the corporation would be at least equal to its current liabilities or, if the average of the earnings of the corporation before taxes on income and before interest expense for the two preceding fiscal years was less than the average of the interest expense of the corporation for those fiscal years, at least equal to 1 1/4 times its current liabilities; provided, however, that in determining the amount of the assets of the corporation profits derived from an exchange of assets shall not be included unless the assets received are currently realizable in cash; and provided, further, that for the purpose of this subdivision “current assets” may include net amounts which the board has determined in good faith may reasonably be expected to be received from customers during the 12-month period used in calculating current liabilities pursuant to existing contractual relationships obligating those customers to make fixed or periodic payments during the term of the contract or, in the case of public utilities, pursuant to service connections with customers, after in each case giving effect to future costs not then included in current liabilities but reasonably expected to be incurred by the corporation in performing those contracts or providing service to utility customers. Paragraph (2) of subdivision (b) is not applicable to a corporation which does not classify its assets into current and fixed under generally accepted accounting principles.”

Anders dan de RMBCA en het recht van Delaware schreef de Californische regeling tot 2012 voor dat bestuurders bij de vaststelling van de uitkeerbare ruimte gebruik maakten van de accountancyregels zoals voorgeschreven door GAAP.⁶² Aangezien accountancyregels worden gekenmerkt door een zekere voorzichtigheid, ging hier enige bescherming van crediteuren van uit.⁶³ Daarnaast was de regeling ook strenger omdat er gebruik moest worden gemaakt van geconsolideerde cijfers. Hierdoor was het soms niet mogelijk om dividend uit te keren, terwijl dat wel zou kunnen als de uitkeerbare ruimte louter op grond van de financiële positie van de moeder zou worden vastgesteld.

Dat het Californische vereiste om GAAP toe te passen een belangrijk verschil maakte, kan worden geïllustreerd aan de hand van de feiten uit de casus *Randall v. Bailey*.⁶⁴ Een vennootschap was eigenaar van een stuk land dat zij had gekocht voor ongeveer 1,5 miljoen dollar. Enige tijd later waardeerde de vennootschap het land op haar huidige marktwaarde van ruim 7,2 miljoen dollar. De herwaardering creëerde een *surplus* dat onder de dividendregels van de RMBCA en Delaware voor uitkering in aanmerking kwam. Onder het Californische recht zou uitkering van deze ‘papieren winst’ echter niet mogelijk zijn geweest, nu GAAP voorschrijft dat activa op hun historische waarde moeten worden gewaardeerd.⁶⁵

5.5.3 Flexibilisering uitkeringsregeling in 2012

Per 1 januari 2012 is de Californische uitkeringsregeling geflexibiliseerd.⁶⁶ De in § 501 CCC vervatte *equity insolvency test* is daarbij niet gewijzigd en ook de *retained earnings test* zoals neergelegd in § 500 CCC is niet ingrijpend herzien. De twee financiële testen waaraan een uitkering dient te voldoen als deze niet uit gereserveerde winsten kan geschieden, is wél gewijzigd: de totale activa van de vennootschap hoeven na een uitkering nog maar gelijk te zijn aan het vreemd

62 § 114 CCC bepaalt: “All references in this division to financial statements, balance sheets, income statements and statements of changes in financial position of a corporation and all references to assets, liabilities, earnings, retained earnings and similar accounting items of a corporation mean such financial statements or such items prepared or determined in conformity with generally accepted accounting principles then applicable, fairly presenting in conformity with generally accepted accounting principles the matters which they purport to present, subject to any specific accounting treatment required by a particular section of this division.”

63 Zie het voorbeeld hierna.

64 *Randall v. Bailey*, 23 N.Y.S. 2d 173 (N.Y. Sup. Ct. 1940).

65 “This illustrate[s] what has sometimes been labeled accounting conservatism, an attitude that pushes accountants toward the pessimistic side, to offset the natural optimism, if not exuberance, of business owners or managers in reporting the results of operations. In inflationary times or when there are rapid changes in the value of assets, the balance sheet with figures based on historical cost may not reflect actual value.” (O’Neal & Thompson 2010, § 8:16).

66 Door de *Assembly Bill No. 571*.

vermogen, en dus niet langer aan 1,25 keer het vreemd vermogen. De *current ratio test* is daarnaast in zijn geheel komen te vervallen.⁶⁷ Belangrijker is dat het bestuur bij een uitkering niet langer GAAP moet toepassen, zodat het niet meer gehouden is de activa van de vennootschap op boekwaarde te waarderen.⁶⁸ De nieuwe regeling voorziet tevens in duidelijkheid over het moment waarop een uitkering aan de genoemde toetsen moet voldoen. Net als onder de RMBCA dient een uitkering ten tijde van het bestuursbesluit te worden getoetst, mits binnen 120 dagen na dat besluit tot uitkering wordt overgegaan. Als uitkering plaatsvindt door middel van een schuldbekentenis van de vennootschap aan haar aandeelhouders, moet elke betaling van aflossing of rente zelfstandig aan § 500 en § 501 CCC worden getoetst.

5.6 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen

5.6.1 Aansprakelijk voor het tekort

Aangezien de uitkering van dividend tot de exclusieve bevoegdheid van het bestuur behoort, richt de RMBCA zich bij de gevolgen van een ongeoorloofde uitkering primair op het bestuur van de vennootschap.⁶⁹ § 8.33 RMBCA voorziet in een uitgebreide aansprakelijkheidsregeling voor bestuurders vanwege ongeoorloofde uitkeringen.⁷⁰ De regeling bepaalt dat een bestuurder jegens de vennootschap

67 De relevante elementen van § 500 luiden thans: “(a) *Neither a corporation nor any of its subsidiaries shall make any distribution to the corporation’s shareholders (Section 166) unless the board of directors has determined in good faith either of the following: (1) The amount of retained earnings of the corporation immediately prior to the distribution equals or exceeds the sum of (A) the amount of the proposed distribution plus (B) the preferential dividends arrears amount. (2) Immediately after the distribution, the value of the corporation’s assets would equal or exceed the sum of its total liabilities plus the preferential rights amount.*”

68 Het nieuwe § 500(c) CCC luidt: “*The board of directors may base a determination that a distribution is not prohibited under subdivision (a) or under Section 501 on any of the following: (1) Financial statements prepared on the basis of accounting practices and principles that are reasonable under the circumstances. (2) A fair valuation. (3) Any other method that is reasonable under the circumstances.*”

69 Cox en Hazen overwegen: “*Directors’ liability is the principal sanction or means of enforcement of dividend restrictions, supplemented by the less effective liability of shareholders and by injunction suits at the instance of shareholders.*” (Cox & Hazen 2011, § 20.23). Deze stelling verdient wél enige nuancering: er is weinig rechtspraak beschikbaar waarin bestuurders met succes zijn aangeproken op grond van de dividendregeling. Daarnaast zal in het volgende hoofdstuk blijken dat de insolventie-rechtelijke normering van uitkeringen zich primair richt op de aandeelhouders die vermogen aan de vennootschap hebben onttrokken.

70 § 8.33: (a) *A director who votes for or assents to a distribution in excess of what may be authorized and made pursuant to section 6.40(a) or 14.09(a) is personally liable to the corporation for the amount of the distribution that exceeds what could have been distributed without violating section 6.40(a) or 14.09(a) if the party asserting liability establishes that when taking the action the director did not comply with section 8.30.*

aansprakelijk is als hij gestemd heeft voor een uitkering in strijd met § 6.40(a) RMBCA, of als hij daarmee heeft ingestemd én zodoende in strijd heeft gehandeld met de op hem rustende fiduciaire plichten ex § 8.30 RMBCA. Kort gezegd zijn de bestuurders dus aansprakelijk indien de uitkering niet uit een surplus is geschied of de vennootschap na uitkering (voorzienbaar) niet in staat was om haar opeisbare verplichtingen te voldoen die voortvloeien uit een normaal verloop van zaken. De bestuurders zijn aansprakelijk voor dat deel van de uitkering dat in strijd was met de regeling; de omvang van de aansprakelijkheid kan dus nooit het bedrag van de uitkering overstijgen. De vordering tegen de bestuurders moet binnen twee jaar na de uitkering worden ingesteld.⁷¹

5.6.2 *Disculpatiemogelijkheid*

In § 8.30 RMBCA is bepaald dat louter bestuurders die hebben gestemd vóór een ongeoorloofde uitkering of daarmee hebben ingestemd, aansprakelijk zijn.⁷² Bestuurders die niet voor het dividend hebben gestemd, worden geacht daarmee niettemin te hebben ingestemd, tenzij expliciet in de notulen van de bestuursvergadering is vastgelegd dat de bestuurder het oneens is met de uitkering.⁷³ Als dat is gebeurd, kan de bestuurder op een later moment niet worden aangesproken vanwege de uitkering. Bestuurders die niet bij de vergadering aanwezig kunnen zijn, dienen hun bezwaren tegen de dividenduitkering voor of direct na de vergadering schriftelijk kenbaar te maken.

5.6.3 *Aansprakelijkheid jegens de vennootschap*

De dividendregeling voorziet in een aansprakelijkheid van bestuurders jegens de vennootschap. Uit een beperkte hoeveelheid relevante jurisprudentie blijkt dat rechters doorgaans niet geneigd zijn de vennootschapscrediteuren de mogelijkheid te bieden om bestuurders aan te spreken op grond van § 8.33 RMBCA. In beginsel kan louter de vennootschap, en dan namens haar het bestuur of een curator, van de regeling gebruik maken. In een aantal (oudere) uitspraken is overwogen dat aandeelhouders slechts in uitzonderlijke gevallen (door middel van een afgeleide vordering namens de vennootschap) bestuurders kunnen aanspreken vanwege ongeoorloofde dividenduitkeringen, omdat de regeling primair ten doel zou hebben crediteuren te beschermen. Als de aandeelhouders er in zouden slagen om namens de vennootschap met succes de bestuurders aan te spreken vanwege een

⁷¹ § 8.33(c)(1) RMBCA.

⁷² § 8.33 RMBCA.

⁷³ § 8.24 (d) RMBCA. De toelichting bij de bepaling merkt op dat de bestuurder die gestemd heeft voor het dividend, niet meer de mogelijkheid heeft om in de notulen een afwijkende mening te laten opnemen.

ongeoorloofde dividenduitkering, zouden de aandeelhouders immers de facto twee keer baat hebben bij de uitkering.⁷⁴

5.6.4 De business judgment rule is van toepassing bij uitkering

§ 8.33(a) RMBCA bepaalt expliciet dat een bestuurder alleen dan aansprakelijk is vanwege een ongeoorloofde uitkering, als hij door in te stemmen met de uitkering zijn verplichting uit hoofde van § 8.30 RMBCA heeft geschonden. In laatstgenoemde bepaling is de algemene zorgplicht van bestuurders neergelegd: bestuurders dienen te goeder trouw en in het belang van de vennootschap te handelen.⁷⁵ Het betreft hier de codificatie van de fiduciaire plichten (*fiduciary duties*) die op bestuurders rusten. Deze plichten vinden hun oorsprong in het *trustrecht*; bestuurders worden beschouwd als *fiduciaries* van de vennootschap zodat zij moeten handelen in het belang van de vennootschap en haar aandeelhouders.⁷⁶ Als bestuurders door schending van hun fiduciaire plichten schade toebrengen aan de vennootschap, zijn zij mogelijk aansprakelijk jegens de vennootschap. In de praktijk wordt dergelijke schade namens de vennootschap meestal gevorderd door de aandeelhouders door middel van een afgeleide actie (*derivative suit*).

Het aansprakelijkheidsrisico van bestuurders wordt echter aanzienlijk beperkt door de (in Nederland inmiddels vrij bekende) *business judgment rule*.⁷⁷ De *business judgment rule* is een oorspronkelijk niet gecodificeerde vorm van rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag die met name in de vennootschapsrechtelijke jurisprudentie uit Delaware is ontwikkeld. Zeer kort gezegd beoogt dit *common law* leerstuk te voorkomen dat de rechter met 'de kennis van nu' zakelijke beleidsafwegingen van bestuurders beoordeelt. De *business judgment rule* introduceert het vermoeden dat de bestuurders conform de op hen rustende fiduciaire plichten hebben gehandeld. Wordt dit vermoeden niet weerlegd, dan moet de rechter het handelen van de bestuurders zeer terughoudend toetsen. De *business judgment rule* is inmiddels vastgelegd in § 8.31 RMBCA.

De *business judgment rule* is ook van toepassing op de bestuurlijke beoordeling van dividenduitkeringen en biedt bestuurders aldus een aanzienlijke bescherming

⁷⁴ Black merkt hierover op: "The courts apparently view these suits as attempts by the shareholders to have the same money in two places—their pockets and the corporate treasury." (Black 2010, § 4:10, voetnoot 16).

⁷⁵ § 8.30 (a) RMBCA bepaalt: "Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and (2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation."

⁷⁶ Blacks's Law Dictionary definieert een *fiduciary* als volgt: "A person who is required to act for the benefit of another person on all matters within the scope of their relationship [...]"

⁷⁷ Zie uitgebreid over de *business judgment rule* en haar (mogelijke) betekenis voor het Nederlandse recht: Assink 2007.

als een uitkering achteraf in strijd met § 6.40 RMBCA blijkt te hebben plaatsgevonden.⁷⁸ Daarbij is vooral van belang dat bestuurders bij het vaststellen van de uitkeerbare ruimte mogen afgaan op adviezen van experts. Al sinds de eerste versie van de MBCA bepaalt de modelwet dat bestuurders niet aansprakelijk zijn als zij zich te goeder trouw (*in good faith*) hebben gebaseerd op informatie die is verstrekt door ondergeschikten of deskundigen.

5.6.5 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege dividenduitkeringen in Delaware

Alle staten in Amerika hebben een met § 8.33 RMBCA vergelijkbare aansprakelijkheidsregeling voor bestuurders bij uitkeringen in hun wetgeving overgenomen. Algemeen wordt aangenomen dat de aansprakelijkheidsregeling in Delaware verder gaat dan de RMBCA. In § 174 DGCL is bepaald dat bestuurders aansprakelijk zijn “*in case of any wilful or negligent violation*” van de dividendbepalingen. Nalatigheid is in Delaware dus voldoende voor aansprakelijkheid. Daar komt bij dat de regeling van Delaware de aansprakelijkheid niet beperkt tot een periode van twee jaar na de uitkering, maar tot zes jaar na uitkering.

5.6.6 Fiduciaire plichten jegens de crediteuren?

Naast de expliciete aansprakelijkheidsregeling vervat in § 8.33 RMBCA en haar statelijke equivalenten, kunnen bestuurders vanwege hun medewerking aan een vermogensonttrekking ook aansprakelijk zijn vanwege een schending van hun algemene fiduciaire plichten jegens de vennootschap. De afgelopen jaren heeft een hevige discussie gewoed over de vraag of bestuurders ook – al dan niet onder bepaalde omstandigheden – fiduciaire plichten hebben direct jegens de vennootschapscrediteuren.⁷⁹ Deze discussie is met name op gang gekomen na de uitspraak van het *Delaware Chancery Court* inzake *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*⁸⁰ Deze zaak zag op de overname van *MGM* door *PCC*, een vennootschap gecontroleerd door de heer Paretti. Vijf maanden na de overname kwam *MGM* in financiële problemen. In het kader van een reddingsplan droeg de heer Paretti zijn controle over *MGM* over aan een tijdelijk *executive committee*. Dit *executive committee* zou ontbonden worden zodra een bepaald noodkrediet door *MGM* werd afgelost. De samenwerking verliep echter niet voorspoedig en het *executive committee* dreigde Paretti te ontslaan. Paretti stelde daarom voor om een deel van de activa van *MGM* te verkopen, zodat met de opbrengst het noodkrediet kon worden afgelost. Hierdoor zou de *executive committee* worden ontbonden en diens gevolg Paretti zijn controle over

78 Commentaar bij § 8.33: “*A director whose conduct, in voting for or assenting to a distribution, is challenged under section 8.33 will have all defenses which would ordinarily be available, including the common law business judgment rule.*”

79 Zie hierover Sahyan 2006.

80 *Credit Lyonnais Bank Nederland NV v. Pathe Commc'ns Corp.*, 1991 WL 277613, (Del. Ch. Dec. 30, 1991).

MGM behouden. Het *executive committee* ging echter niet akkoord met het voorstel tot verkoop van de activa.

Aan de rechter lag vervolgens de vraag voor of de leden van het *executive committee* hun fiduciaire plichten hadden geschonden door het aanbod van groot-aandeelhouder Paretti te weigeren. *Chancellor Allen* stelde voorop: “[a]t least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residual risk bearers, but owes its duty to the corporate enterprise”. In een voetnoot rekende *Allen* vervolgens voor hoe, ten gevolge van het feit dat een vennootschap insolvent is, haar belangen niet meer parallel lopen met die van haar aandeelhouders. Bij insolventie zijn niet meer de aandeelhouders, maar de crediteuren de *residual riskbearers* van de vennootschap. Daarom moeten bestuurders zijns inziens handelen in het belang van de vennootschap en niet in het belang van één specifieke groep *stakeholders*, zoals de aandeelhouders. Volgens *Allen* had het *executive committee* een verplichting jegens “the community of interest that sustained the corporation, to exercise judgment in an informed, good faith effort to maximize the corporation’s long-term wealth creating capacity”. Door niet in te gaan op het aanbod van Paretti, had het *committee* daarom geen fiduciaire plichten geschonden.

In *Credit Lyonnais* werd de vermeende schending van fiduciaire plichten dus niet in rechte aangekaart door een crediteur, maar juist door een aandeelhouder. Toch leidde een aanzienlijk aantal juridische auteurs uit de overweging van *Allen* af dat bestuurders een fiduciaire plicht zouden hebben jegens de vennootschapscrediteuren als de vennootschap zich in de ‘zone of insolvency’ bevond. Sommige auteurs verbonden daaraan de conclusie dat bestuurders kennelijk bloot stonden aan het risico om direct door crediteuren te worden aangesproken vanwege schending van deze fiduciaire plicht. In een latere uitspraak heeft het *Delaware Chancery Court* deze interpretatie echter krachtig van de hand gewezen.⁸¹ Daarin heeft het benadrukt dat de bedoeling van de overweging in *Credit Lyonnais* juist was om bescherming te bieden aan bestuurders: bescherming tegen de druk van aandeelhouders om in hun belang te handelen ten koste van de vennootschap, bijvoorbeeld door het nemen van te grote risico’s. Het *Court* benadrukte dat ook als de vennootschap zich in de ‘zone of insolvency’ bevindt, de bestuurders een fiduciaire plicht dragen “to the community of interest that sustained the corporation [...] and to preserve, and, if prudently possible, to maximize the corporation’s value to best satisfy the legitimate claims of all its constituents, and not simply to pursue the course of action that stockholders might favor as best for them”.

In een latere uitspraak bevestigde het *Delaware Supreme Court* dat crediteuren van een insolvente vennootschap geen directe vordering kunnen instellen tegen bestuurders vanwege schending van een fiduciaire plicht.⁸² Crediteuren zouden voldoende bescherming ontleenen aan hun overeenkomst met de vennootschap en het insolventierechtelijke *fraudulent transfer law*.

81 *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

82 *Am. Catholic Educ. Programming Found. Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007).

Het *Delaware Supreme Court* overwoog als volgt: “*While shareholders rely on directors acting as fiduciaries to protect their interests, creditors are afforded protection through contractual agreements, fraud and fraudulent conveyance law, implied covenants of good faith and fair dealing, bankruptcy law, general commercial law and other sources of creditors rights. Delaware courts have traditionally been reluctant to expand existing fiduciary duties. Accordingly, the general rule is that directors do not owe creditors duties beyond the relevant contractual terms.*”

Het *Court* overwoog vervolgens dat de crediteuren wel namens de vennootschap een afgeleide vordering kunnen instellen, vanaf het moment dat de vennootschap insolvent is. In dat geval is de *business judgement rule* onverminderd van toepassing.⁸³ Deze afgeleide vordering kan in faillissement ook worden ingesteld door een curator.⁸⁴

5.7 Restitutieverplichting voor aandeelhouders vanwege ongeoorloofde uitkeringen

5.7.1 Wettelijke restitutieverplichting voor aandeelhouders

De bestuurder die op grond van § 8.33 RMBCA met succes wordt aangesproken vanwege een ongeoorloofde uitkering, kan regres nemen op de aandeelhouders die wisten dat de uitkering in strijd met de dividendregeling plaatsvond.⁸⁵ In Delaware, New York en Californië lijkt een iets lichter subjectief criterium te worden gehanteerd:

83 “[W]hen a corporation is insolvent [...] its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value. [...] Thus, they are the stakeholders who have the most incentive to enforce the corporation’s rights by filing derivative claims.” Overigens is opvallend dat het *Delaware Supreme Court* recenter heeft bepaald dat de crediteuren van een *Limited Liability Company* (LLC) géén afgeleide vordering kunnen instellen vanwege schending van fiduciaire plichten door bestuurders, zie *CML V, LLC v. Bax*, No. 735, 2010 (Del. Supr. Sept. 2, 2011). Zoals ook het *Supreme Court* onderkent, wordt hiermee een significant onderscheid aangebracht tussen de *corporation* en de LLC.

84 Patrone heeft aangegeven dat ingevolge het vennootschapsrecht weliswaar geen fiduciaire plicht bestaat van bestuurders jegens crediteuren, maar dat een dergelijke plicht de facto wel bestaat onder het insolventierecht. Als de vennootschap wordt geliquideerd onder *Chapter 7 Bankruptcy Code* (BC) of gereorganiseerd onder *Chapter 11 BC*, kunnen crediteuren gebruik maken van hun federale rechten om het handelen van de *trustee in bankruptcy* of *debtor in possession* aan te vechten. Daarnaast vloeit uit (in het volgende hoofdstuk te bespreken) *fraudulent transfer law* voort dat de onderneming onder *Chapter 7 of 11 BC* primair in het belang van de crediteuren wordt gecontinueerd. (Patrone 2011).

85 § 8.33 (b): *A director held liable under subsection (a) for an unlawful distribution is entitled to: (1) contribution from every other director who could be held liable under subsection (a) for the unlawful distribution; and (2) recoupment from each shareholder of the pro-rata portion of the amount of the unlawful distribution the shareholder accepted, knowing the distribution was made in violation of section 6.40(a) or 14.09(a). [...] C.2. [C]ontribution or recoupment under subsection (b) is barred unless it is commenced within one year after the liability of the claimant has been finally adjudicated under subsection (a).*

in die staten kunnen aandeelhouders tot restitutie van het dividend worden aangesproken als zij wetenschap hadden van feiten die duiden op het ongeoorloofde karakter van het dividend (*“knowledge of facts indicating its illegality”*).⁸⁶ De RMBCA voorziet opvallend genoeg niet in een directe restitutieplicht voor aandeelhouders jegens de vennootschap. Een aantal staten heeft niettemin wél een dergelijke regeling opgenomen. Zo bepaalt bijvoorbeeld het vennootschapsrecht van Californië dat aandeelhouders die wetenschap hadden van het ongeoorloofde karakter van een uitkering, aansprakelijk zijn jegens de vennootschap voor het door hen ontvangen bedrag, vermeerderd met de wettelijke rente.⁸⁷ Bijzonder is dat de restitutievordering (namens de vennootschap) kan worden ingesteld door benadeelde crediteuren of aandeelhouders.⁸⁸ Californië is daarnaast één van de weinige staten die in de dividendregeling uitdrukkelijk heeft opgenomen dat naast de vennootschapsrechtelijke bepalingen, *fraudulent transfer law* van toepassing is op uitkeringen aan aandeelhouders (zie daarover hoofdstuk 6). Daarmee brengt de wetgever tot uitdrukking dat bij de beoordeling van vermogensonttrekkingen verder moet worden gekeken dan louter de vennootschapsrechtelijke dividendregels.

Een klein aantal staten voorziet in een restitutieplicht voor aandeelhouders die te goeder trouw – dat wil zeggen: zonder enige vorm van wetenschap over het ongeoorloofde karakter van de uitkering – een ongeoorloofde dividenduitkering hebben ontvangen.⁸⁹ Onder dergelijke regelingen kunnen aandeelhouders doorgaans tot twee jaar na de uitkering gehouden worden het te veel ontvangen bedrag te restitueren.

⁸⁶ Black 2010, § 4:35.

⁸⁷ § 506 CCC: (a) *Any shareholder who receives any distribution prohibited by this chapter with knowledge of facts indicating the impropriety thereof is liable to the corporation for the benefit of all of the creditors or shareholders entitled to institute an action under subdivision (b) for the amount so received by the shareholder with interest thereon at the legal rate on judgments until paid, but not exceeding the liabilities of the corporation owed to nonconsenting creditors at the time of the violation and the injury suffered by nonconsenting shareholders, as the case may be.*

⁸⁸ Alleen crediteuren waarvan de vordering dateert van voor de uitkering kunnen de vordering instellen. Zie § 506 (b) CCC.

⁸⁹ Zie bijvoorbeeld § 12:93 (D) *Louisiana Revised Statutes*: “Every shareholder who receives any unlawful dividend or other unlawful distribution of assets shall be liable to the corporation, or to creditors of the corporation, or to both, in an amount not exceeding the amount so received by him. An action to enforce this liability must be brought within two years from the date on which the unlawful distribution was received, and this time limit shall not be subject to suspension on any ground, nor to interruption except by timely suit.” En § 302A.557 *Minnesota Statutes* bepaalt: “A shareholder who receives a distribution made in violation of the [dividend] provisions [...] is liable to the corporation, its receiver or other person winding up its affairs, or a director [...], but only to the extent that the distribution received by the shareholder exceeded the amount that properly could have been paid under [the dividend] section [...].”

5.7.2 Restitutieverplichting op grond van *common law*

Niet alleen de wettelijke uitkeringsregels kunnen leiden tot een terugbetalingsverplichting voor aandeelhouders, ook op basis van *common law* kunnen zij worden aangesproken om een dividend te restitueren dat ten onrechte is uitgekeerd.⁹⁰ Deze aansprakelijkheid vindt haar oorsprong in de hiervoor besproken *trust fund* doctrine. Rechtspraak en literatuur lijken het erover eens dat aandeelhouders die wisten dat een uitkering in strijd met de dividendregels plaatsvond, kunnen worden aangesproken tot restitutie.⁹¹ Er bestaat niettemin verdeeldheid over de vraag of ook de aandeelhouder die een ongeoorloofd dividend *te goeder trouw* ontving, tot restitutie kan worden aangesproken.⁹²

5.7.2.1 Uitkering door een solvante vennootschap

Zo lag in *McDonald v. Williams* aan het *Supreme Court of the United States* de vraag voor of aandeelhouders die te goeder trouw een dividend hadden ontvangen van een bank, gehouden waren dit te restitueren.⁹³ Ten tijde van de dividenduitkering beschikte de bank niet over gerealiseerde winsten of vrije reserves; het dividend werd dus (in strijd met de kapitaalbeschermingsregels van New York) gefinancierd uit het kapitaal. De vennootschap was wél solvent op het moment van uitkering.⁹⁴ Toen de bank enige tijd na de uitkering faillieerde, trachtte de curator de uitkering ongedaan te maken. Het *Supreme Court* oordeelde echter dat de *trust fund* doctrine niet van toepassing was op dividenduitkeringen door een

90 Zie bijvoorbeeld *In re Felt Mfg. Co., Inc.*, 371 B.R. 589 (Bankr. D.N.H. 2007). Hoewel de dividendregeling van New Hampshire niet voorziet in een mogelijkheid voor crediteuren om aandeelhouders aan te spreken vanwege ongeoorloofde uitkeringen, werd in deze uitspraak een restitutieverplichting aangenomen op grond van ongerechtvaardigde verrijking (*unjust enrichment*).

91 Daarbij maakt het niet uit of de vennootschap ten tijde van de uitkering solvent of insolvent was (zie hierna). Zo oordeelde het New York *Supreme Court*: “[T]he mere fact that the assets still remain equal to the liabilities cannot justify dividends [...]. The statute does not allow capital to be depleted by means of dividends up to the very point of insolvency; on the contrary, the capital is to be kept intact and unimpaired, and creditors have a right to rely upon this policy of the law in their dealings with corporations. The argument of respondent, if admitted, would manifestly put a premium upon fraud, as then the entire net assets of a corporation, including capital paid in, over and above its actual debts and liabilities at any one time, could be secretly withdrawn by its stockholders in the form of dividends, thus forcing its creditors to bear all the risk of insolvency arising from any slight business loss or shrinkage of assets.” *Cottrell v. Albany Card and Paper Manufacturing Company*, 1:26 N. Y. S. 1070, 142 App. Div. 14B (1911).

92 Zie Cox & Hazen 2011, § 20:25 en uitgebreid Briggs 1933.

93 *McDonald v. Williams*, 174 U.S. 397, 19 S. Ct. 743, 43 L. Ed. 1022 (1899).

94 Met solvent wordt hier balanstechisch solvent bedoeld, dus niet *solvency in the equity sense*.

solvente vennootschap, en dat er evenmin een andere grondslag was waarop de aandeelhouders te goeder trouw konden worden aangesproken vanwege de uitkering.⁹⁵

Het *Supreme Court* overwoog: “*We may concede that the directors who declared the dividend under such circumstances violated the law, and that their act was therefore illegal; but the reception of the dividend by the shareholder in good faith, as mentioned in the question, was not a wrongful or designedly improper act. Hence the liability of the shareholder should not be enlarged by reason of the conduct of the directors. They may have rendered themselves liable to prosecution, but the liability of the shareholder is different in such a case; and the receipt of a dividend under the circumstances is different from an act which may be said to be generally illegal [...]*.”⁹⁶ (Onderstr. JB)

Sinds de uitspraak inzake *McDonald v. Williams* wordt in de rechtspraak en literatuur algemeen aangenomen dat aandeelhouders die te goeder trouw een uitkering hebben ontvangen van een solvete vennootschap, niet tot restitutie kunnen worden aangesproken.⁹⁷ Aandeelhouders mogen er in beginsel van uitgaan dat een dividend waartoe door het bestuur van de vennootschap is besloten, uit winsten of vrije reserves is betaald.

5.7.2.2 Uitkering door een insolvente vennootschap

Het *Supreme Court* liet in zijn uitspraak inzake *McDonald v. Williams* expliciet de vraag onbeantwoord of aandeelhouders die te goeder trouw een ongeoorloofde uitkering ontvingen van een *insolvente* vennootschap tot restitutie konden worden aangesproken.⁹⁸ In *Powers v. Heggie* beantwoordde het *Supreme Judicial Court of Massachusetts* deze vraag bevestigend.⁹⁹

⁹⁵ “*We think the theory of a trust fund has no application to a case of this kind. When a corporation is solvent, the theory that its capital is a trust fund upon which there is any lien for the payment of its debts has in fact very little foundation. No general creditor has any lien upon the fund under such circumstances, and the right of the corporation to deal with its property is absolute, so long as it does not violate its charter or the law applicable to such corporation.*” *McDonald v. Williams*, 174 U.S. 397, 19 S. Ct. 743, 43 L. Ed. 1022 (1899), p. 400.

⁹⁶ *McDonald v. Williams*, 174 U.S. 397, 19 S. Ct. 743, 43 L. Ed. 1022 (1899), p. 407.

⁹⁷ In een klein aantal oudere uitspraken is echter geoordeeld dat aandeelhouders te goeder trouw wél dividend dat zij van een solvete vennootschap ontvingen, moesten restitueren. Zie bijvoorbeeld *Detroit Trust Co. v. Goodrich*, 141 N.W. 882 (Mich. 1913): “*We think it is settled doctrine that the good faith of the corporation in paying dividends in impairment of capital or that of stockholders in receiving such dividends is no defense to an action for their recovery.*”

⁹⁸ Zie p. 404 van de uitspraak: “[W]e do not wish to be understood as deciding that the doctrine of a trust fund does in truth extend to a shareholder receiving a dividend, in good faith believing it is paid out of profits, even though the bank at the time of the payment be in fact insolvent. That question is not herein presented to us, and we express no opinion in regard to it. We only say that, if such a dividend be recoverable, it would be on the principle of a trust fund.”

⁹⁹ *Powers v. Heggie*, 268 Mass. 233, 167 N.E. 314 (1929).

Daarin werd als volgt overwogen: “*The good faith of the defendant in receiving the dividends, his belief that they were earned and paid out of profits, his absence of knowledge that the corporation was insolvent or that the payment of the specific dividends would defeat, delay or defraud any existing creditor of the corporation, could not change the fact that the dividends received were mere gifts, nor operate to relieve him from the obligation to return them to the corporation or to its creditors on demand.*”¹⁰⁰

Het Court overwoog daarbij dat de wettelijke aansprakelijkheidsregeling die zag op de bij de uitkering betrokken bestuurders, niets afdeed aan de mogelijkheid om het dividend van de aandeelhouders terug te vorderen.¹⁰¹

*“The statute does not transfer the liability from the stockholders to the directors, but it creates a liability on the part of the latter in favor of the corporation or the creditors in certain events. But that provision does not, either in terms or by implication, exonerate the stockholders. The remedy given by the statute is cumulative. The Legislature does not say that the stockholders shall be at liberty to keep the money, and that the creditors must have recourse to the directors alone.”*¹⁰² (Onderstr. JB)

In *Bartlett v. Smith* volgde het *Maryland Court of Appeals* de in *Powers v. Heggie* ingezette lijn.¹⁰³ Onder verwijzing naar lagere rechtspraak en de juridische literatuur oordeelde het *Court of Appeals* dat dividenduitkeringen door een insolvente vennootschap konden worden teruggevorderd van aandeelhouders, ook als deze te goeder trouw het dividend hadden ontvangen.

Het Court overwoog: “*A sufficient and satisfactory ground is that money so paid after insolvency was taken from a fund held in trust for creditors and did not belong to the corporation; and it could give no title in the money it paid to one who did not receive it bonafide and for value.*”¹⁰⁴

Er is weliswaar een beperkte hoeveelheid rechtspraak beschikbaar waarin geoordeeld is dat aandeelhouders te goeder trouw nooit tot restitutie van een uitkering gehouden kunnen worden,¹⁰⁵ maar niettemin lijkt een meerderheid van de Amerikaanse rechters en juridische auteurs te menen dat het voor een resitutieverplichting niet vereist is dat de aandeelhouder wetenschap had. Gevurtz voert daarvoor bijvoorbeeld aan dat

100 *Powers v. Heggie*, 268 Mass. 233, 167 N.E. 314 (1929), p. 242.

101 Het recht van Delaware was van toepassing.

102 *Powers v. Heggie*, 268 Mass. 233, 167 N.E. 314, p. 244.

103 *Bartlett v. Smith*, 160 A. 440 (Md. 1932).

104 *Bartlett v. Smith*, 160 A. 440 (Md. 1932).

105 Zie voor een opsomming Cox & Hazen 2011, § 8:26.

aandeelhouders na de restitutie van een ongeoorloofd dividend niet slechter af zijn dan vóór de uitkering.¹⁰⁶ Daarnaast is erop gewezen dat een restitutieverplichting voor de aandeelhouder te goeder trouw consistent is met *fraudulent transfer law* (waaraan het volgende hoofdstuk is gewijd). Op dit moment lijken crediteuren en curatoren ongeoorloofde dividenduitkeringen primair op basis van dit insolventierechtelijke leerstuk terug te draaien, zodat er weinig recente rechtspraak beschikbaar is waarin aandeelhouders worden aangesproken vanwege ongeoorloofd dividend op grond van *common law*.

5.8 Toepassing van de wettelijke dividendregels op LBO's?

In de Verenigde Staten bestaat geen consensus over de toepasselijkheid van de wettelijke uitkeringsregels op vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die bestaan uit een samenstel van transacties, zoals de *leveraged buyout* (LBO).¹⁰⁷ Zo oordeelde het *Court of Appeals* van het vierde district dat de dividendregels niet van toepassing zijn op een LBO, terwijl het *Court of Appeals* van het negende district juist heeft overwogen dat een LBO de facto een uitkering aan aandeelhouders behelst, zodat daarvoor de dividendbepalingen wél gelden.

5.8.1 *Court of Appeals* (4th Cir.): uitkeringsregels niet van toepassing op LBO's

Het *Court of Appeals* (4th Cir.) moest in 1992 oordelen over de toepasselijkheid van de (op de RMBCA gebaseerde) wettelijke dividendregels van Virginia op een LBO. De zaak *In re CT of Virginia* vloeide voort uit de met vreemd vermogen gefinancierde overname van *C-T of Virginia Inc.* (C-T) door investeringsmaatschappij *HH Holdings Inc.* (Holdings).¹⁰⁸ De overname van C-T had de vorm van een *reverse triangular cash-out merger*. Dat houdt in dat Holdings een acquisitievennootschap (*Acquisition*) oprichtte die alle aandelen verwierf van het destijds nog beursgenoteerde C-T. Na de overdracht van de aandelen fuseerden *Acquisition* en C-T, waarbij C-T de verkrijgende vennootschap was. Op het moment van fusie werd tevens het bestuur van C-T vervangen. Het resultaat van de overnamestructuur was dat Holdings enig aandeelhouder was geworden van C-T.

De prijs voor de aandelen in C-T was 30 miljoen dollar. Daarvan voldeed Holdings 4 miljoen uit eigen zak. De overige 26 miljoen werd aangetrokken in de

106 Gevurtz overweegt dienaangaande: “One reason for allowing shareholder liability without fault, even when the law requires fault to impose liability upon directors, is that shareholder liability for impermissible dividends simply returns the shareholders to where they were before they received the dividend.” (Gevurtz 2000, p. 167, voetnoot 52).

107 Zie over de juridische en financiële structuur van de LBO par. 2.5.

108 *In re CT of Virginia*, 958 F.2d 606 (4th Cir. 1992).

vorm van bancaire financiering, waarvoor *C-T* ten behoeve van de bank zekerheden vestigde op al haar activa. De totale koopprijs van 30 miljoen werd vlak voor de effectuering van de transactie bij een derde gestald. Op het moment dat *Acquisition* en *C-T* fuseerden, gingen de aandelen van de (pre-LBO) aandeelhouders teniet en verkregen zij in ruil daarvoor het recht om bij de genoemde derde 20 dollar per ingetrokken aandeel te vorderen.

Al kort na de overname bleek *C-T* niet in staat de grote hoeveelheid vreemd vermogen te dragen die vanwege de overnamestructuur op haar balans was komen te rusten; slechts 18 maanden na de *buyout* volgde haar faillissement. Het *Official Committee of Unsecured Creditors* stelde (namens *C-T*) op grond van de statelijke dividendregels de (pre-LBO) bestuurders van *C-T* aansprakelijkheid vanwege hun medewerking aan de LBO. In de procedure kwam vrij spoedig vast te staan dat de aangesproken bestuurders voorafgaande aan de LBO wisten hoe de overname zou worden gestructureerd, nu dit gedetailleerd was vastgelegd in een *Agreement and Plan of Merger*. De bestuurders hadden zich desondanks nimmer verdiept in de door *Holdings* voorgestelde financieringsstructuur. Hoewel de overnamefinanciering hoofdzakelijk op de balans van *C-T* zou komen te drukken, lieten de bestuurders de onderhandelingen met de banken over de leningen en de daarmee verbonden zekerheidsverschaffing volledig over aan *Holdings*. De bestuurders van *C-T* hadden zich in de *pre-merger agreement* zelfs verplicht om *Holdings*, *Acquisition* en de participerende banken volledig inzicht te geven in de boekhouding van *C-T*, en om mee te werken aan de inspanningen van *Holdings* om de financiering rond te krijgen. Tot slot had het bestuur de overname goedgekeurd en de aandeelhouders van *C-T* aanbevolen om op het bod in te gaan.

De LBO moest volgens de ongesecureerde crediteuren worden aangemerkt als een dividenduitkering die in strijd was met de regels van de *Virginia Stock Corporation Act* (VSCA).¹⁰⁹ Aangezien de koop van de aandelen werd gefinancierd door leningen die waren gesecureerd op de activa van *C-T*, kwam het aan de pre-LBO aandeelhouders betaalde bedrag voor haar rekening. Volgens de ongesecureerde crediteuren waren daarom de bestuurders van *C-T* aansprakelijk op grond van de wettelijke dividendregels.¹¹⁰ Noch het *District Court*, noch het *Court of Appeals* (4th Cir.) volgden de crediteuren hierin echter. Volgens het *Court of Appeals* kon een betaling uitsluitend worden aangemerkt als *distribution*, als sprake was van “*the transfer of money or property [...] by a corporation to its shareholders*”. Op het moment dat de pre-LBO aandeelhouders de koopprijs voor hun aandelen ontvingen, waren zij vanwege de juridische fusie niet langer aandeelhouders van *C-T*. Er was kortom geen sprake van een betaling van *C-T* aan haar aandeelhouders en daarom

109 § 13.1-653 VSCA is vrijwel gelijk aan § 6.40 RMBCA.

110 De in § 13.1-690 VSCA neergelegde bestuurdersaansprakelijkheidsregeling vanwege ongeoorloofde uitkeringen is gelijk aan de (in par. 6 besproken) regeling vervat in § 8.33 RMBCA.

evenmin sprake van een *distribution*.¹¹¹ Hetzelfde gold volgens het *Court of Appeals* voor het aantrekken van het bancaire krediet en de vestiging van de zekerheden. De ongesecureerde crediteuren zouden er ten onrechte aan zijn voorbij gegaan dat de overname een *arm's-length* transactie tussen *C-T's* aandeelhouders en *Holdings* was. “*A corporate acquisition, structured as a merger, is simply a different animal from a distribution*”, aldus het *Court of Appeals*.

Het *Court of Appeals* overwoog dat de uitkeringsregels in casu geen toepassing vonden, omdat de belangen van de vennootschapscrediteuren al door andere regelingen werden gewaarborgd. Volgens het *Court of Appeals* zouden in het bijzonder de faillissementsrechtelijke *fraudulent transfer*-bepalingen het juiste beoordelingskader vormen voor een LBO, omdat een succesvol beroep daarop niet resulteerde in aansprakelijkheid van de betrokken bestuurders, maar in een verplichting voor de (pre-LBO) aandeelhouders om het onttrokken vermogen terug te betalen.

5.8.2 *Court of Appeals (4th Cir.): uitkeringsregels wel van toepassing op LBO's*

Twee jaar na de uitspraak inzake *C-T Virginia*, velde het *Court of Appeals (11th Cir.)* in een zeer vergelijkbare zaak een tegenovergesteld oordeel.¹¹² Die procedure vloeide voort uit de overname van het beursgenoteerde *Munford Inc. (Munford)* door de *Panfida Group*. De overname van *Munford* werd op dezelfde wijze gestructureerd en gefinancierd als de LBO van *C-T Virginia*. Toen *Munford* slechts dertien maanden na de transactie failleerde, stelden de ongesecureerde crediteuren namens de vennootschap de bestuurders van *Munford* aansprakelijk op grond van de dividendregels van Georgia.

Het *Bankruptcy Court* oordeelde dat de LBO kwalificeerde als een *distribution*, zodat de statelijke uitkeringsregels daarop van toepassing waren. Daaraan stond niet in de weg dat *Munford* reeds een nieuwe aandeelhouder had op het moment dat de (pre-LBO) aandeelhouders de opbrengst van de overname ontvingen; de inhoud (*substance*) van de transactie was doorslaggevend bij de beoordeling of er sprake was van een uitkering aan aandeelhouders. Aan haar oordeel legde het *Bankruptcy Court* onder meer ten grondslag dat de bestuurders goedkeuring en medewerking hadden verleend aan een *merger agreement* waarin de juridische en financiële structuur van de overname waren vastgelegd, dat de *merger agreement* voorzag in een bevoegd-

¹¹¹ Deze gedachtegang van het *Court of Appeals* is (mijns inziens terecht) bekritiseerd door Hanks, die als volgt overweegt: “*But while C-T's shareholders' shares were being canceled, the shareholders received, in exchange for those shares, the right to receive cash. Just because the cash was not actually paid to them until some later time, for example, upon tender of their share certificates, does not mean they had not already received the right to receive the cash. This situation is precisely parallel to a board's authorizing a dividend, the corporation's later sending a check for the amount of the dividend, and the shareholder's subsequently cashing the check.*” (Hanks 2011, p. 218.)

¹¹² *Munford v. Valuation Research Co. (In re Munford)*, 97 F.3d 456 (11th Cir. 1996). Zie over deze zaak Silverman 1999.

heid voor de *Panfida Group* om zekerheden te vestigen op alle activa van *Munford* om aldus de lening te faciliteren die zou worden aangewend voor de betalingen aan de aandeelhouders van *Munford*, en dat de bestuurders wisten of behoorden te weten wat “*the source, purpose, or use*” van de activa van *Munford* was voordat zij instemden met de overname. De overname betrof daarom een schending van de uitkeringsregels van Georgia. Daarbij nam het *Bankruptcy Court* uitdrukkelijk afstand van de redenering van het *Court of Appeals (11th Cir.)* in *C-T Virginia*. Volgens het *Bankruptcy Court* beoogde de wetgever van Georgia met de uitkeringsregels crediteuren te beschermen door uitkeringen te verbieden ten gevolge waarvan de vennootschap niet aan haar verplichtingen zou kunnen voldoen. Daar ging volgens het *Court* de fundamentele gedachte achter schuil dat crediteuren moeten worden betaald vóór de aandeelhouders betaald mogen worden.¹¹³ In hoger beroep sanctioneerde het *Court of Appeals* dit oordeel van het *Bankruptcy Court* en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen.

5.8.3 Samengestelde transacties: een zaak voor dividendregels of fraudulent transfer law?

Het *Court of Appeals* van het elfde district oordeelde kortom geheel anders over de toepasselijkheid van de statelijke dividendregels op LBO's dan het *Court of Appeals* van het vierde district. Silverman betoogt dat de kern van het verschil tussen beide uitspraken gelegen is in de wijze waarop de rechters het samengestelde karakter van de LBO benaderen.¹¹⁴ Het *Court of Appeals (4th Cir.)* past zijns inziens de ‘*de facto doctrine*’ toe; niet de formele structuur van de transactie, maar haar materiële inhoud is daarbij doorslaggevend. Het *Court of Appeals (11th Cir.)* hanteert volgens Silverman daarentegen de ‘*doctrine of independent legal significance*’; volgens deze leer moet de rechter de formele kwalificatie van de verschillende stappen van de transactie respecteren en daarop uitsluitend de relevante wetsbepalingen toe te passen.

Hoewel dus consensus ontbreekt over de toepasselijkheid van de specifieke uitkeringsregels op LBO's, is het communis opinio dat bestuurders van een overnamedoelwit een aansprakelijkheidsrisico lopen als zij lichtvaardig medewerking verlenen aan een overname die de vennootschap opzadelt met een onredelijke hoeveelheid schulden. Voor zover deze aansprakelijkheid niet gebaseerd kan worden op de dividendbepalingen, kan zij haar grondslag vinden in de algemene fiduciaire plichten van de bestuurders jegens de vennootschap. Desalniettemin richten crediteuren en curatoren na een LBO hun pijlen veel vaker op de aandeelhouders die het vermogen aan de vennootschap hebben onttrokken. Daarbij baseren zij zich zelden op de vennootschapsrechtelijke dividendregels, maar trachten zij de onttrekkingen veeleer aan te tasten op grond van het *fraudulent transfer law*, dat in het volgende hoofdstuk centraal staat.

¹¹³ Zowel het *District Court* als het *Court of Appeals* onderschreven al deze overwegingen.

¹¹⁴ Silverman 2011, p. 529.

5.9 Conclusie

De Amerikaanse modelwet RMBCA en (in navolging daarvan) een groot aantal Amerikaanse staten hebben afstand genomen van het systeem van kapitaalbescherming. In het kleine aantal staten dat het systeem nog kent, biedt het kapitaal weinig bescherming aan de vennootschapscrediteuren. Ingevolge alle statelijke regelingen besluit uitsluitend het bestuur over de uitkering van dividend. Als bestuurders daarbij wisten of behoorden te voorzien dat de vennootschap na uitkering insolvent zou zijn of niet in staat zou zijn om haar opeisbare verplichtingen te voldoen die voortvloeien uit een normaal verloop van zaken, kunnen zij door de vennootschap (of namens haar een curator) worden aangesproken voor het deel van de uitkering dat ongeoorloofd was. Hoewel de RMBCA niet voorziet in een directe terugbetalingsverplichting voor aandeelhouders, bepalen veel statelijke regelingen dat aandeelhouders een uitkering dienen te restitueren als zij op de hoogte waren van het ongeoorloofde karakter daarvan. Daarnaast kunnen aandeelhouders – soms ook die te goeder trouw – onder omstandigheden op grond van *common law* tot restitutie van de ontvangen middelen worden aangesproken.

HOOFDSTUK 6

VERMOGENSONTTREKKING & FRAUDULENT TRANSFER LAW

6.1 Inleiding

In het vorige hoofdstuk is besproken dat een groot deel van de Verenigde Staten al dertig jaar geleden de kapitaalbescherming heeft ontmanteld. De normering van aandeelhoudersfinanciering vindt daarom primair *ex post* plaats. Een belangrijke rol wordt daarbij vervuld door het insolventierechtelijke leerstuk van *fraudulent transfer law*, dat door sommige Amerikaanse auteurs wordt aangeduid als “*the closest thing to a minimum capital requirement*”.¹ Deze rechtsfiguur staat daarom in dit hoofdstuk centraal, waarbij in het bijzonder wordt gezien welke rol het leerstuk speelt bij de beoordeling van complexe financieringsstructuren, zoals de *leveraged buyout*.

6.2 De ontwikkeling van fraudulent transfer law

6.2.1 Intent en badges of fraud

Voor een helder begrip van huidig *fraudulent transfer law* is een korte bespreking van haar ontstaansgeschiedenis zinvol. De wortels van de regeling liggen in 1571, toen het Engelse *Statute of 13 Elizabeth* iedere overdracht verbood met een “*intent to delay, hinder or defraud creditors and others of their just and lawful actions*”. Dergelijke overdrachten werden onwenselijk geacht omdat deze bijdroegen aan “*the overthrow of all true and plain dealing [...] without which no commonwealth or civil society can be maintained or continued*.”² Hoewel de regeling aanvankelijk een strafrechtelijk karakter droeg, zagen crediteuren daarin een mogelijkheid om overdrachten die in strijd daarmee waren geschied, aan te tasten en zodoende hetgeen was overgedragen terug te vorderen van de ontvanger. De oorspronkelijke bepaling vereiste dat er sprake was van een oogmerk tot benadeling van crediteuren; dat bleek bewijstechnisch echter vaak een lastige zaak. In de rechtspraak ontstond daarom al snel een lijst van indicatoren die erop wezen dat van een dergelijk

¹ Simkovic & Kaminetzky 2011, p. 124.

² De regeling werd in 1603 door het Engelse parlement opgenomen in het faillissementsrecht.

benadelingsoogmerk sprake was; zogenaamde *badges of fraud*.³ Voorbeelden van deze *badges* waren geheime overdrachten, het verborgen houden van bezittingen, overdracht van eigendom zonder bezitsverschaffing, overdrachten aan ‘*insiders*’ op het moment dat de schuldenaar in staat van insolventie verkeerde en overdrachten die geen rationeel economisch doel dienden.⁴ Hoewel aanvankelijk vooral van belang was dat de indicatoren wezen op het oogmerk van de schuldenaar om zijn crediteuren te benadelen, ontwikkelde de rechtspraak na verloop van tijd steeds meer objectieve *badges of fraud*. Rechters stonden steeds vaker toe dat overdrachten werden aangetast uitsluitend op basis van de objectieve *badges*. Het gebruik van de indicatoren leidde ertoe dat het leerstuk steeds verder verwijderd raakte van het oorspronkelijke *common law* leerstuk van *fraud*.

De Amerikaanse rechters bleken in het bijzonder bereid tot toepassing van de bepaling als een insolvente schuldenaar een goed had overgedragen of een schuld was aangegaan zonder daarvoor een gelijkwaardige vergoeding te ontvangen (*for less than reasonable equivalent value*). De gedachte die hieraan ten grondslag lag, werd samengevat met de spreuk ‘*be just before you are generous*’. Zolang er geen aanleiding was om aan te nemen dat de schuldenaar zijn schulden niet zou kunnen voldoen, was hij vrij om zijn vermogen weg te geven. De Engelse rechters stonden daarom niet de vernietiging toe van overdrachten zonder gelijkwaardige vergoeding als de schuldenaar solvent was,⁵ wat inhield dat zijn bezittingen zijn schulden overtroffen.⁶ Als de schuldenaar echter insolvent was, dan gaf hij *de facto* het geld van zijn crediteuren weg en was aantasting van de overdracht mogelijk.

Glenn heeft hierover opgemerkt: “*If the debtor is insolvent when he makes the gift, or the effect of it is to leave him insolvent, his intent appears as a conclusion of law drawn from these facts. His intent, in these circumstances, is to hinder, delay and defraud his creditors, because of the working principle that one is taken to have contemplated the necessary consequences of his acts.*”⁷

Het insolventievereiste was voor de crediteuren een aanzienlijk obstakel op de weg naar vernietiging van de overdracht. De waardering van de activa en de inrichting van de balans lieten zich gemakkelijk manipuleren om zo een positief eigen vermogen weer te geven.⁸ Er groeide daarom een behoefte om ook overdrachten tegen een niet-gelijkwaardige vergoeding aan te tasten die de schuldenaar weliswaar

3 De aanzet tot de ontwikkeling van de *badges of fraud* werd gegeven in de *Twyne*-uitspraak: *Twyne's Case*, 3 Coke 80b, 76 Eng. Rep. 809 (Star Chamber 1601).

4 Baird 2006, p. 201.

5 *Shears v. Rodgers*, 110 Eng. Rep. 137, 139 (K.B. 1832); *Jackson v. Bowley*, 174 Eng. Rep. 426, 429 (Nisi Prius 1841).

6 Markell 1988, p. 475.

7 Glenn 1931, p. 362-363.

8 Markell 1988, p. 476 overweegt: “*But debtors as well as creditors can add and subtract, and debtors often made voluntary transfers which left themselves solvent, but just barely so.*”

niet insolvent, maar wél met een marginale financiële uitrusting achterlieten. Uit deze behoefte ontstond een nieuwe *badge of fraud*: ook verdacht waren de overdrachten die tot gevolg hadden dat de schuldenaar met een marginale financiële uitrusting achterbleef, en waarna de schuldenaar doorging met het exploiteren van een onderneming en in het kader daarvan schulden aanging.⁹ De schuldenaar zou in dat geval ten onrechte het risico dat voortvloeide uit de overdracht afwentelen op zijn crediteuren. De *badge* werd toegepast in gevallen waarin de schuldenaar na een overdracht nog net solvent was, na de overdracht over onvoldoende bezittingen beschikte om een lening aan te trekken, of als de solventie van de schuldenaar na de overdracht in een te hoge mate afhankelijk was van marktontwikkelingen.

De uitspraak inzake *Carpenter v. Roe* uit 1851 wordt aangemerkt als de eerste zaak waarin op basis van deze *badge* een overdracht werd vernietigd.¹⁰ In deze zaak hadden een producent en handelaar van graan en zijn vrouw al hun eigendom om niet overgedragen aan hun schoonzoon. Toen een week later het nieuws bekend werd dat de prijs van graan was gekelderde, was de handelaar op slag insolvent. Zijn crediteuren trachten de overdracht aan zijn schoonzoon ongedaan te maken. Ondanks het feit dat de handelaar ten tijde van de overdracht niet insolvent was, vernietigde het *Court of Appeals* van *New York* de overdracht:

Dat overwoog: “*It was sufficient, that he was indebted, and that insolvency would be the inevitable or probable result of want of success in the business in which he was engaged. He could not, legally or honestly, in this manner provide for himself or family, and cast upon his creditors the hazard of his speculation. [...] To invalidate a voluntary conveyance, as against creditors, it is not necessary that the debtor be or believe himself insolvent at the time of the grant; it is sufficient if his solvency is contingent upon the stability of the market in the business in which he is engaged.*”¹¹

Enige tijd later moest de rechter in *Mackay v. Douglas* oordelen over een schuldenaar die alvorens toe te treden tot een vennootschap zijn gehele vermogen in *trust* had overgedragen aan zijn vrouw.¹² Toen de onderneming resulteerde in het faillissement van de schuldenaar, oordeelde de rechter dat de overdracht aan zijn vrouw moest worden vernietigd.

Daartoe overwoog hij dat “*the motive [...] in executing this settlement was to protect this property against his creditors, if creditors he should have; in other words, to take the bulk of his property out of the reach of his creditors if any disaster should befall*

9 Zie bijvoorbeeld *Bohn v. Weeks*, 50 Ill. App. 236, 240 (1893).

10 *Carpenter v. Roe*, 10 N.Y. 227., Court of Appeals of New York 1851.

11 *Carpenter v. Roe*, 10 N.Y. 227., Court of Appeals of New York 1851.

12 *Mackay v. Douglas*, 14 L.R.-Eq. 106, 26 L.T.R. (n.s.) 721 (Ch. 1872).

him.[...][A] man who contemplates going into trade, cannot, on the eve of doing so, take the bulk of his property out of the reach of those who may become his creditors in his trading operations.”¹³

6.2.2 De Model Acts en de Bankruptcy Code

Ten gevolge van de grote hoeveelheid *badges of fraud* en de verschillende lezingen die daarvan in omloop waren, was de rechtspraak op het gebied van *fraudulent conveyance law* niet uniform. In 1916 werd daarom een modelwet voorgesteld, de *Uniform Fraudulent Conveyance Act* (UFCA), teneinde het statelijke recht op dit punt te harmoniseren. De UFCA werd in 1918 aangenomen en wordt gezien als de Amerikaanse codificatie van het Engelse *Statute of Elizabeth*, dat onderdeel was gaan uitmaken van het Amerikaanse *common law*. De modelwet werd uiteindelijk door 25 staten geïmplementeerd en in 1938 werd de tekst van de UFCA (bijna letterlijk) overgenomen in de federale *Bankruptcy Code* (BC). In 1987 is de BC ingrijpend herzien en is ook de regeling inzake *fraudulent conveyances* gewijzigd. In 1988 is daarom de UFCA vervangen door de *Uniform Fraudulent Transfer Act* (UFTA), waarin de in de BC doorgevoerde wijzigingen grotendeels werden overgenomen.

Het belangrijkste materiële verschil tussen de modelwetten en de *Bankruptcy Code*, is dat de modelwetten uitsluitend een bevoegdheid tot vernietiging toekennen aan benadeelde crediteuren en de bevoegdheid tot vernietiging op grond van de *Bankruptcy Code* toekomt aan de curator (en de *debtor in possession* in een *Chapter 11* procedure). De curator kan ingevolge § 544 BC *fraudulent transfers* ook aantasten op grond van de statelijke regels (die dus een implementatie zijn van de UFCA of UFTA).¹⁴ De belangrijkste beweegreden voor een curator om een overdracht aan te tasten op grond van de statelijke regels, is dat op grond van de *Bankruptcy Code* slechts overdrachten aantastbaar zijn die zijn geschied in de periode tot twee jaar voor het faillissement (tot 2006 was dit zelfs een jaar); de statelijke regels bieden doorgaans de mogelijkheid om overdrachten aan te tasten die verder in het verleden liggen.¹⁵

In de hiernavolgende analyse zal de *fraudulent transfer* regeling zoals neergelegd in de *Bankruptcy Code* tot uitgangspunt worden genomen. Alleen als dat relevant is, zullen afwijkingen in de UFCA en UFTA worden aangegeven.

¹³ *Mackay v. Douglas*, 14 L.R.-Eq. 106, 26 L.T.R. (n.s.) 721 (Ch. 1872).

¹⁴ “The trustee may avoid any transfer of an interest of the debtor in property or any obligation incurred by the debtor that is voidable under applicable law by a creditor holding an unsecured claim that is allowable under section 502 of this title.”

¹⁵ Zo voorziet de UFTA in een periode van vier jaar waarin overdrachten kunnen worden aangetast, met daarnaast nog een extra jaar na het moment dat de overdracht bekend is geworden. Zie § 9 UFTA.

6.3 De regeling in de Bankruptcy Code

6.3.1 § 548 BC: vernietiging van overdrachten en verplichtingen

De kern van de regeling is neergelegd in § 548 BC, waarin is bepaald dat de curator elke overdracht (*transfer*)¹⁶ die de schuldenaar binnen twee jaar voor faillissement heeft verricht, kan vernietigen op twee mogelijke gronden. Ten eerste kan een overdracht worden vernietigd als de schuldenaar daarbij het *oogmerk* had om crediteuren te benadelen. De tweede grond voor vernietiging vereist dat de overdracht is geschied tegen minder dan een gelijkwaardige vergoeding (*less than reasonably equivalent value*), en daarnaast dat sprake is van één (of meer) van de volgende drie situaties:

- i. de schuldenaar was insolvent ten tijde van de overdracht of werd door de overdracht insolvent;
- ii. de schuldenaar ontplooiende ondernemingsactiviteiten of was voornemens dat te doen, waarvoor het na de overdracht resterende vermogen kwalificeert als een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*), of;
- iii. de schuldenaar beoogde verplichtingen aan te gaan, althans wist dat hij verplichtingen aanging, die hij niet zou kunnen voldoen op het moment dat deze opeisbaar zouden worden.

§ 548 BC bepaalt:

(a)(1) The trustee may avoid any transfer (including any transfer to or for the benefit of an insider under an employment contract) of an interest of the debtor in property, or any obligation (including any obligation to or for the benefit of an insider under an employment contract) incurred by the debtor, that was made or incurred on or within 2 years before the date of the filing of the petition, if the debtor voluntarily or involuntarily:

(A) made such transfer or incurred such obligation with actual intent to hinder, delay, or defraud any entity to which the debtor was or became, on or after the date that such transfer was made or such obligation was incurred, indebted; or

(B) (i) received less than a reasonably equivalent value in exchange for such transfer or obligation; and (ii)

(I) was insolvent on the date that such transfer was made or such obligation was incurred, or became insolvent as a result of such transfer or obligation;

(II) was engaged in business or a transaction, or was about to engage in business or a transaction, for which any property remaining with the debtor was an unreasonably small capital;

(III) intended to incur, or believed that the debtor would incur, debts that would be beyond the debtor's ability to pay as such debts matured [...].

¹⁶ Onder het begrip 'overdracht' valt ook het aangaan van een schuld. In het hiernavolgende wordt korthedshalve met de term 'overdracht' ook het aangaan van een schuld bedoeld.

Vanaf paragraaf 6.5 zal nader worden ingegaan op de invulling die in de rechtspraak is gegeven aan deze vereisten voor aantasting van een *fraudulent transfer*.

6.3.2 Restitutieverplichting van de directe ontvanger

Als een curator er met behulp van § 548 BC in slaagt een overdracht te vernietigen, kan hij op grond van § 550 BC ten behoeve van de boedel hetgeen is overgedragen van de ontvanger terugvorderen, of de waarde daarvan. Daarvoor is in beginsel niet vereist dat de ontvanger op de hoogte was van het oneigenlijke karakter van de overdracht. De regeling biedt wél enige bescherming aan de ontvanger te goeder trouw van een overdracht om baat (*for value*). § 848 (c) BC bepaalt:

“Except to the extent that a transfer or obligation voidable under this section is voidable under section 544, 545, or 547 of this title, a transferee or obligee of such a transfer or obligation that takes for value and in good faith has a lien on or may retain any interest transferred or may enforce any obligation incurred, as the case may be, to the extent that such transferee or obligee gave value to the debtor in exchange for such transfer or obligation.”

Ingevolge § 548(c) BC mag de ontvanger te goeder trouw hetgeen hij heeft ontvangen (*any interest transferred*) houden indien en voor zover hij een tegenprestatie voor de overdracht heeft geleverd. Als dit niet mogelijk is, krijgt hij een pandrecht op hetgeen hij heeft ontvangen ten belope van de omvang van zijn tegenprestatie.

Van goede trouw in de zin van § 548(c) BC is sprake als de overdracht “*carries the earmarks of an arms-length bargain*”.¹⁷ De ontvanger zal moeten aantonen dat hij oprecht geloofde dat de overdracht geldig was, dat hij geen oogmerk had om zich ten koste van anderen te bevoordelen en dat hij geen wetenschap had dat de transactie nadeel voor anderen zou meebrengen. Indien vaststaat dat de ontvanger op de hoogte was van de insolventie van de vennootschap, kan hij zich in beginsel niet beroepen op zijn goede trouw.¹⁸ Als een ontvanger om baat niet te goeder trouw was en dus geen beroep kan doen op § 548 (c) BC, moet hij nadat de curator de overdracht heeft vernietigd, aan de boedel teruggeven wat hij heeft ontvangen en zijn vordering in faillissement indienen. De kans dat hij iets van zijn concurrente vordering terug zal zien, is in dat geval gering.

Als aandeelhouders vermogen aan een vennootschap onttrekken, bijvoorbeeld door een uitkering van dividend, is doorgaans geen sprake van een tegenprestatie van de aandeelhouder aan de vennootschap.¹⁹ Daarom is het niet van belang of de

¹⁷ *Bullard v. Aluminum Co. of Am.*, 468 F.2d 11 (7th Cir. 1972), p. 13.

¹⁸ *Meeks v. Red River Entm't of Shreveport (In re Armstrong)*, 285 F.3d 1092 (8th Cir. 2002).

¹⁹ Zie ook par. 6.2.1 hierna.

ontvangende aandeelhouders te goeder of kwader trouw waren ten tijde van de onttrekking als de curator de overdracht vernietigt met behulp van § 548 BC.

6.3.3 Restitutieverplichting van de indirecte ontvanger

De *fraudulent transfer* regeling maakt in § 550 BC onderscheid tussen de directe ontvanger (*the initial transferee*) en de indirecte ontvanger (*the immediate or mediate transferee of such initial transferee*) van de overdracht. Beide ontvangers kunnen door de curator tot teruggave worden aangesproken na een succesvolle aantasting van een overdracht op grond van § 548 BC. De indirecte ontvanger beschikt evenwel over een mogelijkheid om aan de restitutieverplichting te ontkomen: § 550 (b) BC bepaalt dat de curator hem niet tot restitutie kan aanspreken als hij de overdracht heeft ontvangen om baat (*for value*), hij te goeder trouw was en niet op de hoogte was van het feit dat de overdracht vernietigd zou kunnen worden.²⁰ Deze beperking is niet van toepassing op de aansprakelijkheid van de directe ontvanger. Volgens sommige rechters is de reden voor dit onderscheid er in gelegen dat op de directe ontvanger een grotere verantwoordelijkheid rust om zich ervan te vergewissen dat een overdracht niet in strijd met *fraudulent transfer law* is geschied.²¹

6.4 Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders en fraudulent transfer law

6.4.1 Toepassing op vermogensonttrekkingen en LBO's

Fraudulent transfer law is van toepassing op alle vormen van overdracht, dus ook op transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders. Betalingen in het kader van een uitkering van dividend, inkoop van aandelen of kapitaalvermindering staan bloot aan de mogelijke aantasting op grond van § 548 BC. Ook aflossings- en rentebetalingen op door aandeelhouders verstrekte leningen (*downstream loans*), en

20 “The trustee may not recover [...] from a immediate or mediate transferee that takes for value, including satisfaction or securing of a present or antecedent debt, in good faith, and without knowledge of the voidability of the transfer avoided.”

21 “An initial transferee is exposed to stricter liability than a subsequent transferee because an initial transferee is in the best position to evaluate whether the conveyance is fraudulent. Where [...] a transferee receives funds directly from a debtor, the transferee’s capacity to monitor – and, accordingly, its burden to monitor – is at its greatest.” *Schaffer v. Las Vegas Hilton Corp. (In re Video Depot, Ltd.)*, 127 F.3d 1195, 1197-98 (9th Cir. 1997). Een financiële instelling die als intermediair fungeert, kwalificeert niet als een ontvanger in de zin van § 550 BC, nu deze geen controle uitoefent over het goed. De tussenkomst van bijvoorbeeld een bank voorkomt dus niet dat degene die het geld op zijn rekening ontvangt als directe ontvanger kan worden aangemerkt. Zie *Schaffer v. Las Vegas Hilton Corp. (In re Video Depot, Ltd.)*, 127 F.3d 1195, (9th Cir. 1997), p. 1198 en *In re Finley, Kumble, Wagner, Heine, Underberg, Manley, Myerson & Casey*, 130 F.3d 52, (2d Cir. 1997), p. 56-57.

betalingen in het kader van leningen aan aandeelhouders (*upstream loans*) komen voor toepassing van het leerstuk in aanmerking. De *fraudulent transfer*-bepalingen hebben vooral hun nut bewezen bij de normering van complexe financieringsconstructies, zoals in het bijzonder de *leveraged buyout* (LBO). Na de in hoofdstuk 2 besproken LBO-hausse van de jaren tachtig, hebben crediteuren (en namens hen curatoren) de mogelijkheden verkend om met behulp van de *fraudulent transfer*-bepalingen de ongewenste gevolgen van een met vreemd vermogen gefinancierde overname ongedaan te maken. Deze verkenning is allerm minst een nutteloze exercitie gebleken.

6.4.2 Aantasting individuele transacties van een LBO niet mogelijk of zinvol

Zoals eerder aangegeven,²² bestaat een LBO doorgaans uit een aantal stappen die onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn: (i) het doelwit trekt bancaire financiering aan en verschaft in het kader daarvan zekerheden op haar activa, (ii) de koper richt een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap op die de aandelen in het doelwit verwerft, (iii) het doelwit hevelt het door haar aangetrokken vermogen over naar de acquisitievennootschap²³ en (iv) de acquisitievennootschap wendt de verworven gelden aan voor de betaling van de koopprijs van de aandelen. Het is doorgaans niet mogelijk of weinig zinvol om (met behulp van de *fraudulent transfer*-regeling) de individuele stappen waaruit de LBO bestaat, aan te tasten. Het aantrekken van het krediet tegen zekerheidsverstrekking door de doelwitvennootschap kan immers moeilijk worden aangemerkt als een transactie waarvoor de vennootschap geen gelijkwaardige vergoeding ontving. Aantasting van de (door) lening of uitkering aan de acquisitievennootschap is doorgaans weinig zinvol, omdat de aandelen in de doelwitvennootschap de enige vermogensbestanddelen van de acquisitievennootschap zijn. Ten slotte kan de betaling van de acquisitievennootschap aan de verkopende aandeelhouders niet worden aangemerkt als een transactie van de schuldenaar/doelwitvennootschap en evenmin als een transactie waarvoor geen gelijkwaardige vergoeding is gekregen: tegenover de betaling aan de aandeelhouders staat immers de verkrijging van de aandelen. Als de curator de *fraudulent transfer*-bepalingen louter zou kunnen invoeren tegen de individuele stappen van de transactie, zou dit leerstuk geen noemenswaardige bescherming kunnen bieden tegen LBO's die crediteuren benadelen.

²² Zie over de juridische en financiële structuur van de LBO par. 2.5.

²³ In Amerika wordt het krediet soms formeel aangetrokken door de acquisitievennootschap, waarbij het doelwit zich garant stelt jegens de banken voor de terugbetalingsverplichting. Economisch gezien komt dit op hetzelfde neer: het doelwit financiert haar eigen overname.

6.4.3 Consolidatie van LBO's

De reden dat het leerstuk van de *fraudulent transfers* toch een prominente rol speelt bij de beoordeling van LBO's, is dat de Amerikaanse rechters bereid zijn gebleken de verschillende stappen van een LBO te consolideren (men spreekt van *collapsing the transaction*). Dit houdt in dat de rechter niet beoordeelt of de individuele transacties waaruit de LBO bestaat, kwalificeren als *fraudulent transfers*; in plaats daarvan toetst de rechter de totale LBO alsof er sprake is van één vermogensoverdracht. De verschillende stappen van de transactie worden bij de toepassing van de *fraudulent transfer*-regels geconsolideerd tot één fictieve overdracht: de doelwitvennootschap heeft vreemd vermogen aangetrokken om een groot bedrag te kunnen betalen aan de aandeelhouders die in het kader van de LBO hun aandelen hebben vervreemd.²⁴ De rechter beschouwt de LBO dus als een directe overdracht van vermogen door het doelwit aan haar (verkopende) aandeelhouders. Als deze 'overdracht' kwalificeert als een *fraudulent transfer*, moeten de pre-LBO aandeelhouders het door hen ontvangen vermogen restitueren. Aan deze leer ligt het adagium 'substance over form' ten grondslag.

Zo heeft een *Bankruptcy Court* overwogen: "From a creditor's point of view, an LBO is indistinguishable from a distribution or a gift to shareholders [...] An LBO enables the selling shareholders to liquidate their equity interests, which are otherwise subordinate to general unsecured claims, without first paying creditors, which a normal liquidation requires."²⁵

De consolidatiedoctrine richt zich op het netto effect van een reeks transacties. Het leerstuk is ontstaan in de rechtspraak inzake 'gefaillleerde' LBO's, maar wordt inmiddels ook toegepast op activa-passiva-transacties. Met name in transactiestructuren waarin een of meerdere (rechts)personen fungeren als 'doorgeefluik' van het aan de vennootschap onttrokken vermogen, zijn rechters genegen de verschillende stappen van de transactie te consolideren.

Een federaal *Court* heeft dienaangaande overwogen: "[A]n allegedly fraudulent conveyance must be evaluated in context; [w]here a transfer is only a step in a general plan, the plan must be viewed as a whole with all its composite implications. Although collapsing is usually applied to leveraged buyouts, the doctrine applies more generally to the following 'paradigmatic scheme': one transferee gives fair value to the debtor in exchange for the debtors property, and the debtor then gratuitously transfers the proceeds of the first exchange to a second transferee. The first transferee thereby

²⁴ De aandeelhouders die in het kader van een LBO hun aandelen hebben vervreemd, zullen hierna worden aangeduid met 'verkopende' of 'pre-LBO' aandeelhouders.

²⁵ *In re Bay Plastics, Inc.*, 187 B.R. 315, 334, 27 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 1067 (Bankr. C.D. Cal. 1995).

*receives the debtors property, and the second transferee receives the consideration, while the debtor retains nothing.*²⁶

6.4.4 LBO's: het domein van fraudulent transfer law?

Een aantal juridische auteurs heeft zich verzet tegen de toepassing van *fraudulent transfer law* op LBO's. Zo hebben Baird en Jackson in 1985 verdedigd dat dergelijke moderne en complexe financieringsconstructies buiten het domein van de eeuwenoude *fraudulent transfer*-regels liggen.²⁷ Ten eerste voeren zij daartoe aan dat LBO's vaak ook in het belang van de crediteuren van de vennootschap zijn:

*"A fraudulent conveyance law that protects creditors from all bad deals a debtor enters into gives the creditors too much. Such creditor protection is unlikely to be a right that all interested parties would agree to if they were able to bargain explicitly. The effect of such protection is to reduce risky investments. But risk-taking may be in the best interests of all the parties concerned. Therefore, a preformulated rule should not protect creditors from bad investments."*²⁸

Volgens Baird en Jackson moeten crediteuren zichzelf beschermen tegen het risico van mogelijke LBO's. De crediteuren die daartoe niet in staat zijn, zouden kunnen meeliften op de door de professionele crediteuren bedongen bescherming. Liss heeft echter (terecht) betoogd dat de redenering van Baird en Jackson tekortschiet. Professionele crediteuren beschermen zichzelf meestal door de vestiging van zekerheden op de activa van de vennootschap en daaraan ontleen de overige schuldeisers vanzelfsprekend geen bescherming.²⁹ Daarnaast is het volgens Wahl en Wahl zeer de vraag of een LBO kan worden aangemerkt als voordelig voor de ongesecureerde crediteuren.³⁰ Zij geven aan dat de beurswaarde van de aandelen van een vennootschap vaak stijgt zodra een LBO wordt aangekondigd. Dit wordt volgens deze auteurs echter niet veroorzaakt doordat de markt verwacht dat de vennootschap na de LBO beter zal presteren, maar omdat de markt begrijpt dat de LBO waarde zal overhevelen van de ongesecureerde crediteuren naar de aandeelhouders. Door de effectuering van de LBO zou een impliciet contract tussen de aandeelhouders en crediteuren worden verbroken.

In recentere literatuur is aangevoerd dat toepassing van *fraudulent transfer law* op LBO's wenselijk is vanwege het feit dat geen van de bij de transactie betrokken partijen een belang heeft dat parallel loopt met dat van de vennootschap en haar

²⁶ *HBE Leasing Corp. v. Frank*, 48 F.3d 623 (2d Cir. 1995), p. 635.

²⁷ Baird & Jackson 1985.

²⁸ Baird & Jackson 1985, p. 839.

²⁹ Liss 1987, p. 1512.

³⁰ Wahl & Wahl 1990, p. 356.

ongesecureerde crediteuren.³¹ De verkopende aandeelhouders verliezen evident hun belang bij de vermogenstoestand van de onderneming en zijn gebaat bij een zo hoog mogelijke prijs voor hun aandelen. Ook het belang van de banken die de transactie financieren is strijdig met dat van de overige crediteuren. Niet alleen is hun risico aanzienlijk beperkt door de verkregen zekerheden op de activa van het doelwit, zij ontvangen tevens een vergoeding voor het door hen gelopen risico in de vorm van een hoog rentepercentage.³² Daarnaast is het niet ongebruikelijk dat banken het door hen verstrekte krediet ‘verpakken’ en ‘doorverkopen’. Ook dat beperkt het belang van de bank bij de vermogenstoestand van de vennootschap.³³ Ten slotte kan ook op de investeerder die de aandelen in het doelwit overneemt niet blind worden vertrouwd; deze investeert in de regel een relatief klein bedrag en probeert dat vaak weer vroegtijdig aan de vennootschap te onttrekken, bijvoorbeeld door hoge rentebetalingen op door de investeerder verstrekte leningen en door *dividend recapitalizations*.

Ginsberg e.a. overwegen: “[U]nsecured creditors are alone in being exposed to the risk of leverage-induced insolvency involuntarily and without prospect of reward. [...] Because all parties to LBOs enjoy greater returns on risk than unsecured creditors, they expose unsecured creditors to more risk than unsecured creditors would choose for themselves. The risk to unsecured creditors is a cost of leveraged buyouts that is, in economics parlance, “externalized” onto unsecured creditors.”³⁴

Inmiddels bestaat er geen discussie meer over dat de *fraudulent transfer* regels van toepassing zijn op LBO's. De eerste keer dat dat een hogere rechter tot dit oordeel kwam, was in de uitspraak van het *Court of Appeals (3d Cir. 1986)* inzake *United States v. Tabor Realty corp.*³⁵ Daarin oordeelde het *Court of Appeals* dat *fraudulent transfer law* van toepassing is op LBO's nu de ruime bewoordingen van de regeling zich daartegen niet verzetten. Als LBO's gevrijwaard moesten blijven van de toepassing van de *fraudulent transfer*-regels, dan zou het niet aan de rechter, maar aan de wetgever zijn om dat te bepalen.³⁶ In twee voetnoten bij de uitspraak maakte het *Court of Appeals* vervolgens korte metten met het betoog van Baird en Jackson. Het *Court* overwoog dat van een aanzienlijk aantal crediteuren niet

31 Ginsberg e.a. 2011, p. 76. Zie ook Sheinfeld & Goodman 1993, p. 808: “The application of fraudulent conveyance law in the LBO context may be very acceptable because it envisions a fundamental corporate concept: in distributing the assets of an insolvent corporation, debt should be paid before equity.”

32 Zie par. 3.4.2.

33 Zie par. 2.5.2.3.

34 Ginsberg e.a. 2011, p. 77-78.

35 *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F.2d 1288 (3d Cir. 1986).

36 “[I]f the UFCA is not to be applied to leveraged buyouts, it should be for the state legislatures, not the courts, to decide.” (*United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F.2d 1288 (3d Cir. 1986), p. 1297).

verwacht mag worden dat zij zichzelf tegen de aan een LBO verbonden risico's beschermen. Daarnaast gaf het *Court of Appeals* aan dat de crediteuren met een vordering op de vennootschap die dateert van voor de LBO, niet hoefden te anticiperen op de grote risico's die een LBO zou meebrengen. De toepasselijkheid van *fraudulent transfer law* op LBO's is sinds deze uitspraak herhaaldelijk bevestigd.

In 1991 formuleerde het Court of Appeals (3d Cir.) het als volgt: “[A] thorough understanding of the typical leveraged buyout transaction reveals that there is a potential for abuse of the debtor’s creditors, particularly those who are unsecured, when a company is purchased through a leveraged buyout. [...] Commonly, the acquirer invests little or no equity. [...] The effect of an LBO is that a corporation’s shareholders are replaced by secured creditors. Put simply, stockholders’ equity is supplanted by corporate debt. The level of risk facing the newly structured corporation rises significantly due to the increased debt to equity ratio. This added risk is borne primarily by the unsecured creditors, those who will most likely not be paid in the event of bankruptcy. [...] An LBO may be attractive to the buyer, seller, and lender because the structure of the transaction could allow all parties to the buyout to shift most of the risk of loss to other creditors of the corporation if the provisions of section 548(a)(2) were not applied. [...] The target corporation, however, receives no direct benefit to offset the greater risk of now operating as a highly leveraged corporation. As legal scholars have noted, the target firm may not at all reflect the Elizabethan deadbeat [covered by the original sixteenth century fraudulent transfer law], but may in fact wind up as the sacrificial lamb.”³⁷

6.4.5 Bescherming van alle crediteuren?

De Amerikaanse rechtspraak is verdeeld over de vraag of *alle* ongesecureerde crediteuren zich kunnen beroepen op de ongeldigheid van een LBO die in strijd met de *fraudulent transfer* regels is geëffectueerd.³⁸ Een aantal rechters heeft overwogen dat alleen de crediteuren met een vordering die dateert van voor de LBO een beroep kunnen doen op vernietiging van de transactie. Het *Court of Appeals* van het negende *Circuit* hangt bijvoorbeeld deze visie aan. In zijn uitspraak inzake *Kupetz v. Wolf* heeft dit *Court of Appeals* overwogen dat de formulering van de Californische *fraudulent transfer*-bepalingen er weliswaar geen onduidelijkheid over laat bestaan dat zowel ‘pre-transfer’- als ‘post-transfer’-crediteuren een overdracht kunnen vernietigen,³⁹ maar dat de wetgever hiermee het oog moet hebben gehad op

37 *Mellon Bank, N.A. v. Metro Communications, Inc.* 945 F.2d 635 (3d Cir. 1991), p. 645-646.

38 Zie hierover Wahl & Wahl 1990, p. 368 e.v.

39 Het op de UFCA gebaseerde § 3439.05 CCC bepaalde dat een overdracht waarvoor geen gelijkwaardige vergoeding was verkregen en die de vennootschap achterliet met een onredelijk klein vermogen, *fraudulent* was “as to creditors and as to other persons who become creditors during the continuance of such business or transaction.”

uitsluitend geheime transacties.⁴⁰ Nu de LBO waarover het *Court of Appeals* moest oordelen bekend was gemaakt aan het grote publiek, werden de crediteuren die na de LBO krediet hadden verstrekt aan de vennootschap geacht daardoor niet te zijn benadeeld; zij waren immers ten tijde van hun kredietverstrekking bekend met de nieuwe financiële positie van de vennootschap en hadden daarom de daarmee verbonden risico's geaccepteerd.⁴¹ Een aantal andere rechters heeft zich na *Kupetz v. Wolf* bij deze redenering aangesloten door bij de toepassing van de *fraudulent transfer*-regeling op een LBO expliciet te overwegen dat de vordering van een deel van de ongesecureerde crediteuren in faillissement dateert van voor de LBO.⁴² De praktische consequenties van deze notie zijn niettemin beperkt: uit de rechtspraak blijkt dat de curator voor een beroep op de *fraudulent transfer*-regeling slechts hoeft aan te tonen dat er in het faillissement minstens één vordering van een pre-LBO crediteur is. Als de transactie vervolgens met succes wordt aangetast, komt dit in beginsel aan alle (zowel pre-LBO als post-LBO) crediteuren ten goede.

Andere rechters hebben de door het *Court of Appeals* (9th Cir.) voorgestane notie afgewezen. Zo wees een *Bankruptcy Court* in Illinois in de zaak *Wieboldt Stores v. Schottenstein* het verweer van de hand dat de curator niet optrad namens crediteuren van voor de LBO.⁴³ Het *Bankruptcy Court* oordeelde dat dit gegeven niets afdeed aan de mogelijkheden van de curator om de transactie op grond van de *fraudulent transfer*-regels te vernietigen. Daarbij verwees de rechter naar de mogelijkheid van de curator om bij de uiteindelijke verdeling van de boedel de vorderingen van bepaalde crediteuren achter te stellen bij de overige crediteuren op grond van § 510 (c) BC.⁴⁴

40 *Kupetz v. Wolf*, 845 F.2d 842 (9th Cir. 1988).

41 Het *Court* overwoog: "Because fraudulent conveyance statutes were designed to protect creditors from secret transactions by debtors, the same rules should not apply when the transaction is made public. Future creditors may not complain when they knew or could easily have found out about the transaction." (*Kupetz v. Wolf*, 845 F.2d 842 (9th Cir. 1988), voetnoot 16).

42 *United States v. Tabor Court Realty Corp.*, 803 F.2d 1288 (3d Cir. 1986), *Credit Managers Ass'n of Southern California v. Federal Co.*, 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985) en *In re Ohio Corrugating Co.*, 91 Bankr. 430 (Bankr. N.D. Ohio 1988).

43 *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 Bankr. 488, 497 (Bankr. N.D. Ill. 1988).

44 "[T]he court need not identify the particular creditors or group of creditors which will be entitled to share in any funds Wieboldt recovers from the [selling] directors. This proceeding is collateral to [the corporation's] Chapter 11 bankruptcy proceeding. The claim of each individual creditor will be adjudicated in the reorganization. The trustee and the bankruptcy court can subordinate the claims of any creditors who are not entitled to reimbursement from the Chapter 11 estate pursuant to Section 510(c) of the Code at the time of distribution." *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 Bankr. 488 (Bankr. N.D. Ill. 1988), p. 497.

6.4.6 Gevolgen van de aantasting van een LBO

Opmerkelijk genoeg kan een succesvolle aantasting van een LBO met een beroep op *fraudulent transfer law* tot verschillende resultaten leiden. De meerderheid van de curatoren beroept zich op de *fraudulent transfer*-regels om de betalingen aan de aandeelhouders die in het kader van de LBO hun aandelen hebben vervreemd, terug te draaien. De gelden die aan de verkopende aandeelhouders zijn betaald, vormen immers het vermogen dat (via de acquisitievennootschap) aan de doelwitvennootschap is onttrokken. Andere curatoren richten zich veeleer op de financierende banken; zij trachten de door de vennootschap gevestigde zekerheden ten behoeve van de acquisitiefinanciering te vernietigen.⁴⁵ Sommige curatoren gaan voor beide ankers liggen, omdat beide opties het verhaal van de ongesecureerde crediteuren ten goede komen. In de juridische literatuur en rechtspraak wordt onderkend dat niet duidelijk is wanneer het eerste of tweede gevolg moet intreden. Een *Bankruptcy Court* in New York overwoog daarom in 1994: “*One of the murkiest areas of fraudulent transfer law as applied to LBOs is what remedy to apply when the plaintiff prevails.*”⁴⁶

6.5 Oogmerk tot benadeling

Ondanks het feit dat de wortels van de *fraudulent transfer*-regeling liggen in het leerstuk van *fraud*, worden slechts zelden overdrachten aangetast vanwege de aanwezigheid van een benadelingsoogmerk bij de schuldenaar. Of er sprake is van een benadelingsoogmerk zal per casus moeten worden beoordeeld op basis van de concrete feiten.⁴⁷ In de rechtspraak is inmiddels een aantal indicatoren geformuleerd die wijzen op een benadelingsoogmerk. Zo worden overdrachten als verdacht aangemerkt als ze zijn geschied op een moment dat tegen de schuldenaar rechtzaken zijn aangespannen. Het *Court of Appeals (7th Cir. 2002)* oordeelde bijvoorbeeld dat een benadelingsoogmerk aanwezig was in een casus waarin de schuldenaar 400.000 dollar aan zijn vrouw cadeau had gedaan op een moment dat hij 8 miljoen dollar aan schulden had en er daarnaast vijf rechtzaken tegen hem liepen.⁴⁸

De overdracht van (nagenoeg) het gehele vermogen van de schuldenaar is ook een aanwijzing dat mogelijk sprake is van een oogmerk tot benadeling. Hetzelfde

45 Vanwege de thematiek die in dit proefschrift centraal staat, zal hierna uitsluitend worden ingegaan op de aansprakelijkheid van de aandeelhouders.

46 *In re Best Products Co.*, 168 B.R. 35 (Bankr.S.D.N.Y.1994).

47 “[I]ntent will be found if the circumstances indicate that the main or only purpose of the transfer was to prevent a lawful creditor from collecting a debt.” (*King v. Ionization Int’l, Inc.*, 825 F.2d 1180 (7th Cir. 1987), p. 1186). “Actual intent in the context of fraudulent transfers of property is rarely susceptible to proof and must be gleaned from inferences drawn from a course of conduct.” (*In re Vecchione*, 407 F.Supp. 609, 615 (E.D.N.Y.1976)).

48 *Friedrich v. Mottaz (In re Friedrich)*, 294 F.3d 864 (7th Cir. 2002).

geldt voor overdrachten die plaatsvinden op het moment dat de schuldenaar zich in financieel zwaar weer bevindt. Ook het gegeven dat is overgedragen aan een bevriende of gerelateerde partij is een indicator. Daarvan is bijvoorbeeld sprake als het een overdracht betreft aan een vennootschap met dezelfde aandeelhouder als de schuldenaar.⁴⁹ Overigens zal de aanwezigheid van een van de genoemde indicatoren in de regel onvoldoende zijn om een benadelingsoogmerk te bewijzen; rechters verlangen doorgaans dat aan een aantal indicatoren is voldaan.⁵⁰

Kort gezegd heeft een beroep op de eerste aantastingsgrond van § 548 BC louter kans van slagen als de omstandigheden zeer duidelijk wijzen op een bedoeling van de schuldenaar om aan de voldoening van zijn verplichtingen te ontkomen. Omdat dergelijke omstandigheden slechts zelden (voldoende) aanwezig zijn, speelt de aantasting op grond van de objectieve criteria in de praktijk een veel belangrijker rol.

6.6 Aantasting op grond van objectieve criteria

6.6.1 Geen benadelingsoogmerk maar risicoafwenteling

Naast de mogelijkheid om overdrachten aan te tasten die zijn geschied met het oogmerk om crediteuren te benadelen, biedt de regeling in § 548(b) tevens een aantastingsmogelijkheid op objectieve gronden. Hiervoor is niet vereist dat er sprake is van een benadelingsoogmerk of zelfs de blote wetenschap van benadeling; noch aan de zijde van de schuldenaar, noch aan de zijde van de ontvanger. Aangezien de wortels van deze objectieve aantastingsmogelijkheden liggen in de *badges of fraud*,⁵¹ wordt daarnaar nog vaak verwezen onder de misleidende noemer ‘*constructive fraud*’. Aan deze aantastingsgronden ligt echter al lang niet meer de gedachte ten grondslag dat zij duiden op een benadelingsoogmerk.

Markell merkt op: “*This label is, in some sense, the ultimate misnomer in commercial law, inasmuch as this type of fraudulent transfer needs neither be fraudulent nor a transfer. [...] [C]onstructively fraudulent transfers seem to be avoidance actions of a different nature entirely. Divorced from the mental states of the parties, these types of fraudulent transfers are limitations on all transactions, regardless of what they were trying to accomplish.*”⁵²

49 *Hadar Leasing Int'l Co. v. D.H. Overmyer Telecasting Co. (In re D.H. Overmyer Telecasting Co.)*, 23 B.R. 823 (Bankr. N.D. Ohio 1982), *aff'd*, 53 B.R. 963 (N.D. Ohio 1984), *aff'd*, 787 F.2d 589 (6th Cir. 1986).

50 *Max Sugarman Funeral Home, Inc. v. A.D.B. Investors*, 926 F.2d 1248 (1st Cir. 1991), p. 1254.

51 Zie par. 6.2.1 hiervoor.

52 Markell 2001, p. 321.

De gedachte die ten grondslag ligt aan de objectieve aantastingsmogelijkheid is niet dat de schuldenaar het oogmerk heeft gehad om crediteuren te benadelen, maar dat hij in een te hoge mate risico's heeft afgewenteld op zijn crediteuren.

Zaretsky overweegt: “By addressing unreasonable risks, fraudulent transfer law can be viewed as providing credit transactions and agreements with an off-the-rack term requiring the debtor to limit itself to reasonable business or financial risks. This limitation is very likely consistent with the terms that creditors and a debtor would negotiate were they sufficiently prescient and sophisticated to do so. In effect, then, fraudulent transfer law defines not only those transactions that are likely to involve fraudulent intent or that under any conceivable set of facts will injure creditors, but also those transactions that represent unreasonable risks beyond the level that creditors can be presumed to have accepted.”⁵³ (Onderstr. JB). In vergelijkbare zin overwegen Simkovic & Kaminetzky: “Fraudulent transfer law fills an important gap in U.S. regulations of corporations. Although corporate law makes limited liability widely available and inexpensive for businesses, it has relatively few mechanisms to prevent excessive and socially destructive risk taking. Although it may seem sensible to enforce minimum capital requirements before granting limited liability, such prospective minimum capital regulation is generally only applied to firms in the financial sector. For most other firms, fraudulent transfer law is the closest thing to a minimum capital requirement.”⁵⁴ (Onderstr. JB).

Zowel in de rechtspraak als in de literatuur wordt aangegeven dat de op objectieve omstandigheden gegronde aantasting van *fraudulent transfers* aansluit bij de norm van de onrechtmatige nalatigheid (*negligence*).

Ginsberg e.a. merken hierover op: “A better explanation of constructive-fraudulent-transfer law is that a creditor unable to collect its due suffers the same harm whether the debtor has given away assets intending to thwart collection or negligent of creditors’ ability to collect. In this conception, constructive fraudulent transfer is not just a means of devining fraud, but a related unintentional tort whereunder: (1) the would-be transferor in, or approaching, a precarious financial condition owes its creditors a duty to obtain reasonably equivalent value in exchange for transfers; and (2) the would-be transferor contemplating an asset-giveaway owes its creditors a duty to proceed only if it is not in, and will not end up in, a precarious financial condition. Breaching either duty, whether intentionally or negligently, harms unsecured creditors.”⁵⁵

⁵³ Zaretsky 1994, p. 1174.

⁵⁴ Simkovic & Kaminetzky 2011, p. 123-124.

⁵⁵ Ginsberg e.a. 2011, p. 83-84.

De objectieve regeling heeft kortom ten doel te voorkomen dat de crediteuren aan onredelijke risico's worden blootgesteld. Daarvan is sprake als de vennootschap na een overdracht onvoldoende financieel is uitgerust om de redelijkerwijs voorzienbare risico's het hoofd te bieden. In de volgende paragrafen zal worden gezien op welke wijze rechters de objectieve aantastingsgronden aanwenden om invulling te geven aan deze norm.

6.6.2 Reasonably equivalent value

Om een overdracht op grond van de objectieve criteria te kunnen aantasten, dient de curator ten eerste te bewijzen dat de vennootschap hiervoor geen gelijkwaardige vergoeding kreeg (*reasonably equivalent value*).⁵⁶ Deze term wordt in de *Bankruptcy Code* niet gedefinieerd.⁵⁷ Er bestaat geen absolute formule die antwoord biedt op de vraag wat een gelijkwaardige vergoeding is onder de *Bankruptcy Code* of statelijke regelingen.⁵⁸ Rechters moeten hierover op grond van de feitelijke omstandigheden beslissen. Daarbij zullen zij zich de vraag moeten stellen of de vennootschap gezien alle omstandigheden van het geval voor de overdracht een "*realizable commercial value*" ontving die redelijk gelijk was aan de "*realizable commercial value*" van hetgeen de vennootschap overdroeg. Bij deze analyse moet het perspectief van de vennootschapscrediteuren als uitgangspunt worden genomen.⁵⁹ Het gegeven dat een overdracht plaatsvond in het kader van een transactie '*at arm's length*' wordt beschouwd als een aanwijzing dat de debiteur daarvoor een gelijkwaardige vergoeding kreeg.

Als komt vast te staan dat de vennootschap voor een overdracht een gelijkwaardige vergoeding ontving, dan kan deze niet worden aangetast op grond van de objectieve criteria van § 548 (a)(1)(B) BC. Uitsluitend in het zeldzame geval dat er sprake was van een benadelingsoogmerk, is vernietiging van de overdracht op grond van het *fraudulent transfer law* dan nog mogelijk. De gedachte die hieraan ten grondslag ligt, is dat de crediteuren in beginsel niet benadeeld worden indien de debiteur een gelijkwaardige tegenprestatie heeft gekregen voor de overdracht. Een dergelijke transactie is voor hem vermogensneutraal. Dit laat overigens onverlet dat een overdracht tegen een gelijkwaardige vergoeding wel voor vernietiging in

56 De UFCA spreekt van "*fair consideration*" in plaats van "*reasonably equivalent value*". Algemeen wordt aangenomen dat beide formuleringen hetzelfde inhouden.

57 In § 548 (d)(2)(A) wordt wel het begrip '*value*' gedefinieerd: "*'value' means property, or satisfaction or securing of a present or antecedent debt of the debtor, but does not include an unperformed promise to furnish support to the debtor or to a relative of the debtor.*"

58 "[T]he formula for determining reasonably equivalent value is not a fixed mathematical formula; rather, the standard for reasonable equivalence should depend on all the facts of each case." (*Barber v. Golden Seed Co.*, 129 F.3d 382 (7th Cir. 1997), p. 387). Zie ook *Peltz v. Hatten*, 279 B.R. 710 (D. Del. 2002), p. 736.

59 "[When looking at the totality of the circumstances, courts will look at] a host of factors, including the good faith of the parties, the difference between the amount paid and the fair market value, and whether the transaction was at arm's length." (*Peltz v. Hatten*, 279 B.R. 710 (D. Del. 2002), p. 736).

aanmerking kan komen op grond *avoidable preference law*, dat aan bod zal komen in hoofdstuk 8.⁶⁰

6.6.2.1 Geen gelijkwaardige vergoeding bij vermogensonttrekkingen

Duidelijk is dat de vennootschap voor het doen van een dividenduitkering geen gelijkwaardige vergoeding ontvangt. Door de uitkering neemt het eigen vermogen van de vennootschap immers af zonder dat deze daarvoor iets terugkrijgt. Dividenduitkeringen staan daarom bloot aan de aantasting op grond van de *constructive fraud*-bepalingen indien zij plaatsvinden op het moment dat de vennootschap zich in een van de drie in § 548(a)(1)(B)(ii) BC geformuleerde vormen van financieel zwaar weer bevindt (zoals besproken in § 6.3.1). Ook de inkoop van eigen aandelen kwalificeert bijna altijd als een overdracht waarvoor de vennootschap geen gelijkwaardige vergoeding ontving.⁶¹ Het gegeven dat de door de vennootschap gekochte aandelen voor een derde wel degelijk van waarde zijn, doet niets af aan het feit dat de inkoop vanuit het perspectief van de vennootschap geen waarde heeft.⁶²

Zo overwoog een *Bankruptcy Court* in Massachusetts: “*When a corporation purchases its own stock, it receives no direct consideration in return, whether or not the stock would have value to another purchaser. Because the corporation already owns its own assets, its ownership of an interest in those assets adds nothing.*”⁶³

Slechts in uitzonderlijke gevallen waarin de inkoop onlosmakelijk verbonden was met de effectuerende van andere transacties die een direct voordeel voor de vennootschap meebrachten, hebben rechters bepaald dat de vennootschap voor de inkoop wél een gelijkwaardige vergoeding ontving.⁶⁴

60 Als bijvoorbeeld kort voor faillissement een bestaande schuld wordt voldaan, is weliswaar geen sprake van een vermindering van het vermogen van de schuldenaar (het actief en passief nemen immers in gelijke mate af) en krijgt de debiteur voor de betaling dus *reasonably equivalent value*, maar kan er wel degelijk sprake zijn van nadeel voor de crediteuren nu hierdoor voorrang wordt gegeven aan de ene crediteur boven de andere crediteuren. In het Amerikaanse recht wordt deze problematiek – anders dan in Nederland – niet benaderd vanuit het leerstuk van *fraudulent transfers*, maar vanuit de in par. 8.9.2 te bespreken *voidable preferences*.

61 Zie bijvoorbeeld *In re Roco Corp.*, 701 F.2d 978 (1st Cir. 1983), p. 982 en *Joshua Slocum, Ltd. v. Boyle (In re Joshua Slocum, Ltd.)*, 103 B.R. 610 (Bankr. E.D. Pa. 1989), p. 618, *aff’d*, 121 B.R. 442 (E.D. Pa. 1989).

62 “*When a corporation purchases its own stock, it receives no consideration in return, whether or not the stock would have value to another purchaser.*” (*In re Vадnais Lumber Supply, Inc.*, 100 Bankr. 127 (Bankr. D. Mass. 1989), p. 136).

63 *Vадnais Lumber Supply, Inc. v. Byrne (In re Vадnais Lumber Supply, Inc.)*, 100 B.R. 127 (Bankr. D. Mass. 1989), p. 136.

64 *In re Corporate Jet Aviation, Inc.*, 45 Bankr. 629 (Bankr. N.D. Ga. 1986). Zie hierover Blumberg e.a. 2010, p. 85-24.

Ook als de vennootschap een lening verstrekt aan haar aandeelhouder kan er sprake zijn van een overdracht tegen niet-gelijkwaardige vergoeding.⁶⁵ De rechters kijken naar de werkelijke waarde van de vordering die de vennootschap voor het verstrekte krediet krijgt en nemen dus niet automatisch de boekwaarde daarvan tot uitgangspunt. Als de lening pas na een lange periode hoeft te worden terugbetaald of is verstrekt tegen een rentepercentage dat lager is dan marktconform, kunnen rechters de kredietverstrekking kwalificeren als een overdracht zonder gelijkwaardige vergoeding.⁶⁶ Deze kwalificatie vindt ook plaats als de betrokkenen wisten dat op de lening nooit zou worden afgelost, bijvoorbeeld omdat de kredietnemende aandeelhouder voorzienbaar niet tot terugbetaling in staat was.⁶⁷

6.6.2.2 Gelijkwaardige vergoeding bij een LBO?

Veel van de stappen waaruit een LBO bestaat, kunnen individueel worden aangemerkt als *transfers* waarvoor de vennootschap een gelijkwaardige vergoeding krijgt. Door de LBO te consolideren tot één fictieve *transfer* resulteert echter een vermogensoverdracht waarvoor de vennootschap in beginsel géén (gelijkwaardige) vergoeding krijgt. De vennootschap heeft krediet aangetrokken en daarmee haar oude aandeelhouders betaald; vanuit dit perspectief krijgt de vennootschap *zelf* niets terug voor het aangaan van de terugbetalingsverplichting jegens de banken en de vestiging van de zekerheden. Anders geformuleerd behelst de LBO een grote dividenduitkering waarbij de aandelen in de vennootschap van hand wisselen;⁶⁸ voor de (indirecte) betaling aan haar verkopende aandeelhouders krijgt de vennootschap *zelf* geen gelijkwaardige vergoeding.

In de regel menen rechters dat de aan een LBO verbonden *indirecte* voordelen evenmin een gelijkwaardige vergoeding opleveren.⁶⁹ Slechts in uitzonderlijke gevallen is geoordeeld dat de indirecte voordelen die een LBO meebracht voor het doelwit als *reasonably equivalent value* kwalificeerden.⁷⁰ Een nieuw (en beter) bestuur, synergievoordelen en een toegenomen beschikbaarheid van krediet worden

⁶⁵ Zie Blumberg e.a. 2010, p. 85-22.

⁶⁶ “A promise to pay, of course, can constitute adequate consideration. But a promise to pay only inadequate consideration must itself be regarded as inadequate consideration. The promise in this case to pay an extraordinarily low rate of interest over an extraordinarily long term of repayment must be regarded as grossly inadequate consideration.” (In re Perry, Adams, & Lewis Sec., Inc., 30 Bankr. 845 (Bankr. W.D. Mo. 1983), p. 848).

⁶⁷ *United States v. Gleneagles Inv. Co.*, 565 F.Supp. 556 (M.D. Pa. 1983), p. 575.

⁶⁸ Crocker & Agsten 2010, p. 2.

⁶⁹ Zie bijvoorbeeld *Boyer v. Crown Stock Distribution Inc., et al.*, 587 F.3d 787 (7th Cir. 2009).

⁷⁰ *Equivalent value* werd wel aanwezig geacht in *Mellon Bank, N.A. v. Metro Communications, Inc.*, 945 F.2d 635 (3d Cir. 1991), p. 646-648 en *C-T of Virginia, Inc. v. Euroshoe Assocs. L.P.*, 762 F. Supp 675 (W.D. Va. 1991), p. 678-679.

doorgaans als onvoldoende vergoeding beschouwd voor de financiële belasting die de LBO voor het doelwit meebrengt.⁷¹

Zo overwoog het *Court of Appeals* (7th Cir. 2009) dienaangaande: “[I]f the burden of debt created by the transaction was so heavy that the corporation had no reasonable prospect of surviving [then payments to the shareholders by the purchaser are] deemed a fraudulent conveyance because in exchange for the money the shareholders received they provided no value to the corporation but merely increased its debt and by doing so pushed it over the brink.”⁷²

6.7 Aantasting vanwege insolventie

6.7.1 Balanstest

Als vaststaat dat een overdracht niet tegen een gelijkwaardige vergoeding heeft plaatsgevonden, rijst de vervolgvraag of de vennootschap ten tijde van de overdracht zich in financieel zwaar weer bevond in de zin van § 548(b).⁷³ Zo kan de curator de overdracht aantasten indien de vennootschap ten tijde van de overdracht insolvent was, of daardoor werd. De *Bankruptcy Code* definieert insolventie als de “financial condition such that the sum of such entity’s debts is greater than all of such entity’s property, at a fair valuation.”⁷⁴ Hoewel deze test door velen wordt aangemerkt als een balanstest, is de balans slechts het beginpunt bij de vaststelling van insolventie.⁷⁵ Deze vaststelling moet geschieden op basis van de werkelijke waarde van de activa en passiva van de vennootschap. De door Amerikaanse vennootschappen gehanteerde accountancystandaarden (US GAAP) schrijven echter voor dat activa moeten worden opgenomen tegen hun historische (aanschaf) waarde waarop elk jaar een bepaald bedrag dient te worden afgeschreven. Deze waarde weerspiegelt dus niet altijd zonder meer de werkelijke waarde van het actief. Uit de rechtspraak blijkt dat onder de werkelijke waarde het bedrag wordt verstaan dat verkoop van het actief binnen een redelijke termijn zou opbrengen.⁷⁶

71 *In re Structurlite Plastics Corp.*, 224 B.R. 27 (Bankr. 6th Cir. 1998) en *Moody v. Security Pac. Business Credit, Inc.*, 127 Bankr. 958 (WD Pa. 1991), *aff’d*, 1992 WL 187398 (3d Cir. 1992).

72 *Boyer v. Crown Stock Distribution Inc., et al.*, 587 F.3d 787 (7th Cir. 2009), p. 792.

73 Zie par. 6.3.1. Hierna wordt slechts ingegaan op twee van de drie in § 548(b) neergelegde vormen van financieel zwaar weer, te weten ‘insolvency’ en ‘unreasonably small capital’. De derde vorm (‘intent to incur debts beyond ability to pay’) wordt slechts zelden door curatoren en crediteuren gebruikt om overdrachten te vernietigen.

74 § 101(31)(a) BC.

75 Zie Stearn & Kandestin 2011, p. 173.

76 Zie Stearn 2007, p. 369.

6.7.2 Waardering van het actief: going concern of liquidatiewaarde?

De waardering van de activa kan *going concern* plaatsvinden of tegen liquidatiewaarde. Het verschil tussen beide kan aanzienlijk zijn. Bij waardering *going concern* mag niet simpelweg worden uitgegaan van de optelsom van de werkelijke waarde van alle losse activa; ook de door de vennootschap gecreëerde synergie door de aanwending van het actief moet daarin worden meegerekend.⁷⁷ Bij waardering tegen liquidatiewaarde wordt uitgegaan van hetgeen het actief zou opbrengen als het onmiddellijk zou moeten worden verkocht, en dus slechts een beperkte mate van marktwerking van toepassing zou zijn. Rechters bepalen overigens zelden dat waardering dient plaats te vinden tegen liquidatiewaarde. Daarvoor is vereist dat de vennootschap zich daadwerkelijk op haar sterfbed bevindt; het feit dat de vennootschap vanwege financiële problemen wordt geherstructureerd en in dat kader advies inwint van specialisten is niet voldoende.⁷⁸ Rechters stellen zichzelf vaak de vraag wat een denkbeeldige koper op het moment van de overdracht had willen betalen voor overname van de gehele onderneming (activa en schulden); als dit meer is dan nihil, dan wordt de vennootschap aangemerkt als solvent.⁷⁹

6.7.3 Voorwaardelijke en onzekere verplichtingen

Onzekere en voorwaardelijke verplichtingen van de debiteur moeten worden meegenomen bij de beoordeling of er sprake is van insolventie. Daarbij moet in de regel de omvang van een onzekere verplichting worden verminderd met de kans dat de verplichting niet hoeft te worden voldaan.⁸⁰ Er moet vanzelfsprekend uit worden gegaan van de informatie die ten tijde van de litigieuze overdracht bekend was over de onzekere verplichting.⁸¹ Met name zeer onzekere verplichtingen uit hoofde van vorderingen die nog onvoldoende vast staan (bijvoorbeeld uit onrechtmatige daad) hoeven doorgaans niet in de analyse te worden betrokken.⁸²

6.7.4 Equity Insolvency onder UFCA

Ondanks de hiervoor besproken richtlijnen bestaat nog veel onduidelijkheid over de juiste toepassing van de insolventietest. Posner heeft dienaangaande namens het

77 *In re Bellanca Aircraft Corp.*, 56 B.R. 339 (Bkrtcy.D.Minn. 1985).

78 “Before the going concern valuation is to be abandoned, the business must be wholly inoperative, defunct, or dead on its feet [...]” (*In re Art Shirt Ltd., Inc.*, 93 B.R. 333 (E.D. Pa. 1988), p. 341).

79 *Covey v. Commercial National Bank*, 960 F.2d 660.

80 Blumberg e.a. 2010, p. 85-28.

81 *Mellon Bank, N.A. v. Official Comm. of Unsecured Creditors of R.M.L., Inc. (In re R.M.L., Inc.)*, 92 F.3d 139 (3d Cir. 1996), p. 155-156.

82 “[T]he hypothetical existence of an unaccrued tort claim does not give rise to a debtor-creditor relationship. There is no existing debt.” (*Lippe v. Bairnco Corp.*, 99 Fed. Appx. 274 (2d Cir. 2004), p. 282).

Court of Appeals (7th Cir. 1990) enigszins sarcastisch overwogen: “a ‘fair valuation’, – whatever that means”.⁸³ Aan de onduidelijkheid wordt bijgedragen door het feit dat de insolventietest onder de UFCA iets anders lijkt in te houden dan onder de *Bankruptcy Code* en de UFTA. Volgens de UFCA moet de rechter vaststellen of “the present fair salable value of [the corporation’s] assets is less than the amount that will be required to pay his probable liability on his existing debts as they become absolute and matured.” Aan deze test wordt vaak gerefereerd als de *equity insolvency test*. Deze test lijkt de vraag tot uitgangspunt te nemen of de vennootschap in staat zal zijn om aan haar opeisbare verplichtingen te voldoen. Uit relevante rechtspraak blijkt dat de rechters zichtbaar worstelen met de toepassing van deze test, en in het bijzonder met de vraag hoe deze zich verhoudt tot de overige objectieve aantastingsgronden.

6.8 Aantasting vanwege een onredelijk klein vermogen

6.8.1 Verhouding vermogen en risico’s

Een overdracht tegen een niet-gelijkwaardige vergoeding kan ook worden aangetast als de vennootschap hierdoor achterblijft met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*). In het eerste voorstel van de UFCA was deze grondslag nog anders geformuleerd. Het voorstel bepaalde dat een overdracht vernietigbaar was als “the person making it is engaged or is about to engage in a hazardous business or transaction involving risks exceeding his remaining assets.” Uiteindelijk is gekozen voor de formulering dat een overdracht vernietigbaar is als de schuldenaar “was engaged in business or a transaction, or was about to engage in business or a transaction, for which any property remaining with the debtor was an *unreasonably small capital*.” Deze formulering is tevens opgenomen in de *Bankruptcy Code*. De aanvankelijk voorgestelde formulering geeft niettemin helder weer dat het gaat om de verhouding tussen het vermogen van de vennootschap en de risico’s die voortvloeien uit haar activiteiten.

Met *unreasonably small capital* wordt uitdrukkelijk niet verwezen naar het juridisch kapitaal, maar naar alle vermogensbronnen waarover de vennootschap kan beschikken. Ook de beschikbaarheid van krediet is bij de beoordeling relevant.⁸⁴ Dit is de reden waarom bij de introductie van de UFTA de term ‘*unreasonably small capital*’ is ingewisseld voor ‘*unreasonably small assets*’:

In de toelichting bij de UFTA wordt hierover opgemerkt: “The reference to ‘capital’ in the Uniform Act is ambiguous in that it may refer to net worth or to the par value of stock or to the consideration received for stock issued. The special meanings of

⁸³ *In re Taxman Clothing Co., Inc.*, 905 F.2d 166 (7th Cir. 1990), p. 168.

⁸⁴ *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1072.

‘capital’ in corporation law have no relevance in the law of fraudulent transfers. The subparagraph focuses attention on whether the amount of all the assets retained by the debtor was inadequate, i.e., unreasonably small, in light of the needs of the business or transaction in which the debtor was engaged or about to engage.”⁸⁵

Zoals uit de formulering van de bepaling blijkt, is de aantastingsgrond gereserveerd voor ondernemingen. Daaraan zou de gedachte ten grondslag liggen dat het drijven van een onderneming een impliciet signaal afgeeft aan crediteuren dat men in beginsel in staat is om aan zijn verplichtingen te voldoen. Dit zou niet – of in veel mindere mate – gelden voor natuurlijke personen.⁸⁶

In de jurisprudentie is een groot aantal definities geformuleerd van het begrip ‘onredelijk klein vermogen’. Sommige rechters stellen dat daarvan sprake is als de vennootschap technisch solvent is maar “*doomed to fail*”.⁸⁷ Andere rechters stellen dat het gaat om iets anders dan insolventie of niet in staat zijn om opeisbare verplichtingen te voldoen; van een onredelijk klein vermogen zou sprake zijn als de vennootschap “*on the road to ruin*” is.⁸⁸ Ook is door sommige rechters benadrukt dat het moet gaan om een onredelijk risico dat de vennootschap insolvent zal raken en niet vereist is dat insolventie *waarschijnlijk* is.

Een Bankruptcy Court heeft het als volgt verwoord: “*A transaction leaves a company with unreasonably small capital when it creates an unreasonable risk of insolvency, not necessarily a likelihood of insolvency. This is similar to the concept of negligence, which is conduct that creates an unreasonable risk of harm to another’s person or property.*”⁸⁹ (Onderstr. JB) Een andere rechter heeft de centrale gedachte achter het criterium als volgt weergegeven: “*to prevent an undercapitalized company from being thrust into the market place to attract unwary creditors to inevitable loss.*”⁹⁰

⁸⁵ Toelichting UFTA, p. 20.

⁸⁶ Markel heeft hierover opgemerkt: “*The historical antecedent for this requirement lies in the notion that carrying on a business is an implicit representation of an ability to pay those debts incurred in the business; no such requirement attends to individuals in their personal affairs.*” (Markel 1988, p 29).

⁸⁷ “*The [unreasonably small capital] test is aimed at transferees that leave the transferor technically solvent but doomed to fail.*” (MFS/Sun Life Trust-High Yield Series v. Van Dusen Airport Servs. Co., 910 F. Supp. 913 (S.D.N.Y. 1995), p. 944).

⁸⁸ “[U]nreasonably small capital means something more than insolvency or inability to pay debts as they come due. Being left without adequate capital would mean that the transaction in issue put [the corporation] on the road to ruin. To sustain his burden, the Trustee must show something more than a deteriorated balance sheet after the [transfer] or that [the corporation] had difficulty paying its creditors.” (In re Joy Recovery Tech. Corp., 286 B.R. 54, (Bankr. N.D.III. 2002), p. 76).

⁸⁹ In re Healthco Int’l, Inc., 208 B.R. 288 (Bankr. D. Mass. 1997), p. 302.

⁹⁰ Wells Fargo Bank v. Desert View Building Supplies, 475 F. Supp. 693 (D. Nev. 1978), p. 696, 633 F.2d 225 (9th Cir. 1980).

6.8.2 Redelijke prognoses en ruimte voor tegenvallers

6.8.2.1 Moody v. Security Pac. Business Credit (1992): redelijke prognoses

De uitspraak van het *Court of Appeals (3d Cir. 1992)* inzake *Moody v. Security Pacific* wordt in de juridische literatuur als richtinggevend aangemerkt voor de invulling en toepassing van het criterium ‘onredelijke klein vermogen’.⁹¹ De *Moody*-zaak betrof de LBO van *Jeannette Corp. (Jeanette)* door een groep investeerders. De investeerders dienden voor de overname 12.1 miljoen dollar te financieren waarvan zij 11.7 miljoen dollar bancaire aantrokken en voor rekening van *Jeanette* lieten komen, waarbij *Jeanette* ten behoeve van de bank zekerheden vestigde op haar gehele actief. Toen *Jeanette* 15 maanden na de *buyout* faillieerde, trachtte de curator de LBO ongedaan te maken op grond van de bepalingen van *fraudulent transfer law*.

In de *Moody*-zaak was de kernvraag of de LBO in strijd was met de *fraudulent transfer* bepalingen van Pennsylvania, die waren gebaseerd op de UFCA. De curator stelde dat ten gevolge van de financiële belasting die de overname had meegebracht, *Jeanette* niet in staat was haar opeisbare verplichtingen te voldoen. Aangezien er geen oogmerk tot benadeling was geweest, moest de zaak worden beoordeeld tegen het licht van de objectieve aantastingsgronden van de *fraudulent transfer*-regeling. Ten eerste moest worden vastgesteld of *Jeanette* voor de LBO een gelijkwaardige vergoeding had ontvangen.⁹² Daarvan was volgens de rechtbank geen sprake. De aan de LBO verbonden voordelen, waaronder een nieuw bestuur en de toegang tot extra financieringsmogelijkheden, werden geacht niet op te wegen tegen de grote schuld die ten gevolge van de overname op de balans van de vennootschap kwam te rusten in combinatie met de vestiging van zekerheden op alle activa.

De vervolgvraag was of *Jeanette* ten tijde van de LBO insolvent was geweest of ten gevolge daarvan insolvent was geraakt. Daarvan was geen sprake nu de “*fair salable value*” van *Jeanette*’s activa hoger was geweest dan haar schulden. De LBO was daarom niet in strijd met de balanstest. Het kwam dus aan op de vraag of *Jeanette* ten gevolge van de LBO was achtergebleven met een onredelijk klein vermogen. Daarbij stelde het *Court of Appeals (3d Cir. 1992)* voorop dat er onduidelijkheid bestond over de begrippen ‘insolventie’ en ‘onredelijk klein vermogen’ en vooral over hoe deze zich tot elkaar verhielden.⁹³ Het *Court*

91 *Moody v. Security Pac. Business Credit, Inc.*, 127 Bankr. 958 (WD Pa. 1991), 1992 WL 187398 (3d Cir. 1992).

92 Onder de UFCA aangemerkt als *fair consideration* in plaats van *reasonably equivalent value*.

93 De *Moody* uitspraak is een duidelijk voorbeeld van het diffuse begrip ‘insolventie’ onder de UFCA. De rechtbank had overwogen dat van insolventie onder de UFCA sprake is indien de “*present, fair, salable value of his assets is less than the amount that will be required to pay his probable liability on his existing debts as they become absolute and matured.*” Onder het recht van Pennsylvania →

overwoog dat van een onredelijk klein vermogen eerder sprake is dan van insolventie.

Het *District Court* oordeelde dat er geen sprake was geweest van een onredelijk klein vermogen en baseerde zich daarbij op de ten tijde van de LBO geprognosticeerde kasstromen en het gegeven dat *Jeanette* de beschikking had over een kredietfaciliteit. De curator voerde daartegen aan dat de crediteuren zich niet kunnen verhalen op een dergelijke kredietfaciliteit, zodat deze niet in de analyse had moeten worden betrokken. In hoger beroep overwoog het *Court of Appeals* (3d Cir.) dat de vraag of het vermogen van de vennootschap adequaat was zowel feitelijk als juridisch van aard was.⁹⁴ Onder verwijzing naar een vonnis van een *District Court* in California,⁹⁵ oordeelde het *Court of Appeals* dat een onredelijk klein vermogen neerkomt op een “*inability to generate sufficient profits to sustain operations*”.⁹⁶ Bij de vaststelling van een onredelijk klein vermogen draait het om de vraag wat ten tijde van de overdracht redelijkerwijs voorzienbaar was.⁹⁷ In deze analyse moet ook het krediet dat de vennootschap tot haar beschikking heeft, worden meegenomen.⁹⁸ De kern van de vraag was volgens het *Court of Appeals* of de aan de LBO ten grondslag liggende prognoses redelijk waren geweest.⁹⁹ Aangezien prognoses de eigenschap hebben te optimistisch te zijn, dient er een objectieve test plaats te vinden, geënt op de daadwerkelijke prestaties van de vennootschap. Relevante informatie hierbij is een analyse van de *cashflows*, de verkoopresultaten, winstmarges en netto winsten en verliezen. Het *Court of Appeals* benadrukte dat daarbij niet louter gekeken mag worden naar gegevens uit het

bestond deze test volgens de rechtbank uit twee componenten. Ten eerste de *bankruptcy test* die inhoudt dat de vennootschap insolvent is indien haar eigen vermogen negatief is. Daarnaast de test *in the equity sense*, waarbij de vennootschap insolvent wordt geacht indien deze niet in staat is om haar verplichtingen te voldoen indien deze opeisbaar worden. Bij de beoordeling of de vennootschap aan de laatste test voldeed diende de rechter zich te baseren op “*reasonable cash flow projections made at the time of the transaction, the target company’s historical cash flow needs, and the availability under any lines of credit*.” Vervolgens had het *District Court* geconcludeerd dat de *insolvency test in the equity sense* nagenoeg op hetzelfde neerkwam als de *unreasonably small capital test*. Het *Court of Appeals* oordeelt hierover echter: “*We believe the better view is that unreasonably small capital denotes a financial condition short of equitable insolvency*.” Het is in de praktijk vrijwel onmogelijk om de vele kleurnuances op het palet van deze redenering waar te nemen.

94 “[A]dequacy of capital presents a mixed question of law and fact.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1063).

95 *Credit Managers Ass’n of Southern California v. Federal Co.*, 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985).

96 *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1070.

97 “*We hold the test for unreasonably small capital is reasonable foreseeability*.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1073).

98 “*Moreover, the test for unreasonably small ‘capital’ should include [...] all reasonably anticipated sources of operating funds, which may include new equity infusions, cash from operations, or cash from secured or unsecured loans over the relevant time period*.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1073).

99 In *Credit Managers* was overwogen: “[T]he question the Court must decide is not whether [the] projection was correct, for clearly it was not, but whether it was reasonable and prudent when made.”

verleden. Tot op zekere hoogte moeten partijen ook de voorzienbare toekomstige problemen in ogenschouw nemen. Betrokkenen zullen daarbij acht moeten slaan op de macro-economische werkelijkheid, zoals onder meer de fluctuaties in de rente en meer algemene economische verwachtingen. Er moet een zekere marge worden genomen voor mogelijke tegenvallers.¹⁰⁰

Het *Court of Appeals* stelde vast dat in de onderhavige zaak twee uitgebreide analyses waren gemaakt van de toekomstige ontwikkelingen van de kasstromen en winsten door ter zake deskundige personen. De daaraan ten grondslag liggende aannames waren gefundeerd op interviews met de werknemers van *Jeanette* en haar prestaties in de jaren voorafgaande aan de LBO, zoals die bleken uit de financiële documentatie. Het *Court of Appeals* overwoog dat deze prognoses redelijk waren en zag zich daarin mede gesterkt door het feit dat de eerste vijf maanden na de LBO de kasstromen van *Jeanette* zich conform deze prognoses hadden ontwikkeld. Het *Court of Appeals* constateerde dat met de wijsheid van achteraf de prognoses weliswaar onjuist waren, maar dat zij ten tijde van de LBO niet onredelijk waren. Zo waren beide analyses uitgegaan van een winstmarge van 17 procent; dit was 2,5 procent meer dan de winstmarge in het jaar voorafgaande aan de LBO. Echter, tussen 1965 en 1978 was de winstmarge van *Jeanette* gemiddeld 20 procent, dus zelfs 3 procent hoger dan de door de analyses geprognosticeerde marges. Aangezien de winstmarge van *Jeanette* bovendien in het jaar voorafgaande aan de LBO een positieve ontwikkeling had doorgemaakt, werden de voorspellingen niet als onredelijk beoordeeld.

De oorzaak van het faillissement van *Jeanette* was volgens het *Court of Appeals* gelegen in andere oorzaken dan de LBO. De vennootschap was na de LBO in staat om haar crediteuren te betalen totdat er sprake was van een ingrijpende afname van de bestellingen en verkopen. Deze afname was primair toe te schrijven aan een lang aanhoudende laagconjunctuur, de toename van nationale en internationale concurrentie en fouten van het bestuur.¹⁰¹ Deze ontwikkelingen waren ten tijde van de LBO niet te voorzien. De financiële uitrusting van de vennootschap hoeft niet zodanig te zijn dat zij alle mogelijke tegenvallers kan opvangen.¹⁰² Het *Court of Appeals* sanctioneerde daarom de conclusie van het *District Court* dat in dergelijke

100 “However, reliance on historical data alone is not enough. To a degree, parties must also account for difficulties that are likely to arise, including interest rate fluctuations and general economic downturns, and otherwise incorporate some margin for error.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1074).

101 “Although prudence dictates incorporation of some margin for error, we agree with the district court that the extent of *Jeannette’s* decline in sales in 1982, resulting from increased foreign and domestic competition, was not foreseeable at the time of the leveraged buyout. Thus, we agree that ultimately *Jeannette’s* failure was caused by the decline in sales rather than a lack of capital.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1076).

102 “[T]he law does not require that companies be sufficiently well capitalized to withstand any and all setbacks to their business. The requirement is only that they not be left with ‘unreasonably small capital’ at the time of the conveyance alleged as fraudulent.” (*Credit Managers Ass’n of Southern California v. Federal Co.*, 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985), p. 178).

omstandigheden geen sprake is van een *fraudulent transfer*: “*The law, as it now stands, does not require participants in a leveraged buyout to become insurers of the company’s ultimate success.*”¹⁰³

De uitspraak inzake *Moody* is in de juridische literatuur positief ontvangen, omdat daarin het juiste onderscheid zou worden gemaakt tussen LBO’s die wel en niet aantastbaar zijn. Zo merken Cook e.a. op: “*Although the adequacy of capitalization approach adopted in Moody is factually intensive and somewhat uncertain in application, the Third Circuit’s decision attempts to identify a class of failed leveraged buyouts that should not fall within the purview of constructive fraudulent transfer remedies, namely, transactions for which financial failure is not a reasonably foreseeable result of capital structure, but rather a result of unpredictable extrinsic circumstances that may affect any business, regardless of capital structure.*”¹⁰⁴

6.8.2.2 In re O’Day Corp: onredelijke prognoses

Om het onderscheid tussen redelijke en onredelijke prognoses te illustreren, verwees het *Court of Appeals (3d Cir.)* in haar uitspraak inzake *Moody* naar een eerdere uitspraak van een *District Court* van Massachusetts inzake *O’Day Corp*, waarin de prognoses ten tijde van een LBO wél als onredelijk waren gekwalificeerd.¹⁰⁵ In deze zaak was het doelwit van de LBO twee jaar na de overname gefailleerd. Voor de LBO waren twee verschillende prognoses gemaakt: een prognose die werd aangemerkt als de meest realistische en een *worst case scenario*. Onder beide analyses zou de vennootschap in staat zijn om aan haar opeisbare verplichtingen te voldoen. De rechtbank stelde echter dat beide prognoses inconsistent waren met de prestaties van de vennootschap in het verleden. De geprognoseerde kasstroom (EBIT) in *the worst case scenario* was nog steeds hoger dan de gemiddelde kasstroom in de vijf jaren voorafgaande aan de overname.¹⁰⁶ Ook de winstmarge in het meest negatieve scenario lag nog steeds boven de gemiddelde winstmarge van de voorgaande jaren. Deze *mismatch* tussen de prognoses en historische gegevens verhiel zich volgens de rechtbank buitengewoon problematisch tot het feit dat in de maanden direct voorafgaande aan de LBO zowel de omzet als de winstmarge juist terugliepen en dat het bestuur daarvan op de hoogte was. Daarnaast was bekend dat er problemen waren met het personeel en dat de productiekosten opliepen.¹⁰⁷ De

103 *Moody v. Security Pac. Business Credit, Inc.*, 127 Bankr. 958 (WD Pa. 1991).

104 Cook e.a. 2009, p. 747.

105 *In re O’Day Corp.*, 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991).

106 *In re O’Day Corp.*, 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991), p. 405.

107 “*The reasonableness of the projections employed by Funston and Jones is impugned by evidence that clearly established that they were well aware of the decrease in gross profit margin and consequent decline in EBIT prior to the LBO closing. [...] In the face of such unequivocal financial information, Jones and Funston projected that, in a worst case scenario, O’Day would somehow match or exceed its best financial performance of the 1980’s.*”

rechtbank oordeelde in *In re O'Day Corp* daarom dat de prognoses onredelijk waren:

*"It is illusory at best to justify a "worst case" projection by comparing it with two of O'Day's finest years of the decade in terms of earnings. It does not appear to be reasonable, much less conservative, to generate projections, that, in a "worst case" scenario, employ earnings assumptions that greatly exceed the actual average experienced over the period of reference. The Court finds, therefore, that the earnings assumptions upon which Jones and Funston based their projections were unreasonable and, as a result, the projections themselves were unreasonable."*¹⁰⁸

6.8.3 Vertraagde betaling van handelscrediteuren

Een *Bankruptcy Court* in New York oordeelde in 2008 over een ingewikkelde financieringsconstructie, die in de kern neerkwam op een LBO waarbij de verworven middelen door de moedervennootschap werden aangewend om een schuld aan de bank te voldoen.¹⁰⁹ De bank trad dus niet op als financier, maar als ontvanger van de onttrokken middelen en werd in die hoedanigheid door de curator tot teruggave aangesproken. Het *Bankruptcy Court* oordeelde dat de LBO de vennootschap had achtergelaten met een onredelijk klein vermogen. Aan deze vaststelling werd volgens het *Court* in belangrijke mate bijgedragen door het gegeven dat de vennootschap direct na de LBO de betalingstermijn van haar handelscrediteuren had verlengd. Het *Bankruptcy Court* gaf te kennen zich ervan bewust te zijn dat het later betalen van crediteuren een in de praktijk vaak toegepaste strategie is om het werkkapitaal te vergroten. Een dergelijke strategie kan echter geen excuus zijn voor het feit dat de vennootschap haar opeisbare schulden te laat betaalt. In de onderhavige zaak ging het niet om een keuze, maar betaalde de vennootschap haar handelscrediteuren te laat uit pure noodzaak.

"The court realizes that in order to extend resources, many businesses will "stretch" their flow. In many instances, a CFO will establish policies designed to delay payment of payables and to accelerate collection of receivables. The commonness of this practice, however, provides no excuse for the failure to pay trade obligations as they become due. Moreover, in the present instance, this practice constituted not just a discretionary policy, but a process of necessity. From its very formation, [the company] lacked sufficient capital to pay its trade creditors as contractually agreed on a timely basis. Admittedly, the company managed to avoid bankruptcy for 29 months after

¹⁰⁸ *In re O'Day Corp.*, 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991), p. 407.

¹⁰⁹ *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008).

*closing the formation transaction. The ability to “get away” with delay of payment, however, cannot change the fact that the debtor operated at all times without sufficient capital to pay its debts as they became due.”*¹¹⁰

Het *Bankruptcy Court* overwoog daarbij dat de handelscrediteuren niet in staat zijn om zich te beschermen tegen het risico dat hun debiteur niet of te laat zal betalen. Daarom beschikt een vennootschap over een onredelijk klein vermogen als zij onvoldoende werkkapitaal tot haar beschikking heeft om de voorzienbare vorderingen van handelscrediteuren te voldoen, aldus het *Court*:

*“Capitalization is adequate only when it suffices to fulfill the reasonable and justified expectations of creditors. Equity interests assume the risk of loss and the possibility of a delayed recovery of investment. Holders of long term debt may agree to extended terms, often with the risk that unforeseen circumstances may compromise the borrower’s ability to pay. But trade creditors assume none of these risks. For this reason, a debtor lacks adequate capitalization whenever it cannot reasonably anticipate resources needed to effect the timely payment of its trade obligations.”*¹¹¹

6.8.4 Tijdsverloop tussen overdracht en faillissement

In een aantal uitspraken hebben rechters overwogen dat het tijdsverloop tussen een overdracht en het faillissement van een vennootschap als aanwijzing kan dienen dat de overdracht de vennootschap met een onredelijk klein vermogen achterliet. Zo overwoog een *District Court* van New York dat het gegeven dat de vennootschap na een LBO was doorgegaan met betaling van haar opeisbare schulden en pas twee jaar later faillieerde, een indicatie was dat zij na de LBO niet over een onredelijk klein vermogen beschikte.¹¹²

Het *Court* overwoog: “[T]he adequacy of [the company’s] working capital was demonstrated by events following the LBO: [the company] continued to meet its debt obligations through 1989, and [the accountant] determined in April of that year that [the company] was still a going concern. That the company remained viable so long after the LBO strongly suggests that its ultimate failure cannot be attributed to inadequacy of capital as of the date of the buyout. [...] [The company] did retain sufficient capital to sustain its operation for a substantial period after the LBO.”

¹¹⁰ *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008), p. 327.

¹¹¹ *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008), p. 327.

¹¹² *MFS/Sun Life Trust High Yield Series v. Van Dusen Airport Services Co.*, 910 F.Supp. 913, p. 938-944 (S.D.N.Y. 1995).

Sommige rechters hebben zelfs overwogen dat als een vennootschap na een LBO langer dan een jaar haar activiteiten heeft voortgezet, dit een belangrijke indicator is dat een verband tussen het faillissement en de LBO ontbreekt.¹¹³ Het *Court of Appeals* (7th Cir. 2009) heeft zich echter sceptisch getoond over deze redenering.¹¹⁴ In zijn uitspraak inzake *Boyer v. Crown Stock Distribution* overwoog dit federale *Court* dat een ondergekapitaliseerde vennootschap soms enige tijd kan doorsukelen voordat zij aan haar schuldenlast bezwijkt. Aan het gegeven dat de vennootschap nog geruime tijd is doorgegaan met haar activiteiten en het betalen van haar schuldeisers, kan daarom niet zonder meer de conclusie worden verbonden dat de vennootschap over een vermogen van redelijke omvang beschikte.

Het *Court of Appeals* overwoog: “*The longer the interval, the less likely that the collapse was fated at the formation of the new company, although we are skeptical of cases that can be read to suggest that ten or twelve months is a long enough interval to create a presumption that the terms of the LBO were not responsible for the company’s failure. An inadequately capitalized company may be able to stagger along for quite some time, concealing its parlous state or persuading creditors to avoid forcing it into a bankruptcy proceeding in which perhaps only the lawyers will do well.*”

6.8.5 Causaal verband overdracht en faillissement

In de voornoemde zaak die voorlag bij het *Court of Appeals* (7th Cir. 2009) wilden de aandeelhouders van *Oldco* haar activa verkopen.¹¹⁵ De beoogde koper van de activa richtte ten behoeve van de koop een marginaal gekapitaliseerde vennootschap op: *Newco*. *Newco* kocht de activa van *Oldco* en betaalde haar daarvoor ruim 3 miljoen dollar. De opbrengst van de verkoop werd door *Oldco* direct als dividend uitgekeerd aan haar aandeelhouders. Deze 3 miljoen dollar werd door *Newco* bancair gefinancierd waarbij zij aan de bank zekerheden verschaftte op alle verworven activa. Naast de contante betaling verstrekke *Newco* schuldbrieven aan *Oldco* ter waarde van bijna 3 miljoen dollar, waarvoor een tweede zekerheidsrecht op alle activa van *Newco* werd gevestigd. Vlak voor de effectuering van de gehele transactie had *Oldco* ook nog een dividend van 500.000 dollar uitgekeerd. Toen ruim drie jaar later *Newco* failleerde, trachtte de curator op grond van de *fraudulent transfer*-bepalingen de aan de aandeelhouders van *Oldco* betaalde dividenden ongedaan te maken. Na twee instanties kwam de zaak voor het *Court of Appeals* (7th Cir.), en dat liet er geen onduidelijkheid over bestaan dat ook in het geval van een activatransactie naar de materiële inhoud gekeken moet worden:

113 Zoals bijvoorbeeld *In re Joy Recovery Technology Corp.*, 286 B.R. 54 (Bankr.N.D.Ill. 2002), p. 76.

114 *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 52 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 101, 2009 WL 3837312 (7th Cir. 2009).

115 *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 52 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 101, 2009 WL 3837312 (7th Cir. 2009). Zie over deze zaak Schechter 2009.

“An LBO can take the form of an asset acquisition [...]. The purchase was nominally of the assets of [Oldco], but actually of the ownership of the company; for [Oldco] distributed the money it received in the sale forthwith to its shareholders and from then on existed only as a shell. [Newco] operated under the same name as its predecessor; and its trade creditors and other unsecured creditors were not even told about the transaction. That reticence would be normal if the stock of a corporation were sold, rather than its assets; but in a sale of its assets, the seller’s creditors would expect to be notified that they would henceforth be dealing with a different firm.”

Volgens het *Court of Appeals* was *Newco* vanaf haar oprichting uitgerust met een onredelijk klein vermogen:

“[Newco] started life almost with no assets at all, for all its physical assets were encumbered twice over, and the dividend plus [Newco’s] interest obligations drained the company of virtually all its cash. It was naked to any financial storms that might assail it.”

De aandeelhouders van *Oldco* voerden daartegen aan dat er een ruime periode van drie jaar had gelegen tussen de overname en het faillissement, en dat de oorzaak van de financiële problemen gelegen was in het beleid van het nieuwe bestuur van de vennootschap. Het *Court of Appeals* kon daardoor echter niet worden overtuigd:

“The interval was longer than in previous cases, but the defendants are unable to sketch a plausible narrative in which [Newco] could have survived indefinitely despite being cash starved as a result of the terms of the LBO that brought it into being. The fact that [the new owner] made mistakes in running the company does not weigh as strongly as the defendants think. Everyone makes mistakes. That’s one reason why businesses need adequate capital to have a good chance of surviving in the Darwinian jungle that we call the market.”

Het *Court of Appeals* gaf aan dat het vermogen van de vennootschap, om als redelijk te kwalificeren, de onderneming in staat moet stellen om tegenvallers op te vangen. Dat na de transactie voor de vennootschap nadelige fouten waren gemaakt, betekende niet noodzakelijkerwijs dat het causaal verband tussen de transactie en het faillissement ontbrak. Het *Court of Appeals* bevestigde daarom het oordeel van het *Bankruptcy Court*, dat het deel van de koopprijs dat in contanten was betaald aan *Oldco* en vervolgens was uitgekeerd aan haar aandeelhouders, een *fraudulent transfer* behelsde. Ook de schuldbrieven en het daarmee samenhangende zekerheidsrecht werden als *fraudulent* gekwalificeerd. Het *Court of Appeals* ging zelfs nog een stap verder dan de faillissementsrechtbank: ook het dividend van 500.000 dollar dat *Oldco* vlak voor de effectuering van de transactie aan haar aandeelhouders had betaald, was in de ogen van het *Court of Appeals* een *fraudulent transfer*.

“[T]he dividend represented 50 percent of [Oldco’s pre-sale] profits, which was unreasonably high given the cash needs of the business. [Oldco’s] owners drained it of cash – all unbeknownst to the corporation’s present and future unsecured creditors. These indications that the dividend was part of the fraudulent transfer rather than a normal distribution of previously earned profits – that it wasn’t an ordinary dividend but rather the withdrawal of an asset vital to the acquiring firm – were sufficient to place a burden on the defendants of producing evidence that it was a bona fide dividend, a burden they failed to carry.”

6.8.6 Elementen van een onredelijk klein vermogen

Uit het voorgaande mag genoegzaam blijken dat de vaststelling van een ‘onredelijk klein vermogen’ een zeer feitelijke exercitie is, waaraan een zekere beoordelingsvrijheid van de rechter inherent is. Niettemin is helder dat van een onredelijke klein vermogen sprake is als in een onredelijk hoge mate risico’s worden afgewenteld op de (ongesecureerde) vennootschapscrediteuren. De financiële uitrusting van de vennootschap moet voldoende zijn om de redelijkerwijs voorzienbare risico’s op te vangen en daarbij is van belang dat er ruimte wordt gelaten voor tegenvallers.¹¹⁶ De prognoses die ten tijde van een overdracht worden gemaakt, moeten redelijk en realistisch zijn in het licht van de prestaties van de vennootschap in het verleden, en moeten acht slaan op eventuele trends in die prestaties en mogelijke (ook tegenvallende) ontwikkelingen in de toekomst. In het licht van de prognoses van deze prestaties zal redelijkerwijs voorzienbaar moeten zijn dat de vennootschap haar opeisbare verplichtingen kan blijven betalen. Deze betaling kan geschieden uit de operationele kasstroom maar ook door het aantrekken van financiering. Hieruit vloeit voort dat soms ook een inschatting zal moeten worden gemaakt van de toekomstige prijs en beschikbaarheid van krediet. Daarbij moet de economische conjuncturele werkelijkheid worden onderkend, en dient ruimte te worden gelaten voor een zekere mate van economische tegenvallers, zoals een afname van de omzet en duurder krediet. Als de vennootschap (bijvoorbeeld in het kader van een LBO) gefinancierd wordt met veel vreemd vermogen, zal in de analyse rekening moeten worden gehouden met de herfinanciering van dat vreemd vermogen. Als de vennootschap een variabele rente over het krediet verschuldigd is, zal vanzelfsprekend meer ruimte moeten zijn voor rentefluctuaties dan wanneer de rente is gefixeerd of rentefluctuaties door middel van een *swap* zijn verzekerd.

¹¹⁶ Heaton 2007, p. 996.

6.9 Restitutieverplichting van aandeelhouders bij ‘vernietiging’ van een LBO

6.9.1 Ongeclausuleerde terugbetalingsplicht?

Aandeelhouders die vermogen aan een vennootschap hebben onttrokken, lopen in de VS een reëel risico dat zij op een later moment de onttrokken middelen op basis van de *fraudulent transfer* regels aan de vennootschap zullen moeten restitueren. Als een vennootschap na een vermogensonttrekking achterblijft met een onredelijk klein vermogen, kunnen bij strikte toepassing van § 550 BC alle aandeelhouders tot restitutie worden aangesproken; ook de aandeelhouders die niet op de hoogte waren (of behoorden te zijn) van het ongeoorloofde karakter van de onttrekking.

Door de rechterlijke bereidheid om de verschillende stappen van een LBO bij de toepassing van de *fraudulent transfer* regels te consolideren, lopen aandeelhouders die in het kader van een dergelijke overname hun aandelen hebben vervreemd het risico dat zij worden geconfronteerd met een terugbetalingsverplichting als de financieringsstructuur later te riskant wordt bevonden. Door de toepassing van de consolidatiedoctrine beschouwen de rechters de verkopende aandeelhouders als de directe ontvangers van het aan de doelwitvennootschap onttrokken vermogen.¹¹⁷ Aangezien in de rechtspraak tevens is komen vast te staan dat een LBO in de regel niet kan worden aangemerkt als een *transfer* tegen een gelijkwaardige vergoeding, kan de curator deze ongedaan maken als de vennootschap insolvent was ten tijde of ten gevolge van de overdracht of de vennootschap daarna achterbleef met een onredelijk klein vermogen, ongeacht de goede of kwade trouw van de verkopende aandeelhouders.

6.9.2 Wetenschap van de ontvangende aandeelhouder (toch) relevant?

Uit de jurisprudentie blijkt dat in de praktijk een deel van de rechters over deze uitkomst aarzelt en zich een ruime interpretatie van de wet permitteert om te voorkomen dat pre-LBO-aandeelhouders het door hen ontvangen vermogen moeten restitueren. Zo hebben sommige Amerikaanse rechters geoordeeld dat bij de toepassing van *fraudulent transfer law* op LBO's het primair zou gaan om het oogmerk en de wetenschap van de bij de LBO betrokken partijen. Dit gebeurde bijvoorbeeld in de zaak *Kupetz v. Wolf*, waarin het *Court of Appeals (9th Cir. 1988)* moest oordelen over de LBO van *Wolf & Vine*.¹¹⁸ De twee aandeelhouders van *Wolf & Vine* hadden hun aandelen voor 3 miljoen dollar verkocht aan een speciaal voor

¹¹⁷ Zie par. 4.3.

¹¹⁸ *Kupetz v. Wolf*, 845 F.2d 842 (9th Cir.1988), p. 848.

de acquisitie opgerichte vennootschap. Deze acquisitievennootschap had de overname gefinancierd met vreemd vermogen waarvoor zekerheden waren gevestigd op de activa van *Wolf & Vine*. Twee en een half jaar na de overname faillieerde *Wolf & Vine* en stelde de curator dat de betalingen aan de twee verkopende aandeelhouders vernietigbaar waren op grond van de *fraudulent transfer*-bepalingen, omdat de vennootschap daarna was achtergebleven met een onredelijk klein vermogen. Het *Court of Appeals* oordeelde echter dat de betalingen niet vernietigd konden worden en legde daaraan primair de overweging ten grondslag dat niet bewezen was dat de verkopende aandeelhouders het oogmerk hadden crediteuren te benadelen.¹¹⁹

Het *Court of Appeals* overwoog: “Turning to intent to defraud, there is no evidence that the selling shareholders intended to defraud the Wolf & Vine creditors. [...] Although lack of fraudulent intent does not bar a fraudulent conveyance claim under a constructive intent provision of the law, we hesitate to utilize constructive intent to frustrate the purposes intended to be served by what appears to us to be a legitimate LBO.”¹²⁰

Vervolgens stelde het *Court of Appeals* vast dat de verkopende aandeelhouders niet op de hoogte waren van het gegeven dat de overname van hun aandelen werd gefinancierd met vreemd vermogen dat ten laste van de vennootschap zou worden gebracht. Het *Court* volgde de curator niet in zijn stelling dat de verkopende aandeelhouders voorafgaande aan de LBO onvoldoende onderzoek zouden hebben gedaan naar de koper van hun aandelen en de wijze waarop de koop zou worden gefinancierd. Hen trof kortom geen verwijt.

Ook in de zaak *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein* heeft de rechter de wetenschap van de (verkopende) aandeelhouders een prominente rol laten spelen.¹²¹ Die procedure draaide om de overname van *Wieboldt Stores Inc. (Wieboldt)*. Dertig procent van de aandelen in *Wieboldt* werd (indirect) gehouden door twee controlerende aandeelhouders; haar overige aandelen waren genoteerd aan de beurs. In 1985 verkeerde *Wieboldt* in financiële problemen en ging de vennootschap op zoek naar een investeerder. Deze werd gevonden in de WSI-groep (*WSI*). *WSI* richtte ten behoeve van de overname een acquisitievennootschap op met het doel de aandelen in *Wieboldt* te verwerven. De acquisitievennootschap deed een openbaar bod op de genoteerde aandelen in *Wieboldt*, dat steun kreeg van het bestuur en de controlerende aandeelhouders van *Wieboldt*. Voor de overname moest

119 Ook het *District Court* had geoordeeld dat aantasting van de LBO niet mogelijk was, onder verwijzing naar het gebrek aan wetenschap aan de zijde van de verkopende aandeelhouders. Zie *Kupetz v. Continental Illinois Nat. Bank and Trust Co. of Chicago*, 77 B.R. 754 (C.D.Cal. 1987).

120 845 F.2d 842 (9th Cir.1988), p. 848.

121 *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B.R. 488, 500-04 (N.D.Ill.1988).

de acquisitievennootschap 38 miljoen dollar financieren. Dit bedrag werd door de acquisitievennootschap aan krediet aangetrokken, waarbij *Wieboldt* zich hoofdelijke verbond voor het krediet en daarvoor zekerheden vestigde op al haar activa. De zo verworven middelen werden door de acquisitievennootschap aangewend ter financiering van de aankooprijks van de aandelen.

Nog geen jaar na de overname kon *Wieboldt* niet langer aan haar opeisbare verplichtingen voldoen en werd de vennootschap gereorganiseerd onder *Chapter 11 BC*. *Wieboldt* sprak (als *debtor in possession*) de aandeelhouders aan die hun aandelen in het kader van de LBO hadden vervreemd. Zowel de (voormalige) controlerende aandeelhouders als de overige aandeelhouders die waren ingegaan op het openbaar bod (de externe aandeelhouders) werden in de procedure betrokken. Daarbij stelde *Wieboldt* zich op het standpunt dat de LBO kwalificeerde als een *fraudulent conveyance* in de zin van de *Bankruptcy Act* en de *Illinois fraudulent conveyance laws*.

Een *District Court* van Illinois stelde vast dat de controlerende aandeelhouders (en het bestuur) wisten dat *WSI* de financiering van de overname ten laste van *Wieboldt* zou brengen. Daarnaast wisten zij dat *Wieboldt* insolvent was voorafgaande aan de LBO en dat de LBO een negatief effect zou hebben op de vermogenspositie van *Wieboldt*. De controlerende aandeelhouders konden daarom tot restitutie worden aangesproken.¹²² Het *District Court* maakte ten aanzien van de externe aandeelhouders echter een pas op de plaats. *Wieboldt* had niet gesteld dat ook de grote groep externe aandeelhouders die was ingegaan op het openbaar bod, wetenschap had gehad van de manier waarop de overname gefinancierd zou worden. De externe aandeelhouders wisten louter dat *WSI* een bod had gedaan op hun aandelen. Ten aanzien van deze groep aandeelhouders werd de transactie daarom niet ‘geconsolideerd’; de externe aandeelhouders waren volgens het *Court* niet gehouden tot restitutie van de door hen ontvangen middelen:

“While Wieboldt directs specific allegations of fraud against the controlling and insider shareholders [...]. Wieboldt does not allege that the [external] shareholders were aware that WSI’s acquisition encumbered virtually all of Wieboldt’s assets. Nor is there an allegation that these shareholders were aware that the consideration they received for their tendered shares was Wieboldt property. In fact, the complaint does not suggest that the [external] shareholders had any part in the LBO except as

122 Het *District Court* diende te oordelen over de “*motion to dismiss the complaint*” ingesteld door de (verkopende) aandeelhouders “*on the grounds that Wieboldt has failed to state a claim under either the federal or the state fraudulent conveyance laws*” (zie § 12(b)(6) Federal Rules of Procedure). De rechter velde daarom geen eindoordeel over de eventuele aansprakelijkheid van de betrokkenen, maar toetste kort gezegd op basis van de processtukken en de daarin vervatte feitelijke stellingen of de zaak in deze preliminaire fase kon worden afgedaan, omdat *Wieboldt* geen vordering zou hebben.

*innocent pawns in the scheme. They were aware only that WSI made a public tender offer for shares of Wieboldt stock. Viewing the transactions from the perspective of the [outside] shareholders and considering their knowledge and intent, therefore, the asset transfers to the LBO lenders were indeed independent of the tender offer to the [external] shareholders.”*¹²³

Achter de uitspraken inzake *Kupetz* en *Wieboldt* lijkt dezelfde gedachte schuil te gaan: pre-LBO-aandeelhouders die niet op de hoogte waren van het oneigenlijke karakter van de LBO, dienen niet tot restitutie te kunnen worden aangesproken. Hoewel het door de rechters gehanteerde wetenschapsvereiste begrijpelijk is, staat dit op gespannen voet met de heldere bewoordingen van de objectieve *fraudulent transfer* bepalingen.¹²⁴ Daaruit blijkt immers duidelijk dat de wetenschap van de ontvanger/aandeelhouder niet relevant is.

6.9.3 De veilige haven van § 546(e) BC

Naast het door sommige rechters gehanteerde wetenschapsvereiste, worden aandeelhouders tevens beschermd door de toegenomen bereidheid van rechters om de betalingen aan aandeelhouders in het kader van een LBO onder de beschermende werking van § 546(e) BC te brengen.¹²⁵ Dit artikel bepaalt kort gezegd dat de curator geen betalingen mag vernietigen die kwalificeren als *settlement payment* en die zijn verricht door een financiële instelling.¹²⁶ Deze regeling heeft ten doel de stabiliteit en integriteit van de financiële markten te waarborgen.¹²⁷

In de *Kaiser Steel*-zaak moest het *Court of Appeals (10th Cir. 1990)* beoordelen of § 546(e) BC van toepassing was op de betalingen die in het kader van een LBO waren verricht aan de pre-LBO aandeelhouders voor hun aandelen.¹²⁸ Het betrof in

¹²³ *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B.R. 488, 500-04 (N.D.Ill.1988), p. 503.

¹²⁴ Zie hierover Cook, Axelrod & Frankel 1992.

¹²⁵ Zie hierover uitgebreid en zeer kritisch Parikh 2012.

¹²⁶ § 546(e) BC bepaalt: “Notwithstanding sections 544, 545, 547, 548(a)(1)(B), and 548(b) of this title, the trustee may not avoid a transfer that is a margin payment, as defined in section 101, 741, or 761 of this title, or settlement payment, as defined in section 101 or 741 of this title, made by or to (or for the benefit of) a commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, financial participant, or securities clearing agency, or that is a transfer made by or to (or for the benefit of) a commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, financial participant, or securities clearing agency, in connection with a securities contract, as defined in section 741(7), commodity contract, as defined in section 761(4), or forward contract, that is made before the commencement of the case, except under section 548(a)(1)(A) of this title.”

¹²⁷ “[The purpose is] to minimize the displacement caused in the commodities and securities markets in the event of a major bankruptcy affecting those industries.” (H.R. Rep. 97-420, at 2 (1982), as reprinted in 1982 U.S.C.C.A.N. 583, 583). “This broad protection was designed to ensure settlement finality, and therefore market stability.” (*Enron Creditors Recovery*, 422 B.R. 423).

¹²⁸ *Kaiser Steel Corp. v. Charles Schwab & Co., Inc.*, 913 F.2d 846, 848 (10th Cir.1990).

casu de overname van een beursgenoteerde vennootschap, waarbij de koper een openbaar bod op de aandelen van het doelwit had gedaan. Het *Court of Appeals* kwam op basis van de tekst van § 546(e) BC en haar wetsgeschiedenis tot de conclusie dat de definitie van ‘*settlement payment*’ zeer ruim moest worden geïnterpreteerd, zodat een betaling die in het kader van een LBO plaatsvond onder die definitie viel. Omdat de betalingen daarnaast waren verricht door een financiële (*clearance*)instelling, beschikte de curator niet over de mogelijkheid om de betalingen ongedaan te maken, aldus het *Court of Appeals*. Deze redenering is sindsdien door een aanzienlijk aantal rechters gevolgd in het geval van LBO’s van beursgenoteerde ondernemingen.

Uit recentere jurisprudentie blijkt dat de veilige haven van § 546(e) BC ook bescherming kan bieden aan de pre-LBO-aandeelhouders van een niet-beursgenoteerde vennootschap. Een aantal rechters heeft de bepaling van toepassing verklaard op LBO’s van *closely-held corporations*.¹²⁹ Daarbij valt op dat sommige rechters buitengewoon soepel omgaan met het vereiste dat de betaling moet zijn verricht door een financiële instelling: de enkele betrokkenheid van een bank bij de overmaking van de onttrokken gelden is bijvoorbeeld voor het *Court of Appeals* (3d Cir. 2009) voldoende om de betalingen onder de beschermende werking van § 546(e) BC te brengen.¹³⁰

Hoewel niet alle rechters de ruime toepassing van § 546(e) BC onderschrijven,¹³¹ is deze ontwikkeling in de juridische literatuur niet onopgemerkt gebleven. In de vakliteratuur wordt inmiddels geadviseerd om alle LBO-betalingen via een financiële instelling te laten lopen, om zo bij voorbaat de curator in een eventueel later faillissement de pas af te snijden.¹³² Andere auteurs zijn echter kritisch; zij stellen dat door deze benaderingswijze *de facto* alle LBO’s onaantastbaar zijn geworden, en dat dit roekeloos leengedrag in de hand werkt.¹³³ Het lijkt deze auteurs onwaarschijnlijk dat de wetgever met de introductie van § 546(e) BC de bedoeling heeft gehad om bescherming te bieden aan aandeelhouders die vermogen

129 “Nothing in the relevant statutory language suggests Congress intended to exclude these payments from the statutory definition of ‘settlement payment’ simply because the stock at issue was privately held.” (*QSI Holdings, Inc. v. Alford* (In re *QSI Holdings*), 571 F.3d 545 (6th Cir. 2009)). In dezelfde zin: *Contemporary Indus. Corp.*, 564 F.3d 981 (8th Cir. 2009).

130 *In re Plassein Int’l Corp.* (In re *Plassein*), 590 F.3d 252 (3d Cir. 2009).

131 “Transactions that do not involve a financial intermediary do not implicate the kinds of concerns about the stability and integrity of the securities markets that section 546(e) was enacted to protect.” Zie bijvoorbeeld *Enron Creditors Recovery*, 422 B.R. 423 (S.D. N.Y. 2009) en *In re Mervyn’s Holdings, LLC*, 426 B.R. 488 (Bankr. D. Del. 2010).

132 Zo overweegt Hesse: “The main lesson to be learned [...] is that proceeds from an LBO should be “funneled” through a financial institution as a “settlement payment” to increase the possibility the payments will be shielded from fraudulent transfer scrutiny.” (Hesse 2007, p. 22).

133 Fox 2010.

onttrekken aan een insolvente vennootschap, of deze opzadelen met te veel schulden. Een aantal van hen bepleit daarom aanpassing van § 546(e) BC teneinde haar toepasselijkheid op LBO-betalingen uit te sluiten.¹³⁴

Zo overwegen Utlik en Carrel in 2010: “*From a policy point view, the outcomes of the recent decisions may not make sense. After all, there is no policy reason why Congress would have wanted to permit a shareholder of an insolvent company to extract from the company funds for themselves while saddling the company with debt through an LBO that directly results in the company filing for bankruptcy relief and leaving creditors of the company unpaid. Similarly, it would be strange that a shareholder can obtain the benefits of the Safe Harbor simply by structuring the payments through a financial intermediary instead of an attorney.*”¹³⁵

6.10 Conclusie

In de Verenigde Staten speelt *fraudulent transfer law* een wezenlijke rol bij de *ex post* bescherming van crediteuren. Als aandeelhouders in strijd met deze faillissementsrechtelijke bepalingen vermogen onttrekken aan de vennootschap, kunnen zij door de crediteuren, curator of een *debtor in possession* worden aangesproken tot restitutie van het teveel onttrokken vermogen. Aangezien een vennootschap voor een (formele of materiële) uitkering aan aandeelhouders in de regel geen gelijkwaardige vergoeding krijgt, kan de uitkering worden aangetast als de vennootschap daarna insolvent is of over een onredelijk klein vermogen beschikt. Hierbij is niet vereist dat de aandeelhouder wetenschap had van het ongeoorloofde karakter van de uitkering.

Uit de in § 548 BC vervatte regeling vloeit voort dat aandeelhouders niet in een onredelijke mate risico's mogen afwentelen op de vennootschap en haar (ongesecureerde) crediteuren. Hiervan is sprake als de vermogenspositie van de vennootschap na een uitkering zodanig is dat de onderneming over onvoldoende financiële weerstand beschikt om de redelijkerwijs voorzienbare risico's het hoofd te bieden. Aan een vermogensonttrekking dienen redelijke prognoses ten grondslag te liggen die ruimte bieden voor (micro- en macro-economische) tegenvallers.

Fraudulent transfer law heeft zich in het bijzonder ontwikkeld tot een belangrijk wapen voor curatoren en crediteuren die opkomen tegen complexe transacties, zoals LBO's. Amerikaanse rechters zijn bereid om de verschillende stappen waaruit een LBO bestaat voor de toepassing van de *fraudulent transfer*-bepalingen te consolideren tot één fictieve vermogensoverdracht van de vennootschap aan de aandeelhouders die in het kader van de LBO hun aandelen vervreemden. Hierdoor lopen de verkopende aandeelhouders – ook als zij te goeder trouw hun aandelen van de hand hebben gedaan – het risico dat zij tot terugbetaling van de door hen ontvangen

¹³⁴ Parikh 2012.

¹³⁵ Utlik & Carrol 2010, par. IV. Vgl. Walker & Dean 2009, p. 71-73.

koopprijs worden aangesproken, indien de rechter oordeelt dat de financiering van de vennootschap na de LBO te risicovol was. Een aanzienlijk aantal Amerikaanse rechters aarzelt over dit gevolg van de ‘consolidatie-doctrine’ en probeert met een creatieve interpretatie van de wet daaraan te ontkomen. Sommige rechters overwegen daartoe dat de LBO niet kan worden vernietigd als de verkopende aandeelhouders geen benadelingsoogmerk of wetenschap van de riskante financieringsconstructie hadden. Andere rechters hebben geoordeeld dat betalingen in het kader van een LBO niet kunnen worden aangetast, omdat deze moeten worden aangemerkt als *settlement payments*.

HOOFDSTUK 7

FINANCIERING & PIERCING THE CORPORATE VEIL

7.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de vraag centraal onder welke omstandigheden aandeelhouders in de VS persoonlijk aansprakelijk kunnen zijn vanwege hun betrokkenheid bij de financiering van de vennootschap. Na een algemene introductie van het leerstuk ‘*piercing the corporate veil*’, wordt besproken welke rol daarin is toebedeeld aan het diffuse begrip ‘onderkapitalisatie’. Aansluitend wordt gezien of daarbij het onderscheid tussen contractuele schuldeisers en onvrijwillige crediteuren, zoals dat wordt aangelegd in de rechtseconomische doctrine,¹ ook door de Amerikaanse rechters wordt gemaakt. Daarna wordt ingegaan op de opkomst van het alternatief voor *veil piercing* in concernverhoudingen, te weten ‘*enterprise liability*’. Tot slot komt de betekenis van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders aan bod.

7.2 Piercing the corporate veil

7.2.1 Uitzondering op de beperkte aansprakelijkheid

Aan het leerstuk ‘doorbraak van aansprakelijkheid’ wordt in de Verenigde Staten veel aandacht besteed, zowel in de literatuur als in de jurisprudentie. Het doorbraakleerstuk is een in de rechtspraak ontwikkelde uitzondering op het uitgangspunt dat aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de schulden van de vennootschap,² op grond van beginselen van billijkheid (*equity*).³ De doorbraak dient als correctie in

1 Zie par. 3.4 en 3.5.

2 Zo bepaalt de RMBCA: “[A] shareholder of a corporation is not personally liable for the acts or debts of the corporation except that he may become personally liable by reason of liable for his own acts or conduct.” Alle statelijke wetgevingen bevatten een vergelijkbare bepaling.

3 Hierna zal louter worden ingegaan op doorbraak van aansprakelijkheid bij de kapitaalvennootschap (*corporation*). Zoals aangegeven in hoofdstuk 4, kent het Amerikaanse recht ook andere rechtsvormen met beperkte aansprakelijkheid, waarvan met name de *Limited Liability Company* (LLC) erg populair is. Algemeen wordt aangenomen dat het doorbraakleerstuk daarvoor ook geldt en geen andere inhoud heeft. Zie *Westmeyer v. Flynn*, 889 N.E.2d 671 (III.App.Ct. 2008): “We conclude that under Delaware law, the doctrine of piercing the corporate veil applies to a limited liability company. Just as with a corporation, the members of an LLC are not generally liable for the →

die gevallen waarin handhaving van de beperkte aansprakelijkheid zou resulteren in een ‘*injustice*’.⁴ Op basis van de toen beschikbare jurisprudentie vatte een auteur in 1912 de kern van het leerstuk als volgt samen:

*“When the conception of corporate entity is employed to defraud creditors, to evade an existing obligation, to circumvent a statute, to achieve or perpetuate monopoly, or to protect knavery or crime, the courts will draw aside the web of entity, will regard the corporate company as an association of live, up-and-doing, men and women shareholders, and will do justice between real persons.”*⁵

Het debat over de vraag of, en zo ja in welke gevallen aandeelhouders aansprakelijk dienen te zijn voor de schulden van de vennootschap, wordt tot op de dag van vandaag gevoerd. Aangezien het doorbraak-leerstuk een uitzondering behelst op de notie dat de aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de schulden van de vennootschap, worden de standpunten van de verschillende auteurs in hoge mate ingegeven door hun beoordeling van de wenselijkheid van dat uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid. Kort gezegd bestaan in de Amerikaanse literatuur hierover twee noties. De eerste houdt in dat beperkte aansprakelijkheid een voorrecht is dat de wetgever aan burgers doet toekomen met het doel het publieke belang te bevorderen. Indien dit voorrecht wordt misbruikt of niet langer het publieke belang dient, bestaat daarom grond om het voorrecht vanwege een doorbraak van aansprakelijkheid terug te nemen. In de tweede notie, die uitgebreid is besproken in hoofdstuk 3, wordt de vennootschap economisch gezien als een contract tussen de bij haar betrokken personen en is de beperkte aansprakelijkheid niets anders dan een onderdeel van die ‘standaardovereenkomst’. De rechter dient daarom alleen in te grijpen indien er bij de totstandkoming van dat ‘contract’ iets is misgegaan. Beide noties zijn terug te vinden in de rechtspraak.

7.2.2 Onvoorspelbare toepassing

Hoewel in de literatuur geen consensus bestaat over de wenselijkheid van *veil piercing*, is men het er wel over eens dat de manier waarop het leerstuk in de

obligations of the LLC. However, under Delaware law, just as with a corporation, the corporate veil of an LLC may be pierced, where appropriate.” Bainbridge 2005 pleit tegen de toepassing van het leerstuk op de LLC, waarbij opmerking verdient dat Bainbridge een afschaffing van het gehele leerstuk voorstaat; dus ook voor kapitaalvennootschappen (zie Bainbridge 2001).

- 4 “‘*Piercing the corporate veil*’ refers to the judicially imposed exception to [the non-liability] principle by which courts disregard the separateness of the corporation and hold a shareholder responsible for the corporation’s action as if it were the shareholder’s own.” (Thompson 1991, p. 1036). “*The doctrine of piercing the corporate veil is equitable in nature.*” (Fletcher 2010, § 41.25). “*The doctrines [...] are the “safety valves” of an American corporate jurisprudence that still rests on a foundation of entity law.*” (Blumberg 2010, p. 10-5).
- 5 Wormser 1912, p. 517.

rechtspraak wordt toegepast, buitengewoon onvoorspelbaar is. De doctrine zou zo willekeurig zijn als een blikseminslag,⁶ de kwalificaties vreemd,⁷ vaag⁸ en chaotisch⁹ verdienen en vanwege al deze eigenschappen buitengewoon problematisch zijn voor ondernemers die hun risico's trachten te beoordelen.¹⁰ Een artikel uit 2010 geeft aan dat er inmiddels honderden bijdragen zijn verschenen waarin het leerstuk en de toepassing daarvan worden geanalyseerd.¹¹

Bainbridge overweegt dienaangaande: “*Those who like tidy doctrines that admit of easy application will not care for veil piercing law. Judicial opinions in this area tend to open with vague generalities and close with conclusory statements with little or no concrete analysis in between. There simply are no bright-line rules for deciding when courts will pierce the corporate veil.*”¹²

Vanwege deze onvoorspelbaarheid treft men in de juridische literatuur twee typen verhandelingen over het leerstuk aan. De ene soort artikelen geeft een betoog hoe het leerstuk volgens de auteur inhoud zou moeten krijgen. Dit soort artikelen is dus vooral normatief van aard en biedt geen zicht op de *law in action*. De andere soort artikelen tracht door een empirische analyse van een grote hoeveelheid uitspraken inzicht te bieden in welke factoren en omstandigheden vaker of juist minder vaak tot doorbraak leiden. Alleen al in 2010 verschenen drie van dergelijke studies, waarvan de bevindingen overigens op sommige punten tegenstrijdig zijn.¹³

7.2.3 Een leerstuk van primair statelijk recht

Dat *veil piercing* een leerstuk betreft van primair statelijk en niet federaal recht,¹⁴ draagt bij aan het inconsistente karakter van de Amerikaanse jurisprudentie ter zake. Het recht van de staat waarin de vennootschap is opgericht, is van toepassing. In verschillende staten worden verschillende *piercing*-doctrines gehanteerd. Het is mogelijk dat een bepaald feitencomplex in staat A niet tot *piercing* leidt, terwijl dezelfde feiten in staat B daarvoor wel genoeg aanleiding geven. Het spreekt voor zich dat het hierdoor niet eenvoudig is om een rode draad waar te nemen in de

6 “*Like lightning, it is rare, severe, and unprincipled.*” (Easterbrook & Fischel 1985, p. 89).

7 Easterbrook & Fischel 1985, p. 89.

8 Tung 2000, p. 568.

9 Morrissey 2007, p. 542.

10 Miller 1998, p. 94.

11 Boyd & Hoffman 2010.

12 Bainbridge 2001, p. 513.

13 Boyd & Hoffman 2010, Oh 2010 en McPherson & Raja 2010.

14 Inmiddels bestaat er ook een federale *veil piercing* doctrine die wordt toegepast door federale rechters in zaken waarin federale regels centraal staan. De federale doctrine lijkt soepeler dan de statelijke doctrines, in die zin dat *veil piercing* daarin sneller mogelijk lijkt te zijn. Zie hierover Presser 2010, § 3:1 e.v. en *U.S. v. Bestfoods*, 524 U.S. 51, 118 S. Ct. 1876, 141 L. Ed. 2d 43, 157 A.L.R. Fed. 735 (1998).

Amerikaanse jurisprudentie. In het hiernavolgende zal daarom zoveel mogelijk worden geabstraheerd van de bijzonderheden in de statelijke doctrines teneinde inzichtelijk te maken welke argumenten in het algemeen achter (de toepassing van) het leerstuk schuil (lijken te) gaan. Daarbij zal in het bijzonder aandacht worden besteed aan de rol die onderkapitalisatie en vermogensonttrekkingen spelen in de Amerikaanse doorbraak-jurisprudentie.

7.3 Metaforen en waslijsten

7.3.1 De populariteit van de metafoor

De onvoorspelbaarheid van het doorbraak-leerstuk vloeit onder meer voort uit het feit dat de Amerikaanse rechters zich nogal eens plegen te bedienen van een grote hoeveelheid metaforen.¹⁵ Dit biedt weinig zicht op de werkelijke afwegingen en beginselen die aan de uitspraken ten grondslag liggen.

Blumberg merkt hierover op: “[T]he rules developed by the courts have confused rather than clarified the problem. They represent no more than a blurred response to the underlying fact pattern of cases. Instead of developing a more precise and helpful system of analysis, [...] the courts frequently seize on some familiar judicial rhetorical peroration in prominent “classic piercing” litigation in the jurisdiction to provide the rationale for their decisions.”¹⁶

In de doorbraak-rechtspraak wordt de vennootschap niet zelden aangemerkt als een ‘agent’, ‘shell’, ‘instrumentality’, ‘alter ego’ of ‘dummy’. Deze metaforen zien allemaal op de verhouding tussen de aandeelhouder en de vennootschap. Daarmee wordt tot uitdrukking gebracht dat de vennootschap niet als zelfstandige (van de aandeelhouder losstaande) entiteit kan worden aangemerkt, omdat de aandeelhouder daarover een bijzonder hoge mate van controle heeft uitgeoefend. In de woorden van het *Supreme Court of Connecticut* heeft de vennootschap in een dergelijk geval “no separate mind, will or existence of its own and is but a business conduit for its principal”.¹⁷ Uit de rechtspraak blijkt dat een aandeelhouder doorgaans in een hoge mate controle over de vennootschap moet hebben uitgeoefend voordat de rechter bereid is tot doorbraak over te gaan. Indien een aandeelhouder op basis van het door hem gehouden kapitaal een meerderheidspositie heeft, is nog niet automatisch sprake van de vereiste mate van controle. De aandeelhouder moet de vennootschap

15 “[T]he classic “piercing” doctrines may be precisely stated, but they are fact-specific and very difficult to apply. Further, their application has all too often been shrouded in metaphor.” (Blumberg 2010 p. 10-6). “There is no precise formula for when a court should pierce the corporate veil.” (Fletcher 41.30).

16 Blumberg p. 10-7.

17 *Zaist v. Olson*, 227 A.2d 552 (Conn. 1967), p. 573.

volledig domineren. Indien de aandeelhouder tevens bestuurder van de vennootschap is, zal hier eerder sprake van zijn.

Zodra vaststaat dat een aandeelhouder de vennootschap domineert, is aan het eerste vereiste van de tweeledige doorbraak-test voldaan. De vervolgvraag is dan of het gedrag van de aandeelhouder kwalificeert als *unjust, fraudulent* of *wrongful*.¹⁸ Met name dit tweede deel van de doorbraak-test leidt tot veel onduidelijkheid. In de rechtspraak bestaat geen consensus over de mate waarin een aandeelhouder zich ‘onredelijk’ dient te gedragen, alvorens *veil piercing* gerechtvaardigd is.

7.3.2 De ongewogen waslijst

Naast het gebruik van metaforen, is de ‘ongewogen waslijst’ een populair retorisch middel in de doorbraak uitspraken. Rechters geven in de regel een lange lijst van omstandigheden die hebben bijgedragen aan hun oordeel dat in de gegeven casus doorbraak gerechtvaardigd is. Deze factoren zijn doorgaans in hoge mate toegesneden op de specifieke omstandigheden van de voorliggende casus, zonder dat wordt aangegeven welk gewicht aan de verschillende omstandigheden is toegekend.¹⁹ Veel voorkomende overwegingen zijn:

- het niet in acht nemen van de vormvoorschriften die verbonden zijn aan de rechtspersoonlijkheid (“*failure to follow formalities*”);
- het niet gescheiden houden van de boekhouding van de vennootschap en haar aandeelhouders (“*failure to provide separate books and records*”);
- het niet regelmatig houden van aandeelhoudersvergaderingen (“*failure to hold regular shareholder meetings*”);
- ernstige onderkapitalisatie van de vennootschap (“*gross undercapitalization*”);
- het uitblijven van dividenduitkeringen aan de aandeelhouders;
- vermogensonttrekkingen door aandeelhouders (“*asset stripping*” of “*siphoning of corporate funds*”);
- en misleiding van crediteuren.

Niet alleen is onduidelijk hoeveel gewicht aan de verschillende omstandigheden dient te worden toegedicht of hoeveel omstandigheden voor doorbraak aanwezig dienen te zijn, tevens is niet helder of de omstandigheden dienen te worden begrepen als aanwijzingen dat aan het eerste vereiste voor doorbraak is voldaan (door de dominante aandeelhouder kan de vennootschap niet gelden als een

18 “Many courts cite a variation of a test developed by Frederick Powell in a 1931 treatise focusing on: (1) complete control and domination by the shareholder and (2) conduct that was unjust fraudulent or wrongful.” (O’Neal & Thompson 2010, § 8.18).

19 “The propriety of piercing the corporate veil is highly dependent on the equities of the situation, and the inquiry tends to be intensively fact-driven.” (Servo Kinetics v. Tokyo Precision Instruments, 475 F.3d 783 (6th Circ. 2007), p. 798).

zelfstandige entiteit) of als indicatoren dat aan de tweede test is voldaan (*unjust, fraudulent or wrongful behavior*).

Millon spreekt treffend van een “*unweighted laundry list*”. “*When one attempts to rationalize the piercing cases according to some other set of values, one encounters a dismal morass of repetitive rhetoric masking conclusory evaluation.*”²⁰ Justice Easterbrook wijst namens het *Court of Appeals* (7th Circ.) terecht op de problemen van deze aanpak: “*Such an approach, requiring courts to balance many imponderables, all important but none dispositive and frequently lacking in a common metric to boot, is quite difficult to apply because it avoids formulating a real rule of decision. This keeps people in the dark about the legal consequences of their acts.*”²¹ Justice Posner heeft namens het *Court of Appeals* (7th Circ.) overwogen dat iedere “*multi-factor test [...] invites the making of arbitrary decisions based on uncanalized discretion or unprincipled rules of thumb.*”²²

7.3.3 DeWitt Truck Brokers: voorbeeld van metafoor en waslijst

Een sprekend voorbeeld van de doorbraak-jurisprudentie die zich baseert op metaforen en waslijsten, betreft de uitspraak van het *Court of Appeals* (4th Cir.) inzake *DeWitt Truck Brokers*.²³ Deze zaak draaide om een vennootschap die een aantal fruittelers had opgericht om hun producten te verkopen. Een onbetaald gebleven crediteur van de vennootschap sprak met succes de meerderheidsaandeelhouder en bestuurder aan. Het *Court of Appeals* gaf de volgende waslijst van omstandigheden die bijdroegen aan haar oordeel dat doorbraak gerechtvaardigd was: (1) er was gehandeld in strijd met vormvoorschriften, (2) er was geen dividend uitgekeerd, (3) de vennootschap was insolvent op het moment dat de vordering ontstond, (4) er was vermogen aan de vennootschap onttrokken door de meerderheidsaandeelhouder (*siphoning*), (5) de vennootschap beschikte de facto niet over bestuurders, (6) notulen ontbraken en (7) de vennootschap was “*a facade for the dominant shareholder*”.

Deze lijst is verre van behulpzaam.²⁴ Zo rijst de vraag of het handelen in strijd met een vormvoorschrift (factor 1) wel een doorbraak van aansprakelijkheid tot gevolg zou moeten hebben. In de Amerikaanse juridische literatuur is veel kritiek geuit op deze gedachtegang.²⁵ Ten eerste zou de sanctie – aansprakelijkheid voor alle schulden van de vennootschap – in geen verhouding staan tot de normschending. Wat maakt het voor de crediteuren uit of de vennootschap conform alle vormvereisten gehandeld heeft? Hierin is het door de crediteur geleden nadeel

20 Millon 2007, p. 17.

21 *Secon Service Sys., Inc. v. St. Joseph Bank & Trust Co.*, 855 F.2d 406 (7th Cir. 1988), p. 414.

22 *Exacto Spring Corp. v. Comm'r*, 196 F.3d 833 (7th Cir. 1999) p. 835.

23 *Dewitt Truck Brokers, Inc. v. W. Ray Flemming Fruit Co.*, 540 F.2d 681 (4th Cir. 1976).

24 Aldus ook Hamilton & Freer 2010, p. 212-213.

25 Bainbridge 2002.

immers niet gelegen.²⁶ Overigens vallen de factoren 5 en 6 onder factor 1: zij zijn voorbeelden van de schending van vormvoorschriften.

Gelb overweegt dienaangaande: *“It is hard to see how creditors or the public are harmed if the only three shareholders who are also the only three directors of a closely held corporation sit in a common office area, talk over their problems and make decisions without formal meetings or passing resolutions. If there is no harm to creditors or to the public stemming from such informal conduct, why should shareholders be punished by such a drastic remedy as veil piercing?”*²⁷

Vrijwel onbegrijpelijk is de overweging van het *Court* dat het gegeven dat de vennootschap geen dividenduitkeringen heeft gedaan (factor 2), bijdraagt aan het oordeel dat doorbraak gerechtvaardigd is. Dit bevestigt volgens het *Court of Appeals* klaarblijkelijk dat de vennootschap een niet van de aandeelhouders losstaande entiteit is. Vanuit het perspectief van de crediteuren is het uitblijven van dividenden niettemin louter goed nieuws. Daardoor resteert juist meer eigen vermogen waarop zij zich kunnen verhalen. Er is geen zinnige reden denkbaar om aan het niet betalen van dividenden een aansprakelijkheid jegens crediteuren te verbinden. De overweging is dan ook direct tegenstrijdig met factor 4, waarin de aandeelhouder juist verweten wordt vermogen aan de vennootschap te hebben onttrokken.

De overweging dat de vennootschap insolvent is (factor 3), kan worden aangemerkt als een redelijke doodoener. Indien de vennootschap over voldoende vermogen zou beschikken om aan haar verplichtingen te voldoen, dan zou de doorbraakvraag in het geheel niet spelen. Het feit dat de vennootschap een façade van de dominante aandeelhouder was (factor 7) is geen feitelijke omstandigheid, maar een conclusie die lijkt voort te vloeien uit de voorgaande factoren. Door dit op te nemen in de lijst van relevante omstandigheden wordt een cirkelredenering gecreëerd. De enige relevante factor die resteert, is het gegeven dat de aandeelhouder vermogen aan de vennootschap had onttrokken. Hamilton en Freer voeren daarom aan dat dit in samenhang met de initiële onderkapitalisatie van de vennootschap waarschijnlijk de echte reden is waarom het *Court of Appeals* oordeelde dat doorbraak diende plaats te vinden.²⁸

²⁶ Daarmee is niet gezegd dat het handelen in strijd met vormvoorschriften nimmer nadeel voor de crediteuren kan meebrengen. Indien de vennootschap bijvoorbeeld geen boekhouding bijhoudt, dan kan dit het crediteuren of de curator onmogelijk maken om na te gaan of er oneigenlijke dividenduitkeringen of andere transacties hebben plaatsgevonden die op grond van de *fraudulent transfer* bepalingen voor aantasting vatbaar zijn. In een dergelijk geval kan dit handelen bijdragen aan de beslissing om tot doorbraak over te gaan, nu het risico van de ontbrekende boekhouding niet voor rekening van de crediteuren, maar van de aandeelhouder dient te worden gebracht.

²⁷ Gelb 2009, p. 564.

²⁸ Hamilton & Freer 2011, p. 213.

7.3.4 Alleen doorbraak in besloten verhoudingen

Dat in de uitspraak inzake *DeWitt Truck Brokers* alleen ten aanzien van de meerderheidsaandeelhouder werd doorgebroken, is niet uitzonderlijk. Doorbraak van aansprakelijkheid vindt uitsluitend plaats als de aandeelhouders direct bij de vennootschap betrokken zijn. Doorbraak heeft nog nooit plaatsgevonden bij beursgenoteerde ondernemingen; sterker nog, uit empirisch onderzoek uit 1991 blijkt dat doorbraak nimmer is voorgekomen bij vennootschappen met meer dan negen aandeelhouders.²⁹ Ook recenter onderzoek toont aan dat passieve aandeelhouders geen risico lopen.³⁰ Daarnaast blijken rechters eerder tot doorbraak naar de aandeelhouder bereid te zijn als de vennootschap weinig werknemers heeft.³¹

7.3.5 Crediteur en curator

In bijna alle doorbraakzaken is er sprake van een crediteur die zelfstandig tracht de aandeelhouder aan te spreken voor zijn vordering. Dit gebeurt vanzelfsprekend primair in die situaties waarin de crediteur verwacht dat de vennootschap zijn vordering niet zal kunnen voldoen: in faillissement of buiten faillissement indien er reden is om aan te nemen dat de vennootschap zijn verplichting niet zal kunnen nakomen. Sommige rechters hebben ook de faillissementscurator toegestaan op grond van doorbraak de aandeelhouders aan te spreken.³² Andere rechters hebben daarentegen overwogen dat de curator deze bevoegdheid niet of slechts in uitzonderlijke gevallen toekomt.

7.4 Wat is ‘onderkapitalisatie’ in het licht van veil piercing?

7.4.1 Veel voorkomend punt op de ongewogen waslijst

Zoals hiervoor aangegeven, komt ‘onderkapitalisatie’ vaak voor op het door rechters gegeven lijstje van omstandigheden die bijdragen tot doorbraak van aansprakelijkheid. Overigens worden daarbij verschillende termen gehanteerd: de begrippen ‘*inadequate capitalization*’, ‘*insufficient capitalization*’, ‘*undercapitalization*’, ‘*thin incorporation*’ en ‘*grossly inadequate capitalization*’ komen allemaal met enige regelmaat voor. In de literatuur gaat men ervan uit dat met deze termen hetzelfde wordt bedoeld. Over de normatieve betekenis van een eventuele onderkapitalisatie,

29 Thompson 1991, p. 1037.

30 Morrissey 2007, p. 536.

31 Boyd & Hoffman 2010, p. 51.

32 *Bartle v. Home Owners Coop.*, 127 N.E.2d 832 (1955), p. 833.

bestaat allerm minst eenstemmigheid.³³ Onderkapitalisatie wordt soms aangehaald als factor bij de vaststelling dat de vennootschap niet als zelfstandige entiteit heeft te gelden (test 1), maar lijkt in de meerderheid van de gevallen te worden aangevoerd als onderdeel van het ‘*injustice*’ gedrag (test 2). Meestal geven de rechters in dezen geen duidelijkheid en dient de relevantie van de aanwezigheid van onderkapitalisatie te worden afgeleid uit de feiten.

7.4.2 Een definitie van ‘onderkapitalisatie’?

Het *Supreme Court of the United States* is in 1944 ingegaan op het begrip onderkapitalisatie.³⁴ Daarbij heeft het *Court* aangegeven dat beperkte aansprakelijkheid de regel en niet de uitzondering is. Het feit dat de aandeelhouders de vennootschap hebben opgericht uitsluitend met het oog op de beperking van hun aansprakelijkheid, doet daar niets aan af. Er kunnen echter gevallen zijn waarin doorbraak van aansprakelijkheid gerechtvaardigd is, en deze beperken zich niet louter tot situaties waarin sprake is van bedrog (*fraud*). Ook onderkapitalisatie kan daartoe aanleiding kan geven.

Het *Supreme Court* overwoog: “*The cases of fraud make up part of that exception. But they do not exhaust it. An obvious inadequacy of capital, measured by the nature and magnitude of the corporate undertaking, has frequently been an important factor in cases denying stockholders their defense of limited liability.*”³⁵ Blumberg geeft op grond van de uitspraak van het *Supreme Court* de volgende definitie van onderkapitalisatie: “[*The condition in which the subject corporation lacked*] sufficient capital to cover its reasonably anticipated liabilities, measured by the nature and magnitude of its undertaking, the risks attendant to the particular enterprise and normal operating costs associated with its business.”³⁶

Het gaat kortom om een situatie waarin het vermogen van de vennootschap niet in verhouding staat tot de redelijkerwijs te verwachten verplichtingen in het licht van de aard en omvang van de onderneming, de daaruit voortvloeiende risico’s en de reguliere operationele kosten van de onderneming.³⁷ Veel rechters en auteurs halen

33 Blumberg 2010, p. 14-11.

34 *Anderson v. Abbot*, 321 U.S. 349, 321 U.S. 804 (1944).

35 *Anderson v. Abbot*, 321 U.S. 349, 321 U.S. 804 (1944), p. 538.

36 Blumberg 2010, p. 14-11

37 “*To determine whether a corporation is adequately capitalized, for purposes of claim seeking piercing of the corporate veil, one must compare the amount of capital to the amount of business to be conducted and obligations to be fulfilled; absent adequate capitalization, a corporation becomes a mere liability shield, rather than an independent entity capable of carrying on its own business.*” (*Wachovia Securities, LLC v. Neuhauser*, 528 F.Supp. 2d 834 (N.D. Ill. 2007)).

Ballantine aan om de ratio achter de doorbraak op grond van onderkapitalisatie aan te geven:

“If a corporation is organized and carries on business without substantial capital in such a way that the corporation is likely to have no sufficient assets available to meet its debts, it is inequitable that shareholders should set up such a flimsy organization to escape personal liability. The attempt to do corporate business without providing any sufficient basis of financial responsibility to creditors is an abuse of the separate entity and will be ineffectual to exempt the shareholders from corporate debts. It is coming to be recognized as the policy of the law that shareholders should in good faith put at the risk of the business unencumbered capital reasonably adequate for its prospective liabilities. If the capital is illusory or trifling compared with the business to be done and the risks of loss, this is a ground for denying the separate entity privilege.”³⁸

7.4.3 Wat kwalificeert als ‘kapitaal’ bij veil piercing?

7.4.3.1 Het gehele eigen vermogen kwalificeert als ‘kapitaal’

Hoewel niet geheel duidelijk is wat in (de context van *veil piercing*) precies onder het begrip ‘kapitaal’ moet worden verstaan, lijkt men het er inmiddels over eens dat hiermee niet louter wordt bedoeld op het *legal capital*, ofwel hetgeen de aandeelhouders op hun aandelen hebben gestort. Noch ziet het begrip op het werkkapitaal van de vennootschap of het totaal van haar activa. Het lijkt communis opinio dat het kapitaal bestaat uit dat deel van het vermogen dat een buffer vormt voor de crediteuren; men spreekt van een *equity cushion* of de *net assets*. Het gaat kortom primair om het eigen vermogen van de vennootschap.³⁹

7.4.3.2 Verzekeringen kwalificeren als ‘kapitaal’

Uit de Amerikaanse rechtspraak blijkt dat naast het eigen vermogen van een vennootschap, ook de door haar afgesloten verzekeringen kwalificeren als ‘kapitaal’ bij de beoordeling of er sprake is van onderkapitalisatie. Een voorbeeld van deze bredere benadering betreft een uitspraak uit 1992 van het federale *Court of Appeals (8th Cir.)*.⁴⁰ Nadat een slachtoffer van een aanrijding geen verhaal had gevonden bij de daarvoor verantwoordelijke (transport)vennootschap, trachtte hij de aandeelhouder daarvan aan te spreken voor zijn onbetaald gebleven schadeclaim. De transportvennootschap was uitgerust met een minimaal eigen vermogen en was voor haar financiering volledig afhankelijk van door haar aandeelhouder verstrekte leningen. De rechter in eerste aanleg oordeelde daarom dat sprake was van

³⁸ Ballantine 1946.

³⁹ Zie ook par. 2.2.

⁴⁰ *Radaszewski v. Telecom Corp.*, 981 F.2d 305 (8th Cir. 1992).

onderkapitalisatie, zodat de aandeelhouder kon worden aangesproken voor de schade van het slachtoffer. Het *Court of Appeals* draaide deze beslissing echter terug en overwoog dat de schade van het slachtoffer weliswaar redelijkerwijs voorzienbaar was geweest, maar dat bedrijfseconomisch verantwoord was gehandeld doordat de transportvennootschap een aansprakelijkheidsverzekering had afgesloten die de schade tot elf miljoen dollar dekte.⁴¹ Het *Court of Appeals* (8th Cir. 1992) oordeelde dat de kernvraag luidt of een aandeelhouder op een verantwoorde wijze manier heeft geanticipeerd op een voorzienbaar risico:

“If the subsidiary is financially responsible, whether by means of insurance or otherwise, the policy behind [the state’s veil piercing rule] is met. Insurance meets this policy just as well, perhaps even better, than a healthy balance sheet.”

Deze uitspraak onderstreept dat bij de beoordeling of de vennootschap was ondergekapitaliseerd, men verder dient te kijken dan het kapitaal of het eigen vermogen van de vennootschap. Het gaat er om dat de vennootschap in staat is gesteld om *verhaal te bieden* voor de redelijkerwijs voorzienbare risico’s. Ook de door de vennootschap afgesloten verzekeringen dienen in deze beoordeling te worden betrokken.⁴² In de literatuur is daarom betoogd dat ‘onderkapitalisatie’ een te eng begrip is en men beter kan spreken van een inadequaat vermogen (*inadequate assets*).

Zo merkt Gelb op: *“Thus, while undercapitalization is recognized as a possible indicator of financial irresponsibility in terms of unfairness to creditors, the piercing issue really depends in a broader sense upon the level of assets available for potential claims. Clearly, when assets to pay claims turn out to be insufficient, reasons for their inadequacy are important in determining whether the corporation was operated in a financially responsible manner.”*⁴³

7.4.3.3 Kwalificeren aandeelhoudersleningen als ‘kapitaal’?

Het is niet duidelijk of door de aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen dienen te worden gerekend tot het kapitaal van de vennootschap in het kader van een doorbraakprocedure. In sommige uitspraken is expliciet overwogen dat dergelijke aandeelhoudersleningen niet worden meegewogen als ‘kapitaal’ bij de

41 Het slachtoffer trachtte ondanks de verzekering de aandeelhouder aan te spreken, omdat de verzekeraar twee jaar na de aanrijding was gefailleerd en derhalve niet (volledig) tot uitkering kon overgaan.

42 Ook het *Supreme Court* van Wyoming heeft overwogen dat verzekeringen relevant zijn bij het beoordelen van de financiële uitrusting van de vennootschap in het kader van een doorbraakprocedure. *Atlas Const. Co. v. Slater*, 746 P.2d 352 (Wyo. 1987).

43 Gelb 2009, p. 561.

vaststelling van onderkapitalisatie en zelfs een indicatie van onderkapitalisatie kunnen zijn.

*Zo overweegt het Appellate Court of Illinois: "In an effort to show adequate capitalization, [the shareholder] directs us to the loans made to [the corporation] by [the shareholder] [...]. and the \$4 million line of credit [the corporation] had at a bank. This does not demonstrate adequate capitalization but, rather, shows the inadequacy of [the corporations'] capitalization and indicates that the initial capitalization, if any, was insufficient to conduct [the corporations'] business of building homes as a general contractor."*⁴⁴

Andere rechters hebben niettemin overwogen dat de aanwezigheid van aandeelhoudersleningen niet zonder meer hoeft te duiden op onderkapitalisatie. Indien de leningen op een zeker moment na oprichting zijn verstrekt omdat de winsten tegenvielen, zegt dit niets over de toereikendheid van de kapitalisatie bij oprichting. Leningen die bij oprichting zijn verstrekt omdat het gestorte kapitaal (voorzienbaar) onvoldoende was om de vennootschap van een adequaat werkkapitaal te verzekeren, kunnen wél duiden op onderkapitalisatie.

*Zo overwoog het Court of Appeals (5th Cir.): "If such advances were necessary because of the deterioration in operating results, they would throw no light on undercapitalization. If, however, they reflected an initial lack of working capital with so much of the initial investment going to the seller, they would have an entirely different significance."*⁴⁵

Er is ook rechtspraak waarin aandeelhoudersleningen werden beschouwd als 'kapitaal'. In sommige gevallen zijn de aandeelhoudersleningen op grond van § 510 *Bankruptcy Code* achtergesteld bij alle overige crediteuren (zie hoofdstuk 8), waarna de achtergestelde leningen bij de beoordeling van de kapitalisatie in het kader van de doorbraak-vraag tot het kapitaal werden gerekend.⁴⁶ Enigszins paradoxaal, beschermt in die gevallen de achterstelling van de aandeelhouderslening de aandeelhouder tegen een verdergaande doorbraak van aansprakelijkheid.

In een veel geciteerd artikel hebben Hackney en Benson betoogd dat de beoordeling van door aandeelhouders verstrekte leningen in het kader van een doorbraakprocedure afhankelijk dient te zijn van de voorwaarden waarop de aandeelhouders het krediet aan de vennootschap hebben verstrekt.⁴⁷ Indien de vennootschap bijvoorbeeld voor onbepaalde tijd over de leningen mag beschikken en daarop geen betalingen hoeft te verrichten, zouden deze moeten worden aange-

⁴⁴ *Fontana v. TLD Builders, Inc.*, 362 Ill.App.3d 491, 298 Ill.Dec. 654, 840 N.E.2d 767 (2005), p. 775.

⁴⁵ *Edwards C v Monogram* 730 F.2d 977 (5th Cir. 1984).

⁴⁶ Zie bijvoorbeeld *Arnold v. Phillips*, 117 F.2d 497 (5th Cir. 1941).

⁴⁷ Hackney & Benson 1981.

merkt als kapitaal. Worden de leningen echter gebruikt om vermogen aan de vennootschap te onttrekken, bijvoorbeeld door daaraan een hoge rente te verbinden, dan dienen deze bij de beoordeling van de kapitalisatie in het licht van een doorbraak van aansprakelijkheid niet als onderdeel van het kapitaal te worden gekwalificeerd.

Hackney en Benson overwegen: *“It would seem that where the [shareholder loan] was not intended to be repaid in the ordinary course of business, but rather was expected to remain outstanding so long as needed as a part of the corporation’s financial structure (and particularly where this fact was made known to creditors), it would be proper to treat it as part of the capitalization for purposes of granting limited liability. Otherwise, where there is any hint of the shareholder draining away corporate assets by repayment of the loan, excessive interest, rental or management fees or the like, then the loan, lease or extension of credit would not be considered capital for purposes of determining whether limited liability will be denied.”*⁴⁸

7.4.4 Onderkapitalisatie dient substantieel te zijn

De onderkapitalisatie van een vennootschap dient substantieel te zijn om een rol te kunnen spelen bij de doorbraak van aansprakelijkheid. Een vennootschap hoeft niet van een zodanig eigen vermogen te worden voorzien dat zij alle mogelijke toekomstige verplichtingen kan voldoen. Rechters spreken pas van onderkapitalisatie, als de financiële uitrusting van de vennootschap evident onvoldoende was in verhouding tot de door haar gedreven onderneming. Het vermogen moet onvoldoende zijn om aan de verplichtingen te kunnen voldoen die redelijkerwijs verwacht mogen worden bij een normale gang van zaken.⁴⁹

7.5 Wat is het beoordelingsmoment van onderkapitalisatie bij veil piercing?

Omdat de vaststelling van onderkapitalisatie een belangrijke bijdrage kan leveren aan het oordeel van de rechter om tot doorbraak over te gaan, is vanzelfsprekend van belang op welk moment de aanwezigheid van onderkapitalisatie rechtens relevant is. Op welk moment dient sprake te zijn van onderkapitalisatie, wil deze van betekenis zijn voor de beslissing inzake doorbraak?

⁴⁸ Hackney & Benson 1981, p. 875.

⁴⁹ *“The corporate veil will not be pierced unless the corporation is so undercapitalized that it is unable to meet debts that may reasonably be expected to arise in normal course of business.”* (Arch v. American Tobacco Co., Inc., 984 F. Supp. 830 (E.D. Pa. 1997)).

7.5.1 Onderkapitalisatie bij oprichting

De communis opinio onder de Amerikaanse rechters is dat de beoordeling van de financiering van de vennootschap zich primair dient te richten op het moment van haar oprichting.⁵⁰ Indien de aandeelhouders bij oprichting de vennootschap van een adequaat vermogen hebben voorzien, kan aan hen in beginsel niet worden tegengeworpen dat de vennootschap op een later moment tijdens haar bestaan niet langer over een adequaat vermogen beschikt. Rechters hebben overwogen dat een ontoereikende financiering het gevolg kan zijn van een veelheid van factoren. Het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid heeft juist ten doel de aandeelhouders tegen de gevolgen daarvan te beschermen en daarom zou een vaststelling van onderkapitalisatie op een ander moment dan oprichting in beginsel geen rol mogen spelen bij een eventuele doorbraak.

7.5.2 Onderkapitalisatie bij ingrijpende wijziging van activiteiten

Ondanks de frequent voorkomende overweging dat onderkapitalisatie alleen relevant is bij oprichting, blijkt uit de rechtspraak dat de vermogenspositie van de vennootschap op latere momenten wel degelijk van belang kan zijn. De vennootschap die bij oprichting adequaat is gekapitaliseerd, kan op een later moment ondergekapitaliseerd raken op een wijze of om redenen die wel relevant kunnen zijn in het kader van *veil piercing*. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat de activiteiten zodanig in omvang toenemen dat de bestaande financiering daarvoor onvoldoende is. Daarnaast is ook mogelijk dat het risicoprofiel van de activiteiten zodanig wijzigt dat de kapitaalbasis te klein wordt om redelijkerwijs te verwachten tegenvallers op te kunnen vangen. In de Amerikaanse juridische literatuur is er discussie over de vraag of een ingrijpende wijziging van de activiteiten een verantwoordelijkheid voor de aandeelhouders meebrengt om zorg te dragen voor een adequate kapitalisatie.

In de rechtspraak zijn zowel aanknopingspunten te vinden voor de stelling dat een dergelijke verantwoordelijkheid bestaat, als indicaties dat deze niet op de aandeelhouders rust. Zo heeft het *Supreme Court of Wisconsin* overwogen dat onderkapitalisatie na oprichting van een vennootschap slechts relevant is indien de vennootschap ingrijpend de aard of omvang van haar activiteiten verandert.⁵¹ Dit *Court* oordeelde dat de aandeelhouders in het kader van een expansie van een

50 Zie bijvoorbeeld *Keams v. Tempe Technical Inst., Inc.*, 993 F. Supp. 714 (D. Ariz. 1997), p. 724: “The capitalization of a corporation is evaluated at the time that it is established.” Zie ook *Pierson v. Jones*, 625 P2d 1085 (Idaho 1981), p. 1087.

51 “Hence, while a court’s examination of the adequacy of capitalization may inquire beyond the capitalization at the inception of the corporation, such inquiry may be made only in those circumstances where the corporation distinctly changes the nature or magnitude of its business.” (*Consumer’s Co-Op v. Olsen*, 419 N.W.2d 211 (Wis. 1988), p. 487).

winkelketen aan hun verantwoordelijkheid hadden voldaan door ten behoeve van de opening van een nieuwe winkel extra kapitaal te storten.⁵²

Het *Supreme Court* overwoog: “*Conversely, where a corporation commences business with capital then adequate, and later substantially expands the size or nature of the business with an attendant substantial increase in business hazards, the corporation might be deemed inadequately capitalized unless there is an infusion of additional risk capital by shareholders.*”⁵³

Deze overweging is niet uitsluitend met instemming begroet. Zo wijst Bauman op de moeilijkheden die aan een dergelijke verplichting inherent zijn.⁵⁴ Wanneer is sprake van een dermate ingrijpende wijziging dat de verplichting geactiveerd wordt? En dezelfde lastige vraag die rijst bij de vaststelling van onderkapitalisatie bij oprichting speelt hier vanzelfsprekend ook: hoe stelt de rechtbank vast of het verstrekte kapitaal adequaat is?

Thompson heeft daartegen aangevoerd dat aandeelhouders kosten kunnen externaliseren naar de vennootschapscrediteuren door (het risicoprofiel van) de activiteiten ingrijpend te wijzigen nadat de vennootschap krediet heeft aangetrokken.⁵⁵ De crediteuren hebben de voorwaarden van het door hen verstrekte krediet immers niet op het gewijzigde risicoprofiel kunnen afstemmen. Rechters die de kapitalisatie van de vennootschap ná oprichting niet relevant achten, zouden zijns inziens voorbij gaan aan de grondgedachte van het doorbraak-leerstuk.

Thompson merkt op: “[Some] courts [...] cite undercapitalization as a factor and conclude that it is to be measured only at the beginning of a corporation’s life. So long as a corporate planner gets the corporation’s ticket punched at the beginning of a corporation’s life, it would then be able to operate on an ongoing basis with no further regard to undercapitalization. Such a formalistic approach to piercing factors misuses the common law tradition that is the heart of piercing. Undercapitalization, in bargain settings, is most troublesome when it reflects a unilateral change by those in control of the corporation to deprive the creditors of their reasonable expectations of repayment. That this occurred at the beginning of the corporation’s life or sometime later does little to reveal whether the risk was priced in the bargain between the parties.”⁵⁶

52 *In re Mader’s*, 77 Wis.2d 608-09, 254 N.W.2d 171.

53 *Consumer’s Co-Op v. Olsen*, 419 N.W.2d 211 (Wis. 1988), p. 487.

54 Bauman 2010, p. 276.

55 Thompson 2005. Zie par. 3.4.3.

56 Thompson 2005, p. 630.

7.5.3 Een doorlopende verplichting tot adequate kapitalisatie?

Sommige juridische auteurs menen dat een aantal rechterlijke uitspraken aanknopingspunten biedt voor de stelling dat er voor aandeelhouders een doorlopende verantwoordelijkheid bestaat om de vennootschap van een adequaat vermogen te voorzien.⁵⁷ Hoewel een dergelijke verplichting zich problematisch verhoudt met het uitgangspunt dat de aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de schulden van de vennootschap en evenmin hoeven bij te storten indien de vennootschap in financieel zwaar weer verkeert, dicht een aantal Amerikaanse auteurs⁵⁸ deze conclusie toe aan de hiervoor besproken uitspraak van het *Court of Appeals (4th circ.)* inzake *DeWitt Truck Brokers*. Daarin valt immers te lezen dat “*the obligation to provide adequate capital begins with incorporation and is a continuing obligation thereafter [...] during the corporation’s operations.*”⁵⁹ Bij bestudering van de betreffende uitspraak blijkt mijns inziens echter dat het *Court of Appeals* dit vergaande standpunt niet heeft willen innemen. Ten eerste is de relevante formulering niet van het *Court of Appeals*, maar betreft de overweging slechts een zijdelings citaat uit een wetenschappelijk artikel.⁶⁰ Daarnaast was in de casus waarover het *Court of Appeals* diende te oordelen juist sprake van veel meer dan slechts onderkapitalisatie tijdens het bestaan van de vennootschap; het *Court of Appeals* overwoog dat er in casu sprake was van een ernstige schending van vormvoorschriften, dat de vennootschap reeds bij oprichting was ondergekapitaliseerd en dat de aandeelhouder vermogen aan de vennootschap had onttrokken in de wetenschap dat de vennootschap daardoor de vordering van verzoeker niet zou kunnen voldoen. Het was dit samenstel van omstandigheden dat het *Court of Appeals* ertoe bracht om tot doorbraak te besluiten.⁶¹

Ook een recentere uitspraak van het *Supreme Court of North Dakota* wekt de schijn dat aandeelhouders gedurende het gehele bestaan van de vennootschap zorg dienen te dragen voor een adequate financiering.⁶² Daarin werd overwogen:

“We also disagree with the contention that the district court misapplied the law. [Plaintiffs] argue the court placed undue emphasis on insufficient capitalization, because [the corporation] was adequately capitalized when it entered into the

57 Zie bijvoorbeeld *United States v. Golden Acres, Inc.*, 702 F.Supp. 1097 (D. Del.1988), p. 1107: “[D]efendants breached their ongoing duty to maintain adequate capitalization.” Zie ook de hierna te bespreken rechtspraak.

58 Zie bijvoorbeeld Olthoff 1995, p. 316 en Gelb 2009.

59 *DeWitt Truck Brokers v. W. Ray Flemming Fruit Co.*, 540 F.2d 681 (4th Cir. 1976), p. 686.

60 Te weten uit Dix 1958.

61 Het *Court of Appeals* overwoog nota bene: “*The conclusion to disregard the corporate entity may not, however, rest on a single factor; whether undercapitalization, disregard of corporation’s formalities, or what-not, but must involve a number of such factors; in addition, it must present an element of injustice or fundamental unfairness.*”

62 *Coughlin Const. Co. Inc. v. Nu-Tec Indus., Inc.*, 755 N.W2d 867 (N.D. 2008).

*subcontract agreement with [the creditor] and performed the work, and because this is a contract rather than a tort action. However, there is a continuing obligation to provide adequate risk capital from incorporation throughout the corporation's existence."*⁶³ (Onderstr. JB)

Ondanks deze ogenschijnlijk heldere bewoordingen is het van belang op te merken dat ook hier andere omstandigheden bijdroegen aan het oordeel dat doorbraak gerechtvaardigd was. In het bijzonder was er sprake van een groot aantal vermogensonttrekkingen, in de vorm van dividenduitkeringen, bonussen en aflossings- en rentebetalingen op aandeelhoudersleningen. Deze betalingen vonden plaats op het moment dat de vennootschap en haar aandeelhouders behoorden te weten dat de vennootschap aanzienlijke verliezen leed, de liquiditeitspositie van de vennootschap steeds slechter werd en het eigen vermogen aan het verdampen was.⁶⁴

Het *Court of Appeals (7th Cir.)* heeft expliciet overwogen dat er géén doorlopende verplichting bestaat tot adequate kapitalisatie.⁶⁵ Een dergelijke verplichting zou volgens *justice* (en rechtseconoom) Easterbrook zelfs nadelig kunnen zijn voor de crediteuren van de vennootschap:

*"[U]ndercapitalization, when considered at all, is evaluated with emphasis on the time of incorporation rather than thereafter. A requirement to provide continuing capitalization [...] probably would injure noncontrolling creditors, rather than helping them, by precipitating unnecessary forced sales. Moreover, it would increase the cost of credit, which would especially hurt start-up firms, a major source of innovation and competition."*⁶⁶

Naar mijn idee wordt het ogenschijnlijk tegenstrijdige karakter van de hiervoor besproken rechtspraak mede veroorzaakt door het feit dat rechters niet expliciteren wat zij verstaan onder de genoemde doorlopende verplichting om de vennootschap te voorzien van een adequaat kapitaal. Het lijkt mij onwaarschijnlijk dat daarmee daadwerkelijk wordt bedoeld dat de aandeelhouders een vermogenstekort altijd dienen aan te zuiveren. Het ligt meer voor de hand dat de rechters daarmee tot uitdrukking brengen dat de aandeelhouders ook na de oprichting soms rekening dienen te houden met de vermogensbehoefte van de vennootschap, bijvoorbeeld op het moment dat zij daaraan vermogen onttrekken of haar activiteiten ingrijpend wijzigen. Deze lezing vindt mijns inziens ook steun in de casusposities die aan deze uitspraken ten grondslag lagen en sluit aan bij de overige jurisprudentie.

⁶³ *Coughlin Const. Co. Inc. v. Nu-Tec Indus., Inc.*, 755 N.W2d 867 (N.D. 2008), p. 875.

⁶⁴ "[The] financial downturn of the corporation is largely attributable not to operating losses sustained by the corporation since the end of [the contract], but, rather, to the shareholders' actions of withdrawing almost \$165,000.00 in cash from the company after becoming aware of [the claim]."

⁶⁵ *Secon Serv. Sys., Inc. v. St. Joseph Bank & Trust Co.*, 855 F2d 406 (7th Cir. 1988).

⁶⁶ *Secon Serv. Sys., Inc. v. St. Joseph Bank & Trust Co.*, 855 F2d 406 (7th Cir. 1988), p. 415.

7.6 Is onderkapitalisatie op zichzelf voldoende voor veil piercing?

7.6.1 Onderkapitalisatie: een relevante of zelfstandig doorslaggevende factor bij doorbraak?

Een belangrijk twistpunt in de doorbraak-jurisprudentie betreft de vraag of de vaststelling van onderkapitalisatie op zichzelf, zonder bijkomende factoren, voldoende is om tot doorbraak over te gaan. In de rechtspraak zijn aankopingspunten te vinden voor zowel een bevestigend als ontkennend antwoord op deze vraag. In sommige staten lijken rechters meer waarde toe te dichten aan de kwalificatie ‘onderkapitalisatie’ dan in andere staten. Mijns inziens blijkt uit de jurisprudentie dat onderkapitalisatie slechts heel zelden als voldoende grond wordt beschouwd om tot doorbraak over te gaan, ondanks het feit dat sommige rechters expliciet anderszins overwegen. Dit zal in het hiernavolgende geïllustreerd worden aan de hand van de rechtspraak in de staat Californië, omdat algemeen wordt aangenomen dat met name de rechters daar aan de vaststelling van onderkapitalisatie grote betekenis toekennen.⁶⁷ Sommige auteurs menen zelfs dat in Californië doorbraak op basis van uitsluitend onderkapitalisatie mogelijk is.

7.6.2 Onderkapitalisatie zelfstandig voldoende voor doorbraak in Californië?

7.6.2.1 Automotiz

De uitspraak van het *California Supreme Court* inzake *Automotiz* wordt aangemerkt als leidinggevend voor de toepassing van het doorbraak-leerstuk door de Californische rechters.⁶⁸ Daarin is overwogen dat voor doorbraak dient te worden voldaan aan een tweevoudige test; er dient sprake te zijn van (i) een zodanige mate van verwevenheid tussen de aandeelhouder en de vennootschap dat laatstgenoemde niet als zelfstandige entiteit kan gelden en (ii) van een ‘*unjust result*’ van deze situatie. In de onderhavige zaak gaf het *Supreme Court* aan dat bij de beantwoording van de vraag of aandeelhouders aansprakelijk dienen te worden gehouden voor de schulden van de vennootschap, de enige relevante factor is “*whether there was an attempt to provide adequate capitalization for the corporation.*” Vervolgens overwoog het *Supreme Court* dat de 5000 dollar die de aandeelhouders aan kapitaal hadden gestort onvoldoende was in het licht van de omvang van de onderneming. In deze zaak waren aan de (beoogde) aandeelhouders door de vennootschap nimmer aandelen uitgegeven conform de daarvoor geldende voorschriften. Hierdoor was aan de eerste doorbraak-test voldaan, nu er sprake zou zijn van een voldoende “*unity of interest and ownership*” tussen de aandeelhouders en de vennootschap. Door de te kleine

⁶⁷ Presser 2010, § 25.

⁶⁸ *Automotiz Del Golfo De California S. A. De C. V. v. Resnick*, 47 Cal. 2d 792 P.2d 1, 63 A.L.R. 2d 1042 (1957).

kapitaaluitrusting was volgens het *Court* ook aan het tweede deel van de doorbraak-test voldaan.

Justice Carter nam in zijn *dissenting opinion* uitdrukkelijk afstand van de redenering van de meerderheid. Hij stelde dat de penibele financiële toestand van de vennootschap geen juiste grondslag vormde voor doorbraak:

“[E]very corporation which fails because it is unable to pay its obligations is underfinanced [...] certainly that should not be a test of whether the entity should be disregarded. [...] In a rapidly changing economy what might seem to be adequate financing today would be inadequate tomorrow, and it should be obvious that risky business ventures could not be undertaken by use of the corporate device without subjecting the participants to personal liability.” Carter concludeerde: *“If the corporate entity may be disregarded in a case such as this it will not be safe for anyone to use the corporate device for the promotion of a business enterprise even though he acts in the utmost good faith and pursues a course of unquestionable fair dealing.”*

Justice Carter lijkt zich in zijn stevig geformuleerde *dissenting opinion* enigszins af te zetten tegen een stelling die de meerderheid nimmer heeft ingenomen. Het *Supreme Court* overwoog niet dat het gegeven dat een vennootschap op een zeker willekeurig moment in staat van onderkapitalisatie raakte, voldoende was voor doorbraak. De overweging van de meerderheid richtte zich op de initiële kapitalisatie van de vennootschap: het moment waarop de aandeelhouders op hun aandelen stortten. Deze storting van risicodragend kapitaal stond niet in verhouding tot de voorgenomen activiteiten. Niettemin wekt de uitspraak de indruk dat in ieder geval onderkapitalisatie bij oprichting op zichzelf voldoende voor doorbraak zou kunnen zijn.

7.6.2.2 Minton v. Cavaney

Ook uit een latere uitspraak van het *California Supreme Court* inzake *Minton v. Cavaney* lijkt te volgen dat onderkapitalisatie op zichzelf voldoende kan zijn voor doorbraak.⁶⁹ In deze zaak was de dochter van de eisers verdronken in een zwembad dat werd geëxploiteerd door *Seminol Hot Springs Corporation* (*Seminol*). Deze vennootschap had nimmer aandelen uitgegeven zodat er ook nooit op aandelen was gestort. De vennootschap had daarom geen enkel eigen vermogen tot haar beschikking. Nadat in rechte was komen vast te staan dat *Seminol* aansprakelijk was vanwege het ongeluk, trachtten de ouders hun vordering te verhalen op de bestuurder (en beoogd aandeelhouder) van de vennootschap: de heer Cavaney. Het *California Supreme Court* overwoog dat er drie gevallen waren waarin de *equitable owners* van een vennootschap in privé aansprakelijk zijn voor de schulden van de vennootschap: “[i] when they treat the assets of the corporation as their own and

⁶⁹ *Minton v. Cavaney*, 56 Cal. 2d 576, 15 Cal. Rptr. 641, 864 P.2d 473 (1961).

add or withdraw capital from the corporation at will”, [ii] “*when they hold themselves out as being personally liable for the debts of the corporation*”, of [iii] “*when they provide inadequate capitalization and actively participate in the conduct of corporate affairs.*” Vervolgens stelde het Court vast dat er sprake was geweest van de laatste omstandigheid:

“[I]n the instant case the evidence is undisputed that there was no attempt to provide adequate capitalization. [The corporation] never had any substantial assets [...]. Its capital was ‘trifling’ compared with the business to be done and the risks of loss.”⁷⁰

Aangezien in de onderhavige zaak op basis van louter de derde omstandigheid tot doorbraak werd besloten, leidt een aantal juridische auteurs daaruit af dat onderkapitalisatie op zichzelf voldoende is voor doorbraak.⁷¹ Ook het *Court of Appeals (9th Cir.)* heeft in 1988 onder verwijzing naar de uitspraak inzake *Minton v. Cavaney* overwogen: “*the California Supreme Court has held that undercapitalization alone will justify piercing the corporate veil*”.⁷² Toch lijkt ook uit *Minton v. Cavaney* niet zonder meer te volgen dat onderkapitalisatie genoeg is voor doorbraak. Het *California Supreme Court* overwoog immers dat het moet gaan om onderkapitalisatie in combinatie met een directe betrokkenheid van de aandeelhouders bij de vennootschap. Daarnaast lijkt het *Supreme Court* de aandeelhouders te verwijten dat zij hebben gehandeld in strijd met vormvereisten, zoals de formele vereisten die gelden ten aanzien van een emissie van aandelen.

7.6.2.3 Harris v. Curtis

De twijfel die onder sommige juridische auteurs bestaat over de vraag of onderkapitalisatie voldoende is voor doorbraak, wordt tevens gevoed door de uitspraak van het *California Court of Appeals* inzake *Harris v. Curtis*.⁷³ In deze zaak sprak het echtpaar *Harris Tagus Ranch Motel Corporation (Tagus)* en een aantal van haar aandeelhouders aan. Grondslag van de vordering betrof een lening van het echtpaar aan *Tagus*. *Tagus* was opgericht door de heer Curtis en was eigenaar en exploitant van een aantal motels. De vennootschap had duizend aandelen uitgegeven met een nominale waarde van 1 dollar, waarvan de meerderheid door Curtis en zijn vrouw was genomen. Het kapitaal betrof dus 1000 dollar, waarvan 811 dollar direct was aangewend voor de oprichtingskosten. Om de beoogde ondernemingsmiddelen te kopen was 355.000 dollar nodig; dit bedrag werd als lening verstrekt door Curtis en externe financiers. De aandeelhouders stonden garant voor 80.000 dollar van de externe financiering.

⁷⁰ *Minton v. Cavaney*, 56 Cal. 2d 576, 15 Cal. Rptr. 641, 864 P.2d 473 (1961), p. 580.

⁷¹ Zie bijvoorbeeld Bainbridge 2002, p. 163 en Presser 2010, § 25.

⁷² *Nilsson, Robbins, Dalgarn, Berliner, Carson & Wurst v. Louisiana Hydrolec*, 854 F.2d 1538, 11 Fed. R. Serv. 3d 1219 (9th Cir. 1988).

⁷³ *Harris v. Curtis*, 8 Cal. App. 3d 837, Cal. Rptr. 614 (1970).

Het *Court of Appeals* diende zich onder meer uit te laten over de vraag “[w] hether or not lack of capital contributions to the corporation is sufficient to make individual shareholders liable”. Het *Court* overwoog dat vaststond dat de vennootschap was ondergekapitaliseerd, zonder dat overigens op enige manier te onderbouwen. Niettemin meende het *Court of Appeals* dat voor doorbraak geen ruimte was, nu naar zijn oordeel daarvoor meer nodig was dan onderkapitalisatie.

Het *Court of Appeals* overwoog: “There is no question that the corporation was underfinanced, a condition not uncommon among new small businesses, including small corporations privately financed. It is common knowledge that many such corporations have been highly successful, that others have prospered but without legendary success, and that still others have failed in part, at least, because of inadequate capital. Such is the story of our American enterprise system.”⁷⁴

7.6.3 Conclusie: onderkapitalisatie doorgaans niet voldoende voor veil piercing

Hoewel de overwegingen van sommige Amerikaanse rechters in een andere richting wijzen,⁷⁵ lijkt onderkapitalisatie slechts heel zelden zelfstandig, zonder bijkomende omstandigheden, tot doorbraak te leiden. Ook in California wordt door veel rechters meer vereist voor doorbraak dan louter onderkapitalisatie. Over het algemeen zal een crediteur die beoogt de rechter tot doorbraak te bewegen, naast onderkapitalisatie van de vennootschap dus tevens andere feiten en omstandigheden moeten aanvoeren die doorbraak rechtvaardigen.

7.7 Veil piercing op grond van onderkapitalisatie ten behoeve van de contractuele crediteur

Zoals aangegeven in hoofdstuk 3, menen rechtseconomische auteurs dat bij de aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie onderscheid zou moeten worden gemaakt tussen de contractuele crediteuren die hun positie hebben aanvaard, en de onvrijwillige schuldeisers, die zich niet hebben kunnen indekken tegen de uit de riskante financieringsstructuur voortvloeiende risico's. In het hiernavolgende zal worden gezien of de Amerikaanse rechters ontvankelijk zijn voor dit betoog. Het zal blijken dat de Amerikaanse rechtspraak (ook) over deze kwestie verre van eenduidig is.⁷⁶

⁷⁴ *Harris v. Curtis*, 8 Cal. App. 3d 837, Cal. Rptr. 614 (1970).

⁷⁵ Zie bijvoorbeeld *Shapoff v. Scull*, 222 Cal. App. 3d 1457 (Ct. App. 1990), p. 1470: “The requirements of the [alter ego] doctrine may be met where [...] the corporation is undercapitalized in light of its prospective liabilities.”

⁷⁶ Aldus Hamilton & Freer 2010, p. 211.

7.7.1 Doorbraak ten behoeve van contractuele crediteuren bij misleiding of 'fraude'

Veel rechters hebben overwogen dat er slechts beperkt ruimte is voor een doorbraak van aansprakelijkheid ten behoeve van de contractuele crediteuren van de vennootschap. Deze schuldeisers zouden immers in de gelegenheid zijn geweest om bij het stellen van voorwaarden aan het door hen verstrekte krediet rekening te houden met het risicoprofiel van de kredietnemende vennootschap. Een doorbraak van aansprakelijkheid is volgens deze rechters daarom uitsluitend mogelijk indien er sprake is van ernstige misleiding van de crediteur bij het aangaan van de kredietovereenkomst, of indien de onderkapitalisatie onderdeel uitmaakt van een constructie die ten doel heeft crediteuren te benadelen.

Zo oordeelde het *Montana Supreme Court* in 2003 dat doorbraak diende plaats te vinden, omdat een ondergekapitaliseerde vennootschap contractuele afspraken niet nakwam en voor de daaruit voortvloeiende schade geen verhaal bood. Volgens het *Supreme Court* handelde de aandeelhouder 'in bad faith', en met de intentie om aan de nakoming van de verplichtingen te ontkomen.⁷⁷

*"[I]t appears that [the shareholder] wanted to have his cake and eat it too. He seeks to personally profit from renting his property to the Corporation and at the same time protect himself from liability with the undercapitalized corporation. [...] [S]uch a result would be inequitable. In the present case, substantial credible evidence supports the District Court's conclusion that [the shareholder] used the Corporation as a subterfuge to defeat public convenience or justify wrong."*⁷⁸ (Onderstr. JB)

Ook het *Missouri Court of Appeals* oordeelde in 2005 dat de oprichting van een ondergekapitaliseerde vennootschap met het oogmerk de contractuele verplichtingen van die vennootschap te ontduiken, voldoende grondslag vormde voor een doorbraak van aansprakelijkheid.⁷⁹

*[The shareholder] created [the corporation], never acquired sufficient capital to operate [it], entered a sublease without sufficient capital to fulfill its obligations under that sublease, and signed a \$175,000 consent Judgment one year after [the corporation] had been abandoned. [The shareholder] circumvented [the corporations'] legal obligations by operating an undercapitalized shell corporation-and therefore used his control over [the corporation] to avoid its obligations to [the creditor]."*⁸⁰

⁷⁷ *Peschel Family Trust v. Colonna*, 317 Mont. 127, 75 P.3d 793 (2003).

⁷⁸ *Peschel Family Trust v. Colonna*, 317 Mont. 127, 75 P.3d 793 (2003), p. 799.

⁷⁹ *Mobius Management Systems, Inc. v. West Physician Search, L.L.C.*, 175 S.W.3d 186 (Mo. Ct. App. E.D. 2005).

⁸⁰ *Mobius Management Systems, Inc. v. West Physician Search, L.L.C.*, 175 S.W.3d 186 (Mo. Ct. App. E.D. 2005), p. 189.

7.7.2 Geen rol voor onderkapitalisatie bij contractuele crediteuren volgens sommige federale Courts of Appeals

Behoudens de voornoemde gevallen van fraude of misleiding, heeft een aanzienlijk aantal rechters geoordeeld dat contractuele crediteuren zich niet kunnen beroepen op het gegeven dat een vennootschap was ondergekapitaliseerd. Het kernargument is dan veelal dat de crediteur ten tijde van de kredietverstrekking bekend had kunnen zijn met deze onderkapitalisatie, en daarom moet worden geacht het daaruit voortvloeiende risico te hebben geaccepteerd. Met name de federale *Courts of Appeals* van het vijfde en zevende *Circuit*⁸¹ hebben in een aantal uitspraken expliciet te kennen gegeven dat de contractuele vennootschapscrediteuren zichzelf contractueel dienen te wapenen tegen de risico's die inherent zijn aan een marginaal gekapitaliseerde vennootschap. Het *Court of Appeals (5th Cir.)* heeft zelfs expliciet overwogen dat onder het recht van de staat Texas doorbraak ten behoeve van contractuele crediteuren louter mogelijk is indien er sprake is van fraude (*fraud*).⁸² Onderkapitalisatie zou niet kwalificeren als fraude, nu de contractuele crediteuren daarop bedacht konden zijn.

Zo overwoog het *Court of Appeals (5th Cir.)*: “In a contract case, the creditor has willingly transacted business with the subsidiary. If the creditor wants to be able to hold the parent liable for the subsidiary's debts, it can contract for this. Unless the subsidiary misrepresents its financial condition to the creditor, the creditor should be bound by its decision to deal with the subsidiary; it should not be able to complain later that the subsidiary is unsound.”⁸³ In 1988 overwoog Justice Easterbrook namens het *Court of Appeals (7th Cir.)* in gelijke zin: “[S]ome points stand out, among them that it is a lot harder to hold investors personally liable in contract disputes than for tort judgments. The reason is simple: contract creditors have entered into a voluntary arrangement with the corporation, which gave them an opportunity to negotiate terms reflecting any enhanced risk to which doing business with an entity enjoying limited liability exposed them. If they wanted guarantees from the investors, they could have negotiated for them. [...] Unless the corporation engaged in some practice that might have misled its contract creditors into thinking they were dealing with another entity, there simply is no need to “protect” them. Unlike tort claimants, they chose to deal with the corporation; to allow them access to shareholders or parent corporations when the deal goes sour is to give them more than the benefit of their bargain.”⁸⁴ (Onderstr. JB)

81 Het betreft hier het noord-westen van de VS.

82 *Edwards v. Monogam Industries*, 730 F.2d 980 (5th Cir. 1984).

83 *U.S. v. Jon-T Chemicals, Inc.*, 768 F.2d 686 (5th Cir. 1985), p. 693.

84 *Secon Serv. Sys., Inc. v. St. Joseph Bank & Trust Co.*, 855 F.2d 406 (7th Cir. 1988).

Ook de uitspraak van het *Court of Appeals (7th Cir.)* inzake *Browning-Ferris Industries* is exemplarisch voor de lijn die door dit *Court* wordt gehanteerd ten aanzien van de contractuele crediteuren van een ondergekapitaliseerde vennootschap.⁸⁵ Daarin overwoog het *Court of Appeals* bij monde van *justice* Posner dat contractuele crediteuren zelf verantwoordelijk zijn indien zij krediet hebben verstrekt aan een marginaal gekapitaliseerde vennootschap:

“[I]t is hard to see how a voluntary creditor can complain if he knows that his debtor lacks sufficient assets to be certain to be able to pay the debt when it comes due. [...] [I]n the case of a voluntary creditor, for example someone who had lent money to the corporation, the strongest case for piercing the veil is presented when the corporation had led potential creditors to believe that it was more solvent than it really was.”⁸⁶

7.7.3 Wel een rol voor onderkapitalisatie bij contractuele crediteuren volgens andere rechters

De harde lijn ten aanzien van contractuele crediteuren heeft echter ook aan de nodige kritiek blootgestaan en wordt niet zonder meer door alle rechters in de Verenigde Staten gevolgd. Naar het oordeel van sommige rechters kan men er niet blind van uitgaan dat een contractuele crediteur alle risico's heeft aanvaard die aan de financiering van de vennootschap inherent zijn.⁸⁷ Zo oordeelde het *Wisconsin Supreme Court* in de reeds eerder besproken *Consumer Co-op* uitspraak:

“We agree that inadequate capitalization may be a factor relevant to whether an injustice is present sufficient to justify piercing the corporate veil in a contract case. Whether a contractual relationship is truly one in which a creditor had the opportunity to investigate the capital structure of a debtor and knowingly failed to exercise the right to investigate before extending credit, such that the creditor should be precluded from piercing the corporate veil, should be decided with respect to the particular facts of each case rather than by the denial to all contract creditors of resort to this equitable remedy by a presumption of an “assumption of risk.”⁸⁸ (Onderstr. JB)

⁸⁵ *Browning-Ferris Industries of Illinois, Inc. v. Ter Maat*, 195 F.3d 953, 960 (7th Cir. 1999). Op deze uitspraak wordt in par. 7.8.1.2 nader ingegaan.

⁸⁶ *Browning-Ferris Industries of Illinois, Inc. v. Ter Maat*, 195 F.3d 953, 960 (7th Cir. 1999), p. 960.

⁸⁷ Zie bijvoorbeeld *Coughlin Const. Co. Inc. v. Nu-Tec Indus., Inc.*, 755 N.W.2d 867 (N.D. 2008), p. 876: “Furthermore, although undercapitalization is less significant in a contract case in which the claim arises from a consensual transaction, undercapitalization remains a relevant factor in a contract case.” Zie ook *Fontana v. TLD Builders, Inc.*, 840 N.E.2d 767 (2005), p. 780.

⁸⁸ *Consumer's Co-Op v. Olsen*, 419 N.W.2d 211 (Wis. 1988).

Het *Court of Appeals* (4th. Cir.) kwam in 1991 tot een vergelijkbaar oordeel in zijn uitspraak inzake *Kinney Shoe Corp. v. Polan*.⁸⁹ De heer Polan was enig aandeelhouder en bestuurder van een tweetal vennootschappen: *Industrial* en *Polan Industries*. Beide vennootschappen waren geldig opgericht, maar de heer Polan had aan geen enkel vormvoorschrift voldaan en ook geen kapitaal gestort. *Industrial* was met de heer Kinney een huurovereenkomst aangegaan en betaalde reeds na één maand al geen huur meer. Kinney trachtte zijn vordering te verhalen op Polan, nu *Industrial* daarvoor geen verhaal bood. Het *District Court* oordeelde dat doorbraak onder deze omstandigheden niet mogelijk was, nu Kinney een contractuele crediteur was en dus het risico voortvloeiende uit de marginale financiering van *Industrial* had aanvaard. Daarbij verwees het *District Court* naar een overweging in een uitspraak van het *West Virginia Supreme Court of Appeals*, luidende:

*“When, under the circumstances, it would be reasonable for that particular type of a party [those contract creditors capable of protecting themselves] entering into a contract with the corporation, for example, a bank or other lending institution, to conduct an investigation of the credit of the corporation prior to entering into the contract, such party will be charged with the knowledge that a reasonable credit investigation would disclose. If such an investigation would disclose that the corporation is grossly undercapitalized, based upon the nature and the magnitude of the corporate undertaking, such party will be deemed to have assumed the risk of the gross undercapitalization and will not be permitted to pierce the corporate veil.”*⁹⁰

Het *Court of Appeals* (4th Cir.) vernietigde de uitspraak van het *District Court*. Daartoe overwoog het dat niet altijd mag worden aangenomen dat de contractuele crediteuren het risico van een onderkapitalisatie hebben aanvaard.⁹¹

Het *Court of Appeals* overwoog: “[G]rossly inadequate capitalization combined with disregard of corporate formalities, causing basic unfairness, are sufficient to pierce the corporate veil in order to hold the shareholder(s) actively participating in the operation of the business personally liable for a breach of contract to the party who entered into the contract with the corporation. [...] we hold that the district court’s conclusion that Kinney [, being a contractual creditor,] had assumed the risk is clearly

⁸⁹ *Kinney Shoe Corp. v. Polan*, 939 F.2d 209 (4th Cir. 1991).

⁹⁰ *Layav. Erin Homes, Inc.*, 177 W.Va. 343 S.E.2d 93 (1986), p. 100.

⁹¹ Mijns inziens terecht, nu de *Supreme Court of West Virginia* in dezelfde uitspraak waarnaar het *District Court* verwees, overwoog: “Generally, the presumption is that the party dealing with the corporation did not assume the risk of grossly inadequate capitalization. [I]n entering into such [contractual] relationships with corporate entities the parties are [generally] entitled to rely upon certain assumptions, one being that the corporation is more than a mere shell—that it has substance as well as form.”

erroneous. [...] When nothing is invested in the corporation, the corporation provides no protection to its owner; nothing in, nothing out, no protection."⁹² (Onderst. JB)

7.8 Veil piercing op grond van onderkapitalisatie ten behoeve van de onvrijwillige crediteur

In hoofdstuk 3 is reeds besproken dat Amerikaanse rechtseconomische auteurs hebben bepleit dat onderkapitalisatie alleen tot aansprakelijkheid van aandeelhouders zou moeten leiden ten behoeve van onvrijwillige crediteuren, zoals crediteuren uit onrechtmatige daad. Opmerkelijk genoeg blijkt uit empirisch onderzoek dat doorbraak ten behoeve van vorderingen van onvrijwillige crediteuren juist *minder vaak* voorkomt dan in geval van contractuele crediteuren.⁹³ Hoewel men het er in de literatuur over eens lijkt te zijn dat onderkapitalisatie primair leidt tot benadeling van de onvrijwillige crediteuren, zijn rechters geneigd de beperkte aansprakelijkheid juist in die gevallen in stand te laten. De reden hiervoor is waarschijnlijk dat rechters doorgaans pas tot doorbraak bereid zijn indien aandeelhouders crediteuren hebben misleid of het risicoprofiel van de vennootschap na de kredietverstrekking in een te extreme mate hebben gewijzigd. Het doorbraak-leerstuk wordt derhalve benaderd vanuit de onderhandelingsituatie bij de kredietverstrekking; maar deze onderhandelingen hebben bij onvrijwillige crediteuren uiteraard nimmer plaatsgevonden.⁹⁴ In het hiernavolgende zal dit aan de hand van een aantal uitspraken worden geïllustreerd.

7.8.1 Geen rol voor onderkapitalisatie bij onvrijwillige crediteuren

7.8.1.1 Walkovszky v. Carlton

In één van de meest besproken zaken in het Amerikaanse ondernemingsrecht trachtte een onvrijwillige crediteur van een ondergekapitaliseerde vennootschap door te breken naar haar aandeelhouder en zustervennootschappen.⁹⁵ Carlton exploiteerde een taxibedrijf dat hij had ondergebracht in tien verschillende vennootschappen, waarbij iedere vennootschap eigenaar was van twee auto's. Elke vennootschap beschikte over de wettelijk verplichte minimum verzekering en had als enig actief op haar balans de twee taxi's. De vennootschappen waren minimaal gekapitaliseerd en al hun winsten werden direct door de aandeelhouder onttrokken. Walkovszky was aangereden door één van de taxi's en trachtte de vennootschap die de betreffende taxi exploiteerde, alsmede haar zustervennootschappen die tot

92 *Kinney Shoe Corp. v. Polan*, 939 F.2d 209 (4th Cir. 1991), p. 212.

93 *Thompson* 1991, p. 1991.

94 O'Neal en Thompson merken hierover op: "*Piercing the veil is strongly rooted in the bargain setting. The traditional reasons for piercing – misrepresentation, lack of formalities, undercapitalization – turn up much less frequently in tort settings.*" (O'Neal & Thompson 2010, § 8:20).

95 *Walkovszky v. Carlton*, 223 N.E.2d 6 (N.Y. 1966).

dezelfde onderneming behoorden en haar aandeelhouder Carlton, aan te spreken voor zijn schade. De door de vennootschap afgesloten verzekering dekte de schade slechts tot een bedrag van 10.000 dollar.

Het *New York Court of Appeals* stelde vast dat de verschillende vennootschappen één onderneming vormden en dat zij ook als zodanig werden aangestuurd op het gebied van financiering, reparaties en werknemers. Vervolgens overwoog het *Court* echter dat er een belangrijk verschil was tussen de eventuele aansprakelijkheid van aandeelhouder Carlton en die van de zustervennootschappen:

“[I]t is one thing to assert that a corporation is a fragment of a larger corporate combine which actually conducts the business. It is quite another to claim that the corporation is a ‘dummy’ for its individual stockholders who are in reality carrying on the business in their personal capacities for purely personal rather than corporate ends. Either circumstance would justify treating the corporation as an agent and piercing the corporate veil to reach the principal but a different result would follow in each case. In the first, only a larger corporate entity would be held financially responsible, while in the other, the stockholder would be personally liable. Either the stockholder is conducting the business in his individual capacity or he is not. If he is, he will be liable; if he is not, then it does not matter – insofar as his personal liability is concerned – that the enterprise is actually being carried on by a larger ‘enterprise entity’.”

Het *Court of Appeals* concludeerde dat in casu onvoldoende omstandigheden aanwezig waren om Carlton aansprakelijk te achten. Daartoe overwoog het *Court* dat doorbraak niet kan volgen uit het feit dat Carlton zijn onderneming had opgesplitst in meerdere (ondergekapitaliseerde) entiteiten. Dit was normaal gebruik in de taxisector en duidde niet op oneigenlijk gebruik van de beperkte aansprakelijkheid. Het *Court of Appeals* overwoog vervolgens dat het niet aan de rechter, maar aan de wetgever was om voorwaarden te verbinden aan de oprichting van een kapitaalvennootschap. Nu Carlton aan deze voorwaarden had voldaan en tevens de wettelijk verplichte verzekeringen had afgesloten, mocht hem de bescherming van de beperkte aansprakelijkheid niet ontnomen worden.

Zo overwoog het *Court of Appeals*: *“[T]he responsibility for imposing conditions on the privilege of incorporation has been committed by the Constitution to the Legislature and it may not be fairly implied, from any statute, that the Legislature intended, without the slightest discussion or debate, to require of taxi corporations that they carry automobile liability insurance over and above that mandated by the Vehicle and Traffic Law.”*

In zijn *dissenting opinion* gaf rechter Keating te kennen een ander oordeel te zijn toegedaan. Zijns inziens kon het nimmer de bedoeling van de wetgever zijn geweest om ondernemers in staat te stellen op deze manier de risico's van hun onderneming

te beperken. Met de verplichte minimum verzekering van 10.000 dollar beoogde de wetgever slechts een minimale genoegdoening te bewerkstelligen voor de onvrijwillige crediteur van die ondernemingen die onvoldoende financiering konden aantrekken om de vordering te voldoen. Het was volgens Keating niet de bedoeling van de wetgever om bescherming te bieden aan personen die hun onderneming op deze wijze vormgaven met het oogmerk om verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid te ontlopen, terwijl de onderneming genoeg winsten genereerde om passende verzekeringen af te sluiten. Zijns inziens was doorbraak op zijn plaats nu de vennootschap zodanig financieel was uitgerust dat deze niet aan haar voorzienbare verplichtingen zou kunnen voldoen:

“What I would merely hold is that a participating shareholder of a corporation vested with a public interest, organized with capital insufficient to meet liabilities which are certain to arise in the ordinary course of the corporation’s business, may be held personally responsible for such liabilities. Where corporate income is not sufficient to cover the cost of insurance premiums above the statutory minimum or where initially adequate finances dwindle under the pressure of competition, bad times or extraordinary and unexpected liability, obviously the shareholder will not be held liable.”
(Onderstr. JB)

7.8.1.2 Browning-Ferris Industries

Ook in de uitspraak van het *Court of Appeals* (7th Cir.) inzake *Browning-Ferris Industries of Illinois, Inc. v. Ter Maat* werd uitdrukkelijk overwogen dat onderkapitalisatie niet zonder meer leidt tot aansprakelijkheid van de aandeelhouders jegens de onvrijwillige crediteuren.⁹⁶ Het ging in deze zaak om de volgende situatie. De aandeelhouder en tevens enig bestuurder van een vennootschap die een vuilstortplaats exploiteerde, was verhuisd naar een andere staat en had de stortplaats onbeheerd achtergelaten. Nu de vennootschap die de stortplaats had geëxploiteerd vanaf haar oprichting was uitgerust met een marginale financiering, trachtten de personen die de vervuiling hadden opgeruimd de aandeelhouder aan te spreken op grond van de CERCLA-wet.⁹⁷ Deze wet biedt onder omstandigheden opruimers van een vervuiling het recht om de kosten daarvan te verhalen op de veroorzaker. Het *Court of Appeals* oordeelde bij monde van *justice* Posner dat de aandeelhouder ondanks de onderkapitalisatie niet aansprakelijk was, omdat geen schending van

⁹⁶ *Browning-Ferris Industries of Illinois, Inc. v. Ter Maat*, 195 F.3d 953 (7th Cir. 1999).

⁹⁷ The *Comprehensive Environmental Response, Compensation, and Liability Act* (CERCLA) is in 1980 door het Amerikaanse Congres aangenomen en voorziet onder meer in mogelijkheden om personen die verantwoordelijk zijn voor een bodemverontreiniging te verplichten deze ongedaan te maken of de kosten te dragen van de opruimwerkzaamheden. Zie hierover Mellenbergh 2009, p. 436 e.v.

vormvoorschriften had plaatsgevonden en de vennootschap daarom niet kon worden aangemerkt als één van de bekende metaforen (een *shell company*, *alter ego* etc.). Dat de aandeelhouder door de onderkapitalisatie kosten had geëxternaliseerd naar de opruimers die onvrijwillig crediteur van de vennootschap waren geworden, deed daar niets aan af. Volgens Posner had de wetgever hiervoor in een oplossing moeten voorzien.

Posner overwoog namens het *Court of Appeals*: “[I]t could be argued that enterprises engaged in potentially hazardous activities should be prevented from externalizing the costs of those activities, by being required to maintain or at least endeavor to maintain a sufficient capital cushion to be answerable in a tort suit should its activities cause harm, give rise to liability, on pain of its shareholders’ and affiliates’ losing their limited liability should the corporation fail to do this. This argument has not carried the day in any jurisdiction that we are aware of, presumably because of the risks that it would impose on shareholders and because the potential victims of the corporation’s hazardous activities can be protected without making inroads into limited liability by requiring enterprises engaged in such activities to post a bond large enough to assure that any judgment against the corporation will be collectible.”

7.8.2 Wel een rol voor onderkapitalisatie bij onvrijwillige crediteuren

In een bescheiden hoeveelheid rechtspraak is overwogen dat onderkapitalisatie wél een belangrijke omstandigheid vormt bij doorbraak ten behoeve van onvrijwillige crediteuren. Zo overwoog het *Court of Appeals* (5th Cir.) inzake *Gardemal v. Westin Hotel* dat onderkapitalisatie een cruciale factor is bij *veil piercing* en met name ten aanzien van crediteuren uit onrechtmatige daad.⁹⁸ In de desbetreffende casus oordeelde het *Court of Appeals* echter dat niet vaststond dat de vennootschap haar verplichtingen niet zou kunnen nakomen en doorbraak daarom niet mogelijk was. Ook het *Supreme Court* van North Dakota heeft benadrukt dat onderkapitalisatie een belangrijke factor is bij doorbraak, in het bijzonder indien het gaat om de vordering van een onvrijwillige crediteur:

“In tort cases, a lack of capitalization is particularly significant [...] [T]he essence of the requirement for fairness is that an individual cannot hide from the normal consequences of corporate entrepreneuring by doing so through a corporate shell.”⁹⁹

Het *Supreme Court* verwees in deze zaak naar een eerdere uitspraak waarin het had benadrukt dat achter de doorbraak van aansprakelijkheid ten behoeve van

⁹⁸ *Gardemal v. Westin Hotel Co.*, 186 F.3d 588, 594 (5th Cir. 1999).

⁹⁹ *Axtmann v. Chillami*, 740 N.W2d 838, 834-44 (N.D. 2007).

onvrijwillige crediteuren een andere gedachte schuil gaat dan achter doorbraak bij contractuele crediteuren.

In deze eerdere uitspraak was als volgt overwogen: “*In an ordinary tort case, the debtor-creditor relationship is forced upon the creditor by the occurrence of the unexpected tort itself. Thus, of particular significance in most tort cases is whether the corporation is undercapitalized, and the question involves an added public policy consideration, i.e., whether an individual should be able to transfer a risk of loss or injury to members of the public in the name of a corporation that is marginally financed.*”¹⁰⁰ (Onderstr. JB)

7.9 Een alternatieve oplossing voor doorbraak vanwege onderkapitalisatie: enterprise liability?

In de vorige twee paragrafen is geïllustreerd dat de rechtspraak verdeeld is over de vraag welke rol onderkapitalisatie zou moeten spelen bij doorbraak ten behoeve van contractuele en onvrijwillige crediteuren. In de juridische literatuur heeft dit geleid tot kritiek, met name op het gegeven dat veel rechters niet bereid zijn door te breken ten behoeve van onvrijwillige crediteuren van ondergekapitaliseerde dochtervennootschappen in concernverhoudingen.

Zo stelt Thompson: “*The continuing puzzle is why courts remain so willing to provide limited liability to parent corporations in tort cases. The various arguments for limited liability do not have much impact in the parent-subsidary situation. There do not appear to be large transaction costs to reach the parent corporation. There is no impact on the public market for shares of the subsidiary. No adverse diversification effects appear that would lead to overdeterrence or excessive monitoring. Yet externalization of some of the costs of the business clearly does occur. Even if piercing would be harsh to a passive parent corporation that did not participate in the wrongful action, it would seem to be outweighed by the harshness to those injured.*”¹⁰¹ (Onderstr. JB)

Sommige auteurs hebben betoogd dat het *veil piercing* leerstuk niet geschikt is voor toepassing op dochtervennootschappen in concernverhoudingen, en de introductie van een alternatieve benaderingswijze bepleit: *enterprise liability*.¹⁰² Dit houdt kort gezegd in dat de verschillende vennootschappen waaruit een onderneming bestaat, worden behandeld als één entiteit en iemand met een vordering op één van de

¹⁰⁰ *Jablonsky v. Klemm*, 377 N.W.2d 560 (N.D. 1985), voetnoot 1.

¹⁰¹ Thompson 1994, p. 40.

¹⁰² Sommige auteurs zien in de bewoordingen van het *New York Court of Appeals* in de hiervoor besproken *Walkovzsky* uitspraak een eerste aanzet tot een leerstuk van *enterprise liability*. Zie bijvoorbeeld Blumberg 1986, voetnoot 336 en Hamilton & Freer 2010, p. 221. Nu de *Walkovzsky*-zaak na de uitspraak van het *Court of Appeals* is geschikt, is onduidelijk of *Walkovzsky* had kunnen doorbreken naar de andere negen vennootschappen waaruit de taxi-onderneming bestond.

vennootschappen zich kan verhalen op alle vennootschappen die deel uitmaken van de onderneming. Waar bij *piercing the corporate veil* verticaal wordt doorgebroken naar de aandeelhouder, impliceert *enterprise liability* in beginsel een horizontale doorbraak.¹⁰³ De natuurlijke personen die achter de onderneming schuil gaan, blijven dus buiten schot. Hoewel *enterprise liability* in de meeste staten niet aanvaard is, lijkt het leerstuk inmiddels in een klein aantal staten wél te worden toegepast.¹⁰⁴

Een voorbeeld van de toepassing van *enterprise liability* is de uitspraak inzake *Gartner v. Snyder*.¹⁰⁵ Een ontwikkelaar had drie verschillende vennootschappen gebruikt om een vastgoedproject te ontwikkelen. De drie vennootschap opereerden alsof zij één en dezelfde waren: er was één boekhouding, één kantoorruimte en er werden geen aparte vergaderingen gehouden. Daarnaast waren de vennootschappen ondergekapitaliseerd. Het *Court of Appeals (2d Cir.)* overwoog dat in deze omstandigheden een crediteur van één van de vennootschappen niet kon doorbreken naar de achterliggende aandeelhouder, maar overwoog daarbij dat aansprakelijkheid van de twee zustervenootschappen mogelijk was, gezien het feit dat zij onderdeel uitmaakten van dezelfde onderneming.

Een ander voorbeeld betreft de uitspraak van een *California District Court of Appeal* inzake *Pan Pacific Sash & Door Co. v. Greendale Park, Inc.*. Daarin werd *enterprise liability* uitdrukkelijk aanvaard.¹⁰⁶ Een vastgoed onderneming was ondergebracht in een tweetal vennootschappen, waarbij één vennootschap eigenaar was van al het onroerend goed (de 'activa-vennootschap') en de andere vennootschap verantwoordelijk was voor de bouwwerkzaamheden en ten behoeve van de onderneming alle schulden aanging ('de schulden-vennootschap'). Een leverancier die een vordering had op laatstgenoemde vennootschap trachtte de activa-vennootschap hiervoor aan te spreken. Het *District Court of Appeal* oordeelde dat verhaal op de activa-vennootschap mogelijk was omdat een andersluidend oordeel tot een onredelijke uitkomst zou leiden. Aan deze beslissing droeg een aantal omstandigheden bij: zo was de schulden-vennootschap ondergekapitaliseerd, werd door beide vennootschappen één en dezelfde onderneming gedreven en hadden zij dezelfde aandeelhouders, bestuurders en werknemers.

Hoewel een aantal juridische auteurs zich hevig verzet tegen *enterprise liability*, is er ook een aanzienlijke groep auteurs die daarvoor pleit.¹⁰⁷ Algemeen wordt onderkend dat een strikte handhaving van de beperkte aansprakelijkheid in concernverband ondernemingen in staat stelt om kosten te externaliseren naar met name zwakke contractuele en onvrijwillige crediteuren. Bainbridge pleit daarom voor de

103 Bainbridge 2009, p. 68-69. In beginsel, omdat *enterprise liability* ook leidt tot een verticale doorbraak indien er gebruik wordt gemaakt van één of meerdere holding maatschappijen.

104 Zie voor een overzicht Presser 2010, § 1.9.

105 *Gartner v. Snyder*, 607 F.2d 582 (2d Cir. 1979).

106 *Pan Pacific Sash & Door Co. v. Greendale Park, Inc.*, 333 P.2d 802 (Cal. App. 1958).

107 Voorstanders zijn bijvoorbeeld Bainbridge 2002, Blumberg 1985, Mendelson 2002, Thompson 2005 en Dearborn 2009.

introductie van een systeem van *enterprise liability*, mede om de afschaffing van het leerstuk van *piercing the corporate veil* te faciliteren.¹⁰⁸ Over de exacte invulling van een eventuele *enterprise liability* bestaat echter geen consensus. Sommige auteurs menen dat controle-uitoefening door de aandeelhouder over de vennootschap daarvoor leidend zou moeten zijn,¹⁰⁹ terwijl andere auteurs zich op het standpunt stellen dat alleen aandeelhouders die geen natuurlijk persoon zijn aansprakelijk dienen te zijn, en dan nog slechts voor de schulden uit onrechtmatige daad.¹¹⁰

7.10 De rol van vermogensonttrekkingen bij veil piercing

Op de ongewogen waslijst van omstandigheden die kunnen bijdragen aan de beslissing van rechters om tot doorbraak over te gaan, staat naast ‘onderkapitalisatie’ vaak ‘*asset siphoning*’; ofwel vermogensonttrekking door aandeelhouders. Het onderscheid tussen onderkapitalisatie en ongeoorloofde vermogensonttrekkingen is niet zelden diffuus.¹¹¹ Dit wordt mijns inziens mede veroorzaakt doordat sommige rechters de term onderkapitalisatie gebruiken om aan te geven dat een vennootschap na een vermogensonttrekking over onvoldoende resterend eigen vermogen beschikte. In dit geval is in de onderkapitalisatie niet het verwijtbare handelen van de aandeelhouder gelegen, maar is de onderkapitalisatie slechts het gevolg van het verwijtbare handelen (te weten: de ongeoorloofde vermogensonttrekking).

Zo heeft Blumberg overwogen: “*When [...] a corporation that was adequately capitalized on inception becomes seriously undercapitalized as a result of asset-stripping, courts may properly rely on that subsequent inadequacy as a ground for the imposition of contract liability. [...] It should be recognized, however, that the crucial factor is the asset-stripping; the resulting inadequate capitalization or insolvency is simply a consequence accompanying the injury to the creditor.*”¹¹²

Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders zijn vanzelfsprekend in beginsel toegestaan. Het feit dat voorafgaande aan het faillissement vermogensonttrekkingen hebben plaatsgevonden, kan daarom uitsluitend bijdragen aan doorbraak van aansprakelijkheid, indien de financiële positie van de vennootschap de onttrekkingen niet toeliet.

¹⁰⁸ Bainbridge 2002, p. 168.

¹⁰⁹ Mendelson 2002.

¹¹⁰ Dearborn 2009.

¹¹¹ “*The distinction between undercapitalization and transfers of assets or asset stripping is not always easy to make; courts often do not discuss whether the financial weakness of a subsidiary arises from an original inadequacy of capitalization, from enterprise-wide money-management policies, or even from subsequent economic reverses.*” (Vandekerckhove 2007, p. 107).

¹¹² Blumberg 2010, § 69.06.

Zo overwoog het *Southern District Court New York*: “To show that corporate assets have been siphoned off to the detriment of creditors more is necessary than a recitation of the salaries paid to corporate officers [shareholders]. Some showing is required that in light of the corporation’s financial status the salaries paid were so excessive as fraudulently to deplete the assets available to creditors.”¹¹³

De vermogensonttrekkingen die door rechters relevant worden geacht, kunnen een veelheid van vormen aannemen; dividenduitkeringen, inkoop van eigen aandelen, betalingen op aandeelhoudersleningen, *management*vergoedingen, salarissen, leningen aan de aandeelhouder of groepsmaatschappijen en onttrekkingen zonder enige rechtsgrond komen allemaal met regelmaat voor in de doorbraak-jurisprudentie. Amerikaanse rechters maken doorgaans geen onderscheid tussen onttrekkingen die de solvabiliteit van de vennootschap aantasten (zoals formele uitkeringen) en onttrekkingen aan uitsluitend de liquiditeit van de vennootschap (zoals leningen aan groepsmaatschappijen).

Rechters lijken in het bijzonder waarde toe te kennen aan vermogensonttrekkingen indien deze onderdeel uitmaakten van een door de aandeelhouder gebruikte constructie om het verhaal van specifieke crediteuren illusoir te maken.¹¹⁴ Zo had in de *Tigrett*-zaak de enig aandeelhouder en bestuurder van een vennootschap alle bestanddelen van de door de vennootschap gedreven onderneming aan zichzelf overgedragen ter voldoening van een schuld die de vennootschap aan hem had.¹¹⁵ Op het moment dat deze transactie plaatsvond, was de vennootschap insolvent en verwickeld in een gerechtelijke procedure. De aandeelhouder had de verkregen activa vervolgens ingebracht in een nieuwe vennootschap die de onderneming voortzette. De crediteur die kort na de overdracht op grond van de rechtszaak een vordering op de oorspronkelijke vennootschap kreeg, trachtte de aandeelhouder (en diens andere vennootschappen) aan te spreken. Het *Texas Court of Civil Appeals* oordeelde dat de vennootschap bij haar oprichting was ondergekapitaliseerd. De vennootschap was uitgerust met slechts 1000 dollar kapitaal terwijl de aandeelhouder vanaf de oprichting grote bedragen aan de vennootschap had moeten lenen om de activiteiten te kunnen financieren. Daarnaast stond onomstotelijk vast dat de aandeelhouder ten tijde van de afbetaling wist dat de vennootschap insolvent was en meer crediteuren had dan hijzelf. Het *Court of Civil Appeals* oordeelde dat onder deze omstandigheden de aandeelhouder kon worden aangesproken voor de verplichting van de vennootschap jegens de crediteur. Opmerkelijk genoeg overwoog het *Court* daarbij dat de verschillende omstandigheden individueel onvoldoende grondslag opleverden voor een doorbraak, maar tezamen daarvoor wel voldoende

113 *Gonzalez v. Progressive Tool & Die Co.*, 455 F.Supp. 363 (E.D.N.Y. 1978), p. 367.

114 Zie bijvoorbeeld *JSC Foreign Econ. Ass’n Technostroyexport v. Int’l Dev. & Trade Servs.*, 386 F. Supp.2d 461, 476 (S.D.N.Y.2005); *accord Capital Distrib. Servs., Ltd. v. Ducor Express Airlines*, No. 04-CV-5303 (NG)(VVP), 2007 WL 1288046, (E.D.N.Y. May 1, 2007).

115 *Tigrett v. Pointer*, 580 S.W.2d 375, 396 (Tex. Ct. App. 1978).

aanleiding gaven. Dat roept overigens de vraag op of de rechter in de onderhavige casus het verwijt van de initiële onderkapitalisatie wel nodig had. Er was meer dan 23 jaar verstreken tussen de oprichting en de rechtszaak. De gedachte die veeleer aan de uitspraak ten grondslag lijkt te liggen, is dat de door de aandeelhouder verstrekte leningen dienden te worden aangemerkt als het kapitaal van de vennootschap en deze daarom niet mochten worden terugbetaald op het moment dat de vennootschap insolvent was.

Zo overwoog het Court: “Here, the operation of the business on funds provided by unsecured loans from the sole stockholder, rather than on equity capital subscribed or contributed in the usual manner, created the false appearance of a corporation with substantial assets, although those assets were subject to withdrawal at will by the sole stockholder in satisfaction of the corporation’s indebtedness to him. [...] Under these circumstances the insolvency, or prospective insolvency, of the corporation at the time of withdrawal of the assets is crucial in determining his right to do so to the detriment of other creditors.”¹¹⁶

7.11 Conclusie

Achter de term *piercing the corporate veil* blijkt een welhaast ondoordringbaar moeras schuil te gaan van gerechtelijke uitspraken inzake de aansprakelijkheid van aandeelhouders jegens de crediteuren van de vennootschap. Door het gebruik van metaforen en ongewogen waslijsten van relevante omstandigheden ontnemen veel Amerikaanse rechters het zicht op de daadwerkelijke overwegingen die ten grondslag liggen aan hun oordeel om wel of niet tot *veil piercing* over te gaan. Wél is duidelijk dat in veel zaken waarin doorbraak plaatsvindt, rechters overwegen dat de vennootschap was ondergekapitaliseerd. Hoewel een eenduidige definitie van dat begrip ontbreekt, lijkt een meerderheid van de rechters daarmee te verwijzen naar het gegeven dat de vennootschap ten tijde van oprichting financieel niet adequaat was uitgerust om de redelijkerwijs voorzienbare risico’s te dragen. Het in de rechtseconomische literatuur bepleitte onderscheid tussen aansprakelijkheid jegens contractuele crediteuren en jegens onvrijwillige crediteuren, wordt door de rechters slechts in beperkte mate aangelegd. In nagenoeg alle Amerikaanse jurisdicties wordt onderkapitalisatie als onvoldoende beschouwd om zelfstandig, zonder bijkomende factoren, een doorbraak te rechtvaardigen. Een bijkomende factor kan bijvoorbeeld bestaan uit vermogensonttrekkingen op het moment dat de financiële positie van de vennootschap deze niet toeliet.

¹¹⁶ *Tigrett v. Pointer*, 580 S.W.2d 375, 396 (Tex. Ct. App. 1978).

HOOFDSTUK 8

FINANCIERING & EQUITABLE SUBORDINATION

8.1 Inleiding

Het is niet ongebruikelijk dat aandeelhouders bij oprichting de vennootschap niet louter financieren met eigen vermogen door storting op aandelen, maar tevens vreemd vermogen aan de vennootschap verschaffen. Daarnaast verstrekken aandeelhouders met regelmaat op een later moment leningen aan de vennootschap omdat deze behoefte heeft aan extra financiering. Indien de vennootschap daarna failleert, ontstaat in de VS niet zelden een geschil over de vorderingen van de aandeelhouder uit hoofde van de kredietverlening. Curatoren trachten met regelmaat de vorderingen van de aandeelhouder achter te stellen bij die van de concurrente crediteuren. Er bestaat daarom een omvangrijke hoeveelheid jurisprudentie over de vraag hoe de kredietverlening door aandeelhouders dient te worden beoordeeld, onder meer in het licht van een eventuele onderkapitalisatie. Daarmee is niet gezegd dat de doctrine inmiddels kraakhelder is. Het is echter wel mogelijk om op basis van de reeds geslagen piketpaaltjes de contouren van het leerstuk in kaart te brengen.

8.2 Achterstelling: ontwikkeling van het leerstuk

8.2.1 De regeling in de Bankruptcy Code

Op grond van § 510 (c) van de *Bankruptcy Code* (BC) heeft een *bankruptcy court* de bevoegdheid om op grond van beginselen van billijkheid (*equity*) vorderingen geheel of ten dele achter te stellen bij alle of specifieke andere vorderingen in faillissement. Daarnaast kan een *bankruptcy court* bepalen dat aan de vordering verbonden zekerheidsrechten overgaan op de boedel. De relevante tekst van de bepaling luidt als volgt:

§ 510. Subordination

[...]

(c) Notwithstanding subsections (a) and (b) of this section, after notice and a hearing, the court may—

(1) under principles of equitable subordination, subordinate for purposes of distribution all or part of an allowed claim to all or part of another allowed claim or all or part of an allowed interest to all or part of another allowed interest; or

(2) order that any lien securing such a subordinated claim be transferred to the estate.

Het leerstuk van *equitable subordination* beoogt te voorkomen dat een crediteur die frauduleuze of anderszins *inequitable* handelingen heeft verricht, in faillissement op gelijke voet met – of zelfs met voorrang boven – de overige crediteuren mag delen in de opbrengst van de boedel. Zoals het een *common law* jurisdictie betaamt, is het achterstellingsleerstuk in de VS oorspronkelijk ontwikkeld in de rechtspraak. Al geruime tijd voor de codificatie van § 510 (c) BC in 1978, achtten faillissementsrechtbanken zich bevoegd over te gaan tot de achterstelling van bepaalde vorderingen op grond van beginselen van ‘billijkheid’ (*equity*). In de aanloop naar de wettelijke introductie van de bevoegdheid heeft het Amerikaanse Congres aangegeven dat het bewust koos voor een algemene bepaling zonder specifiek geformuleerde criteria voor achterstelling, om zo de ontwikkeling van het leerstuk over te laten aan doctrine en rechtpraak.¹ De jurisprudentie van vóór de codificatie speelt dus nog altijd een belangrijke rol en zal daarom hierna kort worden uiteengezet.

8.2.2 Het Supreme Court legt de basis

8.2.2.1 Taylor v. Standard Gas (1939): de Deep Rock doctrine

De basis voor de achterstelling van vorderingen is gelegd door het *US Supreme Court* in 1919 in zijn oordeel inzake *Deep Rock*.² *Standard Gas & Electric (Standard)* was meerderheidsaandeelhouder van *Deep Rock Oil Corp (Deep Rock)*. *Deep Rock* was in 1919 opgericht om een onderneming van een derde over te nemen. De vennootschap was vanaf haar oprichting ondergekapitaliseerd of, in de woorden van haar bestuurders, “*two jumps ahead of the wolf*”.³ Toen *Deep Rock* in 1933 faillieerde, diende *Standard* een vordering van bijna 10 miljoen dollar ter verificatie in bij de curator.⁴ De grondslag van de vordering betrof een schuld in rekening-courant van *Deep Rock* aan haar moedervernootschap, voortvloeiende uit een grote hoeveelheid transacties tussen beide venootschappen. Ruim een derde van de vordering bestond uit nog niet uitbetaalde dividenduitkeringen. Andere schulden van *Deep Rock* aan *Standard* betroffen hoge *management fees* en verplichtingen uit lease-overeenkomsten. Over alle verplichtingen was *Deep Rock* tevens een hoog rentepercentage verschuldigd.

Het *Supreme Court* stelde vast dat de oorzaak van het faillissement van *Deep Rock* niet alleen gelegen was in de enorme schuld aan haar moeder, maar ook voortvloeiende uit het feit dat haar aandeelhouder en bestuurders stelselmatig het

1 1987 U.S.C.C.A. 5787, p. 6542. Zie tevens Nozemack 1999, p. 693.

2 *Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939).

3 *Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939), p. 545.

4 *Deep Rock* werd gereorganiseerd onder *Chapter 11* BC. De vraag naar de status van de vordering van *Standard* was daarom relevant voor het bepalen van haar aanspraken op grond van het reorganisatieplan.

belang van de moedervennootschap hadden laten prevaleren boven dat van *Deep Rock*. Het *Court* overwoog dat *Deep Rock* van meet af aan was ondergekapitaliseerd, onder meer blijkende uit het feit dat *Standard* haar balans meerdere keren had moeten versterken, en haar werkkapitaal keer op keer niet afdoende bleek voor de door de vennootschap uitgeoefende ondernemingsactiviteiten.⁵ De dividenduitkeringen in deze zware tijden hadden met name ten doel gehad om een aantal preferente aandeelhouders zoet te houden;⁶ *Standard* had liquide middelen aan *Deep Rock* verstrekt om de uitkeringen op de prefs te kunnen financieren. Daarnaast overwoog het *Supreme Court* dat het, op basis van de verslaglegging van de duizenden transacties tussen *Deep Rock* en haar aandeelhouder, onmogelijk was om te bepalen hoe *Deep Rock* er voor zou hebben gestaan indien zij wel over een adequate financiering en behoorlijke bestuurders had beschikt. Daarom werd de vordering van *Standard* achtergesteld bij de vorderingen van alle andere crediteuren, en tevens bij die van de preferente aandeelhouders.

8.2.2.2 Pepper v. Litton (1939): verruiming van de doctrine

Een op de zelfde leest geschoeide zaak betreft de uitspraak van het *Supreme Court* in de casus *Pepper v. Litton*.⁷ De heer *Litton* was de enig aandeelhouder en bestuurder van *Dixie Split Coal Company (Dixie Split)*. *Pepper* was een crediteur van *Dixie Split* en sprak de vennootschap in rechte aan voor onbetaald gebleven *royalties*. Terwijl deze zaak aanhangig was, diende *Litton* een vordering in bij *Dixie Split* voor onbetaald salaris. Door uitoefening van zijn controle over *Dixie Split* zorgde *Litton* ervoor dat de vennootschap zijn loonvordering in rechte erkende waarna hij beslag kon leggen op al haar activa. *Litton* stuurde echter verder niet aan op betaling van de vordering, maar wachtte rustig de procedure inzake de vordering van *Pepper* af.⁸ Nadat de vordering van *Pepper* werd toegewezen, ging *Litton* pas tot executie over. Tijdens de executieveiling kocht *Litton* alle vermogensbestanddelen van *Dixie Split*. Toen *Dixie Split* vervolgens failleerde, diende *Litton* zijn (resterende) vordering voor de onbetaald gebleven salarissen in bij de curator.

5 “From the outset *Deep Rock* was insufficiently capitalized, was topheavy with debt and was in parlous financial condition. [...] So inadequate was *Deep Rock*’s capitalization that, in the period from organization to 1926, the balance due on open account to *Standard* grew more than \$14,800,000.” (*Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939), p. 547).

6 Bij het uitblijven van dividenduitkeringen zouden de preferente aandeelhouders zeggenschapsrechten verwerven. Het *Supreme Court* oordeelt over het dividendbeleid: “Whatever may be the fact as to the legality of such dividends judged by the balance sheets and earnings statements of *Deep Rock*, it is evident they would not have been paid over a long course of years by a company on the precipice of bankruptcy and in dire need of cash working capital.” (*Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939), p. 323).

7 *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939).

8 In de woorden van het *Court*: “[...] waiting quietly until the outcome of the *Pepper* suit was definitely known.”

Het *Supreme Court* haalde de beslissing inzake *Deep Rock* aan en wees vervolgens op de zorgplichten van aandeelhouders en bestuurders jegens de vennootschap en haar belanghebbenden:

*“A director is a fiduciary. (...) So is a dominant or controlling stockholder. (...) Their powers are powers in trust. (...) Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where any of their contracts or engagements with the corporation is challenged the burden is on the director or stockholder not only to prove the good faith of the transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein. (...) The essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction carries the earmarks of an arm’s length bargain. If it does not, equity will set it aside.”*⁹

Het *Supreme Court* overwoog dat transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders tegen niet markt-conforme voorwaarden aanleiding konden geven tot achterstelling. Het *Court* gaf een aantal voorbeelden van situaties waarin daarvan sprake kon zijn, bijvoorbeeld indien de aandeelhouder van zijn dominante positie gebruik had gemaakt om de vennootschap ‘uit te buiten’. Het *Supreme Court* concludeerde dat *Litton* in casu zijn strategische positie als *insider* had misbruikt ten detrimente van *Pepper*; er was sprake van een frauduleuze constructie die het doel had om aan de betaling van de vordering van *Pepper* te ontkomen. Deze handelwijze kwalificeerde als “*unfair dealing*”, zodat de vordering van *Litton* diende te worden achtergesteld bij alle overige crediteuren.

In een obiter dictum overwoog het *Supreme Court* dat ook een te geringe kapitalisatie aanleiding kon geven tot achterstelling van vorderingen van aandeelhouders:

*“[S]o-called loans or advances by the dominant or controlling stockholder will be subordinated to claims of other creditors and thus treated in effect as capital contributions by the stockholder not only in the foregoing types of situations but also where the paid-in capital is purely nominal, the capital necessary for the scope and magnitude of the operations of the company being furnished by the stockholder as a loan.”*¹⁰

Volgens de juridische literatuur hield de beslissing inzake *Pepper v. Litton* een aanzienlijke verruiming in van de achterstellingsdoctrine.¹¹ De overwegingen van het *Supreme Court* zouden suggereren dat voor achterstelling niet vereist is dat

⁹ *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939), p. 306.

¹⁰ *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939), p. 309.

¹¹ Zie Dickens 1987, p. 806 en Nozemack 1999, p. 696.

frauduleuze activiteiten, controle over de vennootschap of onderkapitalisatie aanwezig is. Louter het handelen van een *fiduciary* in strijd met zijn fiduciaire plichten ten koste van de vennootschap of haar crediteuren zou voldoende zijn voor achterstelling.¹² Het *Supreme Court* had immers overwogen dat in dergelijke gevallen “*the bankruptcy court will invoke its powers to the end that fraud will not prevail, that substance will not give way to form, that technical considerations will not prevent substantial justice from being done.*”¹³

8.2.2.3 Comstock v. Group of Institutional Investors (1948): terug naar de basis

Tien jaar na deze twee belangrijke uitspraken inzake achterstelling, beperkt het *US Supreme Court* de *Deep Rock* doctrine. De casus waarover diende te worden geoordeeld in de *Comstock* zaak betrof een zeer complexe reorganisatie van een spoorwegmaatschappij onder *Chapter 11*.¹⁴ Op deze uitspraak zal nader worden ingegaan in par. 7. Het is hier echter van belang dat het *Supreme Court* in deze uitspraak expliciet overwoog dat het uitoefenen van controle over een (dochter) vennootschap door de wet niet wordt verboden. Het *Supreme Court* benadrukte dat de *Deep Rock* doctrine pas een rol gaat spelen indien een *fiduciary* die controle uitoefent, zichzelf verrijkt ten koste van de vennootschap en haar crediteuren, en overwoog tevens dat zijn uitspraak inzake *Pepper v. Litton* “*was based on the equities of the case – the history of spoliation, mismanagement, and faithless stewardship of the affairs of the subsidiary by Standard to the detriment of the public investors.*”

De kredietverstrekende moedervernootschap in de *Comstock* casus gebruikte haar controle naar het oordeel van het *Supreme Court* te goeder trouw en bevorderde daarmee zelfs de belangen van de vennootschapscrediteuren.¹⁵ Daarom diende haar vordering in de reorganisatie niet te worden achtergesteld. In de juridische literatuur en rechtspraak wordt aan dit oordeel de conclusie verbonden dat voor achterstelling vereist is dat er sprake is van *inequitable conduct* in combinatie met *bad faith*.¹⁶ Het *Supreme Court* kwam overigens niet gemakkelijk tot dit oordeel; van de negen rechters bereikten er vier een andere conclusie. In hun *dissenting opinion* stelden zij dat de *Deep Rock* doctrine niet louter zag op situaties waarin sprake was van *bad faith*; de aan de doctrine ten grondslag liggende beginselen van rechtvaardigheid

12 Het *Supreme Court* overweegt immers op p. 310: “[A] sufficient consideration may be simply the violation of rules of fair play and good conscience by the claimant; a breach of the fiduciary standards of conduct which he owes the corporation, its stockholders and creditors.”

13 *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939), p. 305.

14 *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948).

15 De vraag of het handelen van de moedervernootschap daadwerkelijk de belangen van de dochtervennootschap bevorderde, zal in par. 7 aan bod komen.

16 Zie bijvoorbeeld Nozemack 1999, p. 695, Dickens 1987, p. 827 en DeNatale & Abram 1985, p. 428.

(equity) zagen naar hun oordeel ook op de algehele rechtvaardigheid van de transacties tussen moeder en dochter vanuit een objectief perspectief.¹⁷

8.3 Vereisten voor achterstelling

8.3.1 Een driedelige achterstellingstoets

In de uitspraak van het *Court of Appeals* (5th Cir.) inzake *Mobile Steel* is een driedelige test geformuleerd die inmiddels door alle rechters wordt gehanteerd om te bepalen of achterstelling in een concrete casus dient plaats te vinden.¹⁸ Achterstelling wordt toegepast indien (i) sprake is van ‘*inequitable conduct*’ door de betreffende crediteur/aandeelhouder, (ii) dat heeft geresulteerd in schade voor de overige crediteuren of een ‘*inequitable*’ voordeel voor de betreffende crediteur/aandeelhouder en (iii) de achterstelling niet in strijd is met de *Bankruptcy Code*.¹⁹

8.3.2 De crux: inequitable conduct

In de rechtspraak en literatuur wordt algemeen onderkend dat de toepassing van het tweede en derde deel van de driedelige *Mobile Steel* test weinig problemen geeft. Het aantonen van nadeel voor crediteuren of ongerechtvaardigd voordeel voor de aandeelhouder blijkt doorgaans weinig problematisch. Uit rechtspraak blijkt dat het moet gaan om schade die is toegebracht aan bestaande of toekomstige crediteuren van de vennootschap.²⁰ Voldoende is dat het *inequitable* gedrag de kansen voor de concurrente crediteuren om hun vorderingen voldaan te krijgen, heeft doen afnemen.²¹ Sinds de introductie van § 510 (c) BC wordt het derde vereiste – de achterstelling is niet in strijd met de *Bankruptcy Code* – als overbodig beschouwd. De kern van de *Mobile Steel* test is daarom gelegen in het eerste element:

17 “It is no answer to Comstock’s claim that the District Court found that the transactions giving rise to the MOP claim were carried out in good faith. The equities which form the Deep Rock doctrine relate not alone to matters of bad faith. (...) They are also concerned with the essential fairness and propriety of transactions from an objective standpoint.” (*Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 235-238).

18 *In re Mobile Steel Co.*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977).

19 “[T]hree conditions must be satisfied before exercise of the power of equitable subordination is appropriate. (i) The claimant must have engaged in some type of inequitable conduct. (ii) The misconduct must have resulted in injury to the creditors of the bankrupt or conferred an unfair advantage on the claimant. (iii) Equitable subordination of the claim must not be inconsistent with the provisions of the Bankruptcy Act.” (*In re Mobile Steel Co.*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977), p. 699 e.v.). Deze toets is in 1996 aangehaald door het *US Supreme Court* in *U.S. v. Noland*, 517 U.S. 535, 116 S. Ct. 1524, 134 L. Ed. 2d 748 (1996).

20 *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958). Zie hierover DeNatale & Abram 1985, p. 417.

21 *Creditor’s Comm. of Trantex Corp. v. Baybank Valley Trust Co.*, 10 B.R. 235. Zie echter voor een recenter voorbeeld van een casus waarin het tweede vereiste van de *Mobile Steel* toets aan de achterstelling in de weg stond wegens een gebrek aan benadeelde crediteuren: *In Re Sunshine Three Real Estate Corp.*, 426 B.R. 6 (Bankr. D. Mass. 2010).

inequitable gedrag. “*In the end, the test comes down to inequitable conduct*”, zo concludeert Gevurtz.²² Het is dan ook dit deel van de test dat verreweg de meeste vragen doet rijzen.²³

In *Mobile Steel* en latere rechtspraak is bepaald dat *inequitable* gedrag kan bestaan uit (i) onderkapitalisatie, (ii) fraude, wanbeleid of handelen in strijd met een fiduciaire plicht of (iii) het gebruik van de vennootschap als een *mere instrumentality* of *alter ego*.²⁴ Daarbij zij echter wel opgemerkt dat het *Supreme Court* weliswaar heeft geconstateerd dat veel rechters *inequitable* gedrag vereisen voor achterstelling, maar ruimte heeft gelaten voor de mogelijkheid dat achterstelling op goede gronden plaatsvindt zonder dat *inequitable* gedrag heeft plaatsgevonden.²⁵ Ook het Amerikaanse *Congres* heeft tijdens de codificatie van § 510 (c) BC aangegeven dat voor achterstelling doorgaans *inequitable* gedrag nodig zal zijn, zonder uitdrukkelijk te overwegen dat het een noodzakelijk vereiste is.²⁶

Uit *Mobile Steel* blijkt tevens dat er geen relatie hoeft te zijn tussen het *inequitable* gedrag dat aanleiding vormt voor de achterstelling en de vordering die wordt achtergesteld. Daarnaast staat sinds deze uitspraak vast dat achterstelling zich dient te beperken tot het bedrag dat nodig is om het door het *inequitable* gedrag veroorzaakte nadeel ongedaan te maken. Achterstelling heeft kortom geen punitieve functie.²⁷

8.4 De aandeelhouder als insider

8.4.1 Kwalificatie als insider leidt niet automatisch tot achterstelling

Aanvankelijk had de *Commission on Bankruptcy Laws of the United States* bij de introductie van § 510 (c) voorgesteld om alle vorderingen van *insiders* van de vennootschap zonder meer achter te stellen. Het voorstel bepaalde dat “*any claim,*

²² Gevurtz 2000, p. 148.

²³ Zie bijvoorbeeld Nozemack 1999, p. 698.

²⁴ In *Mobile Steel* verwoordde het *Court of Appeals* (5th Cir.) het als volgt: “[T]he alleged misconduct can be divided into three classes. [...] A. Initial Undercapitalization. [...] B. Mismanagement, Breach of Fiduciary Duties, and Abuse of Fiduciary Position [...]. C. Other Allegedly Inequitable Conduct.”

²⁵ *U.S. v. Noland*, 517 U.S. 535, 116 S. Ct. 1524, 134 L. Ed. 2d 748 (1996). Zie tevens *American Jurisprudence*, 2nd Ed., § 3397 (update 2010).

²⁶ “The Bill provides [...] that any subordination ordered under this provision must be based on principles of equitable subordination. These principles are defined by case law, and have generally indicated that a claim may normally be subordinated only if its holder is guilty of misconduct.” Zie 1987 U.S.C.C.A. 5787, p. 6542.

²⁷ Dat achterstelling louter ten doel mag hebben het geleden nadeel op te heffen is door het *Court of Appeals* (3d Cir.) bevestigd in *Cohen v. KB Mezzanine Fund II, LP* (*In re SubMicron Sys. Corp.*), 432 F.3d 448 (3d. Cir. 2006).

*whether secured or unsecured, of any principal officer, director, or affiliate*²⁸ *of a debtor, or of any member of the immediate family of such officer, director, or affiliate will be subordinated in payment to all other nonsubordinated but allowable claims.*²⁹ Het congres vond een dergelijke absolute regel echter te ver gaan en gaf aan dat § 510 (c) diende aan te sluiten bij de bestaande rechtspraak van het *Supreme Court*. Uit het gegeven dat een lening verstrekt is door een aandeelhouder van de vennootschap (of een andere *insider*) volgt dus uitdrukkelijk niet automatisch dat de daaruit voortvloeiende vordering in faillissement dient te worden achtergesteld bij de overige crediteuren. Uitgangspunt is dat het aandeelhouders vrij staat de vennootschap met vreemd vermogen te financieren.

Wilton en Moeller-Sally overwegen treffend: *“The doctrine of equitable subordination, as developed under the Bankruptcy Act, established the general principle that money loaned by corporate insiders is as green as money loaned by non-insiders; absent inequitable conduct, an insider’s claim to recover a loan to a corporation ranks pari passu with claims of non-insider lenders.”*³⁰ Het *Supreme Court* overwoog in *Comstock*: *“It is not the mere existence of an opportunity to do wrong that brings the [subordination] rule into play; it is the unconscionable use of the opportunity afforded by the domination to advantage itself at the injury of the subsidiary that deprives the wrongdoer of the fruits of his wrong.”*³¹ Herzog en Zweibel concluderen: *“Mere control or domination of a corporation is not prescribed by law and is in itself insufficient to justify [...] subordinating claims. The fiction of a separate legal entity will be respected unless to the elements of domination and control are added certain factors which will motivate the bankruptcy court, sitting as a court of equity, to disregard the fiction. These “plus” factors may be fraud, plain and simple, or a history of spoliation, mismanagement and faithless stewardship which is tantamount to fraud; they may be simply the violation of rules of fair play and good conscience which amounts to a breach of the fiduciary standards of conduct owed to the corporation, a use of the powers of an “insider” for personal advantage to the detriment of creditors all of which constitutes a “wrong” which equity will undo or intervene to prevent.”*³²

8.4.2 Kwalificatie als insider leidt wel tot een extra kritische inspectie

De rechtspraak en juridische literatuur geven er blijk van zich bewust te zijn van de risico’s die transacties tussen aandeelhouders en de vennootschap meebrengen voor de vennootschap en haar crediteuren. Met name controlerende aandeelhouders beschikken over mogelijkheden om door kredietverstrekking crediteuren van de

28 Als *affiliate* kwalificeert ingevolge § 101(2) BC (onder meer) een aandeelhouder die 20 procent of meer van de stemmen kan uitoefenen in de AVA van de vennootschap. Zie ook Long 1993, p. 101.

29 S. 236, 94th Cong. (1975) en zie hierover tevens Wilton & Moeller-Sally 2007, p. 1259.

30 Wilton & Moeller-Sally 2007, p. 1258.

31 *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948).

32 Herzog & Zweibel 1961, p. 112.

vennootschap te benadelen. De kans dat een curator slaagt in de achterstelling van een vordering neemt dan ook aanzienlijk toe indien de desbetreffende crediteur als ‘insider’ kwalificeert. In *Pepper v. Litton* is bepaald dat het gedrag van *insiders/fiduciaries* aan een strenger onderzoek dient te worden onderworpen dan dat van buitenstaanders.³³ Het gedrag van *insiders* wordt ook inhoudelijk strenger getoetst dan het gedrag van externe kredietverstrekkers. Indien het een *insider* of *fiduciary* betreft, kan minder vergaand wangedrag (*misconduct*) achterstelling rechtvaardigen, dan wanneer het om een buitenstaander gaat.³⁴

In *In re Teltronics Servs., Inc.* verwoorde een *New York Bankruptcy Court* het als volgt: “*The primary distinction between subordinating the claims of insiders versus those of non-insiders lies in the severity of misconduct required to be shown, and the degree to which the court will scrutinize the claimant’s actions toward the debtor or its creditors. Where the claimant is a non-insider, egregious conduct must be proven with particularity. It is insufficient [...] merely to establish sharp dealing; rather he must prove that the claimant is guilty of gross misconduct tantamount to “faud, over-reaching or spoliation to the detriment of others.”*”³⁵

De kwalificatie van *insider* heeft ook gevolgen voor de verdeling van de bewijslast. De partij die zich beroept op de achterstelling dient feiten aan te voeren waaruit het *inequitable* handelen van de *insider* blijkt. Indien men daarin slaagt, verplaatst de bewijslast zich naar de *insider* die zal moeten aantonen te goeder trouw en in alle eerlijkheid gehandeld te hebben (“*show good faith and fairness*”).

8.5 Onderkapitalisatie: een relevante factor bij achterstelling

8.5.1 Onderkapitalisatie is relevant bij achterstelling

Zowel in de rechtspraak, als in de juridische literatuur wordt aangegeven dat de eventuele aanwezigheid van onderkapitalisatie (*undercapitalization*) een belangrijke rol speelt bij de beoordeling of achterstelling van vorderingen van aandeelhouders gepast is. Niettemin heeft de jurisprudentie lange tijd in het midden gelaten wat precies dient te worden verstaan onder het begrip onderkapitalisatie en welke gevolgen verbonden zouden moeten worden aan de vaststelling van onderkapitalisatie. Zowel in *Deep Rock* als in *Pepper v. Litton* gaf het *Supreme Court* aan dat de onderkapitalisatie van de vennootschap bijdroeg aan haar oordeel dat de leningen van de betreffende moedervennootschap dienden te worden achtergesteld. In beide

33 *In re Mid-Town Produce Terminal, Inc.*, 599 F.2d 389, (10th Cir.1979), p. 392: “*Because there is incentive and opportunity to take advantage, dominant shareholders and other insiders’ loans in a bankruptcy situation are subject to special scrutiny.*”

34 Zie *In re Bellanca Aircraft Corp.*, 850 F.2d 1275, 7 U.C.C. Rep. Serv. 2d 656 (8th Cir. 1988) en *In re N&D Properties, Inc.*, 799 F.2d 726 (11th Cir. 1986).

35 *In re Teltronics Servs., Inc.*, 29 Bankr. 139 (Bankr. E.D.N.Y.), p. 169.

zaken was echter tevens sprake van *inequitable* gedrag van de moeder jegens haar dochter. In *Deep Rock* was er sprake van een lange reeks “*abusive*” transacties tussen moeder en dochter en in *Pepper v. Litton* was de vordering van de moeder evident gecreëerd om aan de betaling van een andere vordering te ontkomen. Op basis van deze rechtspraak is het daarom moeilijk te bepalen wanneer sprake is van onderkapitalisatie, en in hoeverre onderkapitalisatie op zichzelf voldoende is om over te gaan tot de achterstelling van aandeelhoudersleningen.³⁶ In het hiernavolgende zal daarom een drietal arresten worden besproken waarin de rol van onderkapitalisatie bij achterstelling verder vorm heeft gekregen.

8.5.2 *Arnold v. Phillips (1941): bestemming middelen doorslaggevend?*

Een van de eerste uitspraken waarin het belang van onderkapitalisatie nader werd uitgewerkt, betrof de uitspraak van het *Court of Appeals (5th Cir.)* inzake *Arnold v. Phillips*.³⁷ Deze zaak zag op het faillissement van een bierbrouwerij die bij oprichting was gefinancierd met 50.000 dollar kapitaal en 70.000 dollar aan leningen, verstrekt door de (nagenoeg) enig aandeelhouder. De eerste twee jaar na oprichting maakte de brouwerij winst en betaalde zij rente over de aandeelhoudersleningen. Daarna begon de brouwerij verlies te lijden en verstrekke haar aandeelhouder aanvullend krediet tegen zekerheden. De curator trachtte in het faillissement de aandeelhoudersleningen achter te stellen en de vestiging van de zekerheidsrechten ongedaan te maken. Het *Court of Appeals* overwoog dat het bij oprichting verstrekte krediet diende te worden aangemerkt als kapitaalstorting. Het *Court of Appeals* achtte daarbij van belang dat de aangewende middelen direct waren aangewend voor de financiering van vaste activa (de brouwerij). Omdat de investering noodzakelijk was om met de onderneming te kunnen aanvangen en een permanent karakter droeg, kwalificeerde deze volgens het *Court* als een de facto kapitaalstorting. Ook het gegeven dat de vennootschap geen zekerheden had gevestigd in verband met de lening, droeg bij aan het oordeel van het *Court of Appeals* dat er in werkelijkheid sprake was van een kapitaalstorting:

“[The advances] made before the enterprise was launched were [...] really capital. Although the charter provided for no more capital than \$50,000, what it took to build the plant and equip it was a permanent investment, in its nature capital. [...] Arnold saw that he could not proceed with his enterprise unless he enlarged the capital. There can be little doubt that what he contributed to the plant was actually intended to be capital, notwithstanding the charter was not amended and demand notes were taken.”³⁸

³⁶ Zie ook Kinney 1981, p. 438.

³⁷ *Arnold v. Phillips*, 117 F.2d 497, 503 (5th Cir. 1941).

³⁸ *Arnold v. Phillips*, 117 F.2d 497, 503 (5th Cir. 1941), p. 501.

De leningen die de aandeelhouder had verstrekt toen de vennootschap twee jaar na oprichting verlies begon te lijden, konden volgens het *Court of Appeals* echter niet worden aangemerkt als kapitaalstortingen. Het overwoog daartoe dat indien de leningen verstrekt waren door een bank, deze in faillissement ook niet achtergesteld zouden worden:

“The money went to relieve the needs of the business exactly as it would have done if a bank had advanced it. No other creditor was prejudiced or misled. There are no circumstances which discredit the testimony. They were truly loans and not new capital.”

Bij het door het *Court of Appeals* gemaakte onderscheid tussen enerzijds de leningen verstrekt bij oprichting en anderzijds de kredietverstrekking bij financieel zwaar weer, kunnen naar mijn idee kanttekingen worden geplaatst. De leningen die bij oprichting van de vennootschap waren aangewend om de aanschaf van de brouwerij te financieren, hadden immers ook door een bank kunnen worden verstrekt. Sterker nog, een bank had daarvoor waarschijnlijk zekerheden bedongen zodat in faillissement nog minder voor de ongesecureerde crediteuren had geresteerd. Daarnaast rijst de vraag of de bestemming van het verstrekte vermogen (financiering van vaste activa of werkkapitaal) doorslaggevend zou moeten zijn bij het bepalen of er sprake is van kapitaalstorting of kredietverstrekking.

8.5.3 *Costello v. Fazio* (1955): onderkapitalisatie of onttrekking?

Enige tijd na *Arnold v. Phillips* diende het *Court of Appeals* (9th Cir.) te oordelen over de casus *Fazio v. Costello*.³⁹ Deze zaak zag op het faillissement van *Leonard Plumbing and Heating Supply Inc (LPHS)*. In 1948 waren drie vennoten een personenvennootschap aangegaan waarbij zij in totaal bijna 45.000 dollar hadden ingebracht in de vennootschap. Niet lang na het aangaan van de vennootschap besloten de vennoten de onderneming voort te zetten in de vorm van een kapitaalvennootschap. In het kader van de herstructurering onttrokken de drie vennoten nagenoeg hun gehele inbreng in de vennootschap (zij lieten ieder 2000 dollar in de vennootschap). De onttrekking vond plaats doordat de vennootschap schuldbrieven aan de vennoten uitgaf, waarop geen melding werd gemaakt van rente- en aflossingsverplichtingen. De onderneming werd overgenomen door de nieuw opgerichte kapitaalvennootschap LPHS, waarbij de aandeelhouders ieder hun resterende belang van 2000 dollar in de personenvennootschap gebruikten om op de aandelen te storten; de nieuw opgerichte vennootschap had derhalve een kapitaal van 6000 dollar. Daarnaast gingen ook de schulden aan de drie aandeelhouders op de vennootschap over. Toen enige tijd later de vennootschap failleerde, trachtte de curator de leningen uit hoofde van de schuldbrieven achter te stellen bij de overige

³⁹ *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958).

schuldeisers. Hij voerde daarvoor aan dat de schulden aan de aandeelhouders de facto onderdeel uitmaakten van het risicodragend kapitaal van de vennootschap.

Maar liefst vier deskundigen verschenen voor de rechtbank om hun licht te laten schijnen op de wijze waarop LPHS gefinancierd was. Daarvan meenden er drie dat de financiering van LPHS bij haar oprichting inadequaat was. De 6000 dollar kapitaal was naar hun idee veel te weinig voor de door LPHS ontplooiende ondernemingsactiviteiten. Daarnaast stelden deze deskundigen dat reeds ten tijde van de oprichting van de kapitaalvennootschap er erg weinig hoop kon bestaan op financieel succes, nu de onderneming destijds 2000 dollar verlies per maand maakte. Over de omvang van het werkkapitaal ten tijde van de herstructurering bestond wél verschil van mening. Het *Court of Appeals* overwoog echter dat het begrip onderkapitalisatie niet ziet op het werkkapitaal van de vennootschap, maar op de investering van de aandeelhouders.⁴⁰ Vervolgens gaf het *Court* aan dat uit de beschikbare cijfers en de verklaringen van de deskundigen duidelijk bleek dat de vennootschap ernstig was ondergekapitaliseerd. Bovendien hadden de vennoten door de herstructurering 88 procent van het kapitaal aan de onderneming onttrokken.

Het *Court of Appeals* overwoog: “[D]espite this precarious financial condition, [the partners] withdrew \$45,620.78 of the partnership capital – more than eighty-eight per cent of the total capital. The \$6,000 capital left in the business was only one-sixty-fifth of the last annual net sales. [...] The likelihood that business failure would result from such undercapitalization should have been apparent to anyone who knew the company’s financial and business history and who had access to its balance sheet and profit and loss statements. Three expert witnesses confirmed this view, and none expressed a contrary opinion.”⁴¹

Het *Court of Appeals* oordeelde dat het handelen van de vennoten/aandeelhouders voldoende ‘inequitable’ was om tot achterstelling van de vorderingen van de aandeelhouders over te gaan:

“Where, in connection with the incorporation of a partnership, and for their own personal and private benefit, two partners who are to become officers, directors, and controlling stockholders of the corporation, convert the bulk of their capital contributions into loans, taking promissory notes, thereby leaving the partnership and

40 “[W]hen we speak of inadequacy of capital in regard to whether loans to shareholders shall be subordinated to claims of general creditors, we are not referring to working capital. We are referring to the amount of the investment of the shareholders in the corporation. This capital is usually referred to as legal capital, or stated capital in reference to restrictions on the declaration of dividends to stockholders.” (*Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 907).

41 *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 909 e.v.

*succeeding corporation grossly undercapitalized, to the detriment of the corporation and its creditors, should their claims against the estate of the subsequently bankrupted corporation be subordinated to the claims of the general unsecured creditors? The question almost answers itself.”*⁴²

Gevurtz heeft erop gewezen dat er in het faillissement van LPHS geen schuldeisers waren waarvan de vordering dateerde van voor de herstructurering.⁴³ Het *Court of Appeals* overwoog dat dat niet aan de achterstelling in de weg stond, nu het handelen nadelig was voor zowel ten tijde van de herstructurering bestaande, als toekomstige crediteuren.⁴⁴ Gevurtz meent daarentegen dat er geen reden was om tot achterstelling over te gaan nu alle schuldeisers ten tijde van hun kredietverstrekking op de hoogte hadden kunnen zijn van de nieuwe kapitaalstructuur van de vennootschap en de daarmee samenhangende risico's.

Een aantal rechters en juridische auteurs verbindt aan de uitspraak inzake *Costello v. Fazio* de conclusie dat onderkapitalisatie op zichzelf voldoende is voor achterstelling. Deze conclusie lijkt echter misplaatst. Tijdens de procedure is expliciet het verweer gevoerd dat voor achterstelling meer nodig is dan louter onderkapitalisatie. Het *Court of Appeals* laat de vraag of deze stelling juist is weliswaar onbeantwoord, maar overweegt dat in de onderhavige casus sprake was van ander *inequitable* handelen dan louter onderkapitalisatie.⁴⁵ Het *Court of Appeals* legt de nadruk op de vermogensonttrekking die de herstructurering meebracht. Uit de uitspraak volgt dus niet dat onderkapitalisatie zonder meer tot achterstelling leidt. Wel is en blijft het een belangrijke factor.

8.5.4 Onderkapitalisatie uitgewerkt in *Mobile Steel* (1977)

In haar uitspraak inzake *Mobile Steel* heeft het *Court of Appeals* (5th Cir.) een definitie gegeven van het begrip onderkapitalisatie, die daarna door een grote hoeveelheid rechters is overgenomen. Het *Court* stelde daarbij voorop dat absolute ratio's geënt op de balans van de vennootschap niet het juiste middel zijn om onderkapitalisatie vast te stellen, nu de adequatie van het kapitaal mede afhankelijk

⁴² *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 909 e.v.

⁴³ Gevurtz 2000, p. 152.

⁴⁴ “Nor is the fact that the business, after being stripped of necessary capital, was able to survive long enough to have a turnover of creditors a mitigating circumstance. The inequitable conduct of appellees consisted not in acting to the detriment of creditors then known, but in acting to the detriment of present or future creditors, whoever they may be.” (*Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 911).

⁴⁵ “Appellees argue that more must be shown than mere undercapitalization if the claims are to be subordinated. Much more than mere undercapitalization was shown here. Persons serving in a fiduciary relationship to the corporation actually withdrew capital already committed to the business, in the face of recent adverse financial experience. They stripped the business of eighty-eight per cent of its stated capital at a time when it had a minus working capital and had suffered substantial business losses.” (*Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 910).

is van het soort onderneming dat de vennootschap drijft en andere concrete omstandigheden:

“The concept of undercapitalization has never been rigorously defined. Absolute measures of capital inadequacy, such as the amount of stockholder equity or other figures and ratios drawn from the cold pages of the corporation’s balance sheets and financial statements, are of little utility, for the significance of this data depends in large part upon the nature of the business and other circumstances. Nor is the fact of eventual failure an appropriate test. [...] Instead, we think that for the purposes of determining whether claims against the bankrupt estate held by organizers or shareholders should be subordinated on the ground of undercapitalization, the amount of capitalization that is adequate is what reasonably prudent men with a general background knowledge of the particular type of business and its hazards would determine was reasonable capitalization in the light of any special circumstances which existed at the time of incorporation of the now defunct enterprise. This general definition is helpful because it focuses on the culpability of the organizer-stockholders and pegs the assessment to more specific standards which do not involve open-ended quantitative questions. Foremost among the standards which the general statement suggests are the following: (1) Capitalization is inadequate if, in the opinion of a skilled financial analyst, it would definitely be insufficient to support a business of the size and nature of the bankrupt in light of the circumstances existing at the time the bankrupt was capitalized; (2) Capitalization is inadequate if, at the time when the advances were made, the bankrupt could not have borrowed a similar amount of money from an informed outside source.”⁴⁶ (Onderstr. JB)

Van onderkapitalisatie is volgens het *Court of Appeals* (5th Cir.) dus sprake indien (i) naar het oordeel van een financieel deskundige, het kapitaal van de vennootschap absoluut ontoereikend is met oog op de omvang en aard van de onderneming in het licht van de omstandigheden ten tijde van het moment waarop de financiering van de vennootschap werd vormgegeven (doorgaans bij de oprichting). Daarnaast (ii) is sprake van onderkapitalisatie indien ten tijde van de kredietverstrekking door de aandeelhouder de vennootschap een vergelijkbaar bedrag niet tegen vergelijkbare voorwaarden had kunnen lenen van een externe (onafhankelijke) kredietvertrekker.⁴⁷ Of sprake is van onderkapitalisatie, is naar het oordeel van het *Court of Appeals* dus een vraag naar de objectieve omstandigheden ten tijde van de kredietverstrekking en niet naar de eventuele wetenschap van de betrokken aandeelhouder over de gebrekkige financiering.

⁴⁶ *In re Mobile Steel Co.*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977), p. 702 e.v.

⁴⁷ In de casus die aan de uitspraak ten grondslag lag was volgens het *Court* overigens van beide situaties geen sprake.

8.5.5 Onderkapitalisatie op zichzelf onvoldoende voor achterstelling

De vaststelling dat de vennootschap ten tijde van haar oprichting of ten tijde van een latere kredietverstrekking ondergekapitaliseerd was, is op zichzelf onvoldoende om tot de achterstelling van vorderingen van aandeelhouders over te gaan. In een bestendige reeks jurisprudentie hebben rechters uitdrukkelijk te kennen gegeven dat voor achterstelling sprake moet zijn van *inequitable* gedrag van de aandeelhouder/crediteur dat uit meer bestaat dan louter onderkapitalisatie van de vennootschap.⁴⁸

Enigszins verwarrend is dat rechters vaak overwegen dat voor achterstelling *inequitable* gedrag vereist is en dat ‘onderkapitalisatie’ een veel voorkomende vorm van dergelijk *inequitable* gedrag is. Anders dan logica doet vermoeden, kan hieruit echter niet de conclusie worden getrokken dat aan de eerste test van *Mobile Steel* – *inequitable* gedrag – is voldaan wanneer onderkapitalisatie is geconstateerd. Naast onderkapitalisatie is enige vorm van *inequitable* gedrag vereist, zo stellen rechters droog, vaak nog geen alinea verder.⁴⁹ Kortom: onderkapitalisatie is klaarblijkelijk op zichzelf geen (voldoende) vorm van *inequitable* gedrag om aan het eerst vereiste van de *Mobile Steel* test te voldoen. In deze inconsistentie komt mijns inziens tot uitdrukking hoeveel moeite de Amerikaanse rechtspraak heeft met het vormgeven van een consistente doctrine inzake onderkapitalisatie.

Nu onderkapitalisatie een objectieve, feitelijke kwalificatie betreft, rijst de vraag of achterstelling plaats dient te vinden indien de aandeelhouder ten tijde van oprichting of ten tijde van een latere kredietverstrekking wetenschap had van de onderkapitalisatie. Is deze wetenschap een voldoende bijkomende omstandigheid om aan het eerste vereiste van *Mobile Steel* te voldoen? Op (onder meer) deze vraag zal hierna worden ingegaan.

8.6 Kredietverstrekking in het kader van een reddingspoging

8.6.1 *Matter of Lifschult Fast Freight*: onderkapitalisatie ten tijde van een reddingspoging?

Het *Court of Appeals* (7th Cir.) is in zijn uitspraak inzake *Matter of Lifschult Fast Freight* uitgebreid ingegaan op het dilemma waar aandeelhouders voor staan indien

48 Zie onder meer *Wood v. Richmond*, 536 F.2d 299, 302 (9th Cir. 1976), *Rego Crescent Corp. v. Tymon*, 23 B.R. 958, 962-65 (Bankr. E.D.N.Y. 1982).

49 Zie bijvoorbeeld *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997): “*Mobile Steel laid out three conditions a bankruptcy court must find to exist before it subordinates a claim. One, [t]he claimant must have engaged in some type of inequitable conduct. [...] the type of conduct that has been considered inequitable generally falls within the following categories: [...] (2) undercapitalization.*” Een tiental zinnen later merkt het hof op: “*undercapitalization may indicate inequitable conduct, undercapitalization is not in itself inequitable conduct.*”

zij een vennootschap in financiële nood willen financieren.⁵⁰ In deze zaak trachtte een curator een gesecureerde vordering van een (indirecte) aandeelhouder achter te stellen, op grond van het feit dat deze voortvloeide uit een lening die de aandeelhouder aan de vennootschap had verstrekt toen deze zich in een situatie van onderkapitalisatie bevond. Door gewijzigde marktomstandigheden was de vennootschap in zwaar weer beland, en in plaats van de activiteiten te liquideren, besloten de aandeelhouders leningen aan de vennootschap te verstrekken. Het door de aandeelhouders verstrekte krediet kon het faillissement van de vennootschap echter niet afwenden.

Het *Court of Appeals* wijdde eerst een aantal overwegingen aan het begrip onderkapitalisatie. Volgens het *Court* ontbeerde het concept een duidelijke inhoud:

“Undercapitalization is a poorly-defined phrase, and especially so in the context of bankruptcy. An undercapitalized firm is one without enough capital; but that tells us little. [...] Under any definition, undercapitalization just means that a company does not have enough funds on its balance sheet or in the till. It is a common token for declining business fortune. Every firm in bankruptcy, and many outside, can in some sense be said to be undercapitalized – which is to say, to have insufficient funds on hand.”

Het *Court of Appeals* overwoog vervolgens dat onderkapitalisatie niet impliceerde dat de aandeelhouders laakbaar gehandeld hadden. Het *Court* wees erop dat crediteuren in staat moeten worden geacht om de voorwaarden van hun kredietverlening af te stemmen op de kapitalisatie van de vennootschap. Dat een vennootschap was ondergekapitaliseerd, betekende daarom nog niet dat crediteuren daardoor benadeeld waren.

Het *Court* merkte op: *“[T]hat a highly leveraged company exposes creditors to serious risks is no new fact of commerce. Creditors are free to lend elsewhere. If they choose to lend to a company that then loses their investment, they cannot go to the bankruptcy court and cry misconduct.”*

Vervolgens overwoog het *Court of Appeals* dat er ook crediteuren kunnen zijn die niet geacht kunnen worden de voorwaarden van hun kredietverlening op de kapitalisatie van de vennootschap te hebben afgestemd. In de onderhavige casus was volgens het *Court* echter in het geheel geen sprake van benadeling van crediteuren door de kredietverlening. De aandeelhouders hadden de vennootschap vers werkkapitaal verstrekt, zonder dat zij daartoe verplicht waren. Aangezien geen

50 Het *Court* vat dit dilemma treffend samen: *“A business is ailing. Revenues are down, profits gone. Rather than let it die, the owners decide to try reviving it. Doing so will require an infusion of new funds. The owners drum up the needed funds but face a choice: which legal form should the owners use, equity or debt?”* *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997).

crediteuren waren misleid ten aanzien van de vorm van die financiering, zag het *Court* geen aanleiding om de lening van de aandeelhouders anders te behandelen dan die van een onafhankelijke derde. Het *Court* meende dat een andersluidend oordeel een te negatieve invloed zou hebben op de bereidheid van aandeelhouders om hun vennootschap te financieren in moeilijke tijden.⁵¹

Vervolgens ging het *Court of Appeals* in op de vraag hoe onderkapitalisatie precies diende te worden vastgesteld. Volgens het *Court* draaide het daarbij om een tweetal vragen: (1) wat dient te worden gemeten en (2) hoe dient dit te worden gemeten? Op de eerste vraag antwoordde het *Court* dat onderkapitalisatie niet ziet op de omvang van het werkkapitaal van de vennootschap, maar op de omvang van het eigen vermogen van de vennootschap.⁵² Het *Court* overwoog dat een vennootschap over voldoende werkkapitaal kan beschikken en toch ondergekapitaliseerd kan zijn. Een tekort aan werkkapitaal kan wél een gevolg of een symptoom zijn van onderkapitalisatie:

“Often the underlying reason [why a firm is not paying its debts when they come due] will be inadequate equity capital. Whether a shortage of working capital actually does reveal undercapitalization turns on why the firm is in arrears. [...]”

Een te klein werkkapitaal impliceert niet zonder meer dat de vennootschap is ondergekapitaliseerd. Het *Court* wees op de mogelijkheid dat de vennootschap over voldoende eigen vermogen beschikt, maar dit vermogen ‘vast zit’ in materiële activa. In een dergelijk geval zal het liquiditeitstekort kunnen worden gemitigeerd door het aantrekken van krediet, mogelijk tegen de vestiging van zekerheden op de illiquide activa. Indien een liquiditeitstekort echter niet het hoofd kan worden geboden door bij te lenen, is dat een indicatie dat de vennootschap over te weinig eigen vermogen beschikt en dus ondergekapitaliseerd is, aldus het *Court*.

“The point is that a shortage of working capital is neither a sufficient nor a necessary condition for undercapitalization. As noted above, a firm could have a surfeit of working capital and still be undercapitalized. And, conversely, if a firm lacks working capital, a court cannot automatically conclude that it is undercapitalized as well.”

Vervolgens kwam het *Court* toe aan de tweede vraag: “*how much equity capital is enough?*” Het *Court* verwees naar *Mobile Steel* en overwoog dat er sprake was van onderkapitalisatie als de vennootschap het door de aandeelhouders verstrekte bedrag

51 *To hold otherwise would discourage those most interested in a corporation from attempting to salvage it through an infusion of capital.”* (Lifschultz *Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997), p. 347).

52 Het *Court* spreekt over “*the excess of total assets over total liabilities*” of “*shareholder equity*”.

niet had kunnen lenen van een onafhankelijke derde. In casu was er een derde geweest die een lening had willen verstrekken, en daarom was de vennootschap in de ogen van het *Court* niet ondergekapitaliseerd. De curator had aangevoerd dat deze externe financier louter bereid was geweest de financiering te verstrekken indien de aandeelhouders zich persoonlijk garant zouden stellen voor het krediet, en dat dit een aanwijzing was dat de externe financier de vennootschap ondergekapitaliseerd achtte. Dit argument kon het *Court* echter niet overtuigen, omdat er ook andere redenen konden bestaan waarom een financier een garantie verlangde. Het *Court of Appeals* concludeerde daarom dat ten tijde van de kredietverstrekking van onderkapitalisatie geen sprake was.

Tot slot overwoog het *Court of Appeals* dat achterstelling in de onderhavige zaak mogelijk toch diende plaats vinden, vanwege het feit dat de salarisvergoedingen aan de aandeelhouders/bestuurders exponentieel toenamen in de periode waarin de vennootschap juist verlies maakte. Dit kon volgens het *Court* kwalificeren als *inequitable* gedrag dat noopte tot achterstelling van de verstrekte leningen, ook al hielden die in directe zin geen verband met de salarisvergoedingen.

*“If an insider did commit such salary-inflating misconduct in this case, the salary inflation could justify equitably subordinating the (unrelated) secured claim of Salson Express. Any misconduct by an insider may be invoked to subordinate a particular claim of that insider, irrespective of whether it was related to the acquisition or assertion of that claim.”*⁵³

8.6.2 Geen achterstelling vanwege ‘deepening insolvency’

In een uitspraak inzake *Matter of S.I. Restructuring* heeft ook het *Court of Appeals* (5th Cir.) geoordeeld over de kredietverstrekking door aandeelhouders in het kader van een reddingspoging.⁵⁴ In deze zaak hadden twee controlerende aandeelhouders leningen verstrekt aan de vennootschap op een moment dat deze zich in financieel zwaar weer bevond. De vennootschap was er niet in geslaagd om financiering te krijgen van een bank. De bank wilde de financiering uitsluitend verstrekken aan de twee aandeelhouders in privé, die de middelen vervolgens op hun beurt doorleenden aan de vennootschap. De aandeelhouders kregen voor de leningen zekerheden op alle activa en toekomstige kasstromen van de vennootschap.

Het *Court of Appeals* (5th Cir.) oordeelde dat de leningen van de aandeelhouders niet voor achterstelling in aanmerking kwamen. Daartoe overwoog het *Court* dat de leningen de ongesecureerde crediteuren niet hadden benadeeld, nu de geleende middelen direct waren aangewend om ongesecureerde crediteuren te betalen. Het

⁵³ *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997), p. 354.

⁵⁴ *Matter of S.I. Restructuring, Inc.*, 2008 U.S. App. LEXIS 13140 (5th Cir. 2008).

stond de aandeelhouders daarom vrij om het risico van de verstrekte leningen te beperken door de vestiging van zekerheden.

“Because the loan proceeds were used to pay current unsecured creditors, unsecured creditors as a class, were not harmed when the Wooleys obtained security for the November loan. The general unsecured creditors who were paid from the proceeds of the November loan may have benefitted to the detriment of another group of unsecured creditors, but this does not mean that unsecured creditors were harmed when the [shareholders] obtained security for their loan.”

In het kader van de kredietverstrekking hadden de aandeelhouders tevens zekerheden gekregen voor een reeds bestaande (latente) vordering op de vennootschap. De aandeelhouders hadden op een eerder moment een garantie afgegeven voor een verplichting van de vennootschap jegens een derde; de nieuwe zekerheden strekten zich ook uit tot de mogelijk uit deze garantie voortvloeiende regresvordering. De vestiging van zekerheden voor reeds eerder verstrekt krediet kan economisch worden gelijkgesteld met een zuivere onttrekking van eigen vermogen. Het *Court of Appeals* overwoog echter dat in het onderhavige geval de garantie door de derde niet was ingeroepen en deze verstrekking van zekerheden daarom geen nadeel had toegebracht aan de ongesecureerde crediteuren. Het *Court* wekte daarbij de indruk van oordeel te zijn dat als de garantie wél zou zijn ingeroepen, en de regresvordering van de aandeelhouders daardoor was ontstaan, de vestiging van de zekerheden benadelend voor de ongesecureerde crediteuren was geweest.

Het *Court of Appeals* ging vervolgens in op het verwijt van de curator dat de aandeelhouders door de kredietverstrekking het de vennootschap mogelijk hadden gemaakt haar activiteiten voort te zetten met een groter tekort voor de ongesecureerde crediteuren als resultaat. Het *Court of Appeals* noemde deze gedachtegang de “*deepening insolvency theory*”.⁵⁵ Vervolgens gaf het *Court* aan dat deze theorie door een groot aantal rechters reeds was afgewezen en dat voor zover zij al geneigd zou zijn deze theorie aan te hangen, in de onderhavige zaak onvoldoende was aangevoerd waaruit bleek dat de ongesecureerde crediteuren door voortzetting van de activiteiten daadwerkelijk waren benadeeld.

Met zijn laatste overweging schiep het *Court of Appeals* de nodige verwarring. Daarin gaf het aan dat niet was gebleken dat de vennootschap ten tijde van de kredietverstrekking was ondergekapitaliseerd. Deze overweging is merkwaardig aangezien de kredietverstrekking plaatsvond op een moment dat de vennootschap niet in staat was het krediet aan te trekken van een onafhankelijke derde. Dat is precies de definitie van onderkapitalisatie zoals geformuleerd in *Mobile Steel* en de vele uitspraken daarna.

⁵⁵ Het *Court* overweegt: “*Deepening insolvency has been defined as prolonging an insolvent corporation’s life through bad debt, causing the dissipation of corporate assets.*” (*Matter of S.I. Restructuring, Inc.*, 2008 U.S. App. LEXIS 13140 (5th Cir. 2008), p. 362).

8.7 Kredietverlening in het voordeel van crediteuren?

Een aantal rechters heeft overwogen dat achterstelling niet dient plaats te vinden indien het door de aandeelhouder verstrekte krediet het belang van de vennootschapscrediteuren heeft gediend. Dit lijkt een voor de hand liggend argument tegen achterstelling; door de vennootschap meer vermogen te verschaffen, verleent de aandeelhouder financiële steun die vaak ook het belang van de crediteuren zal bevorderen. Of een bepaald krediet daadwerkelijk in het belang van de crediteuren was, blijkt echter achteraf vaak moeilijk vast te stellen. Exemplarisch voor dit probleem is de eerder genoemde *Comstock*-uitspraak, waarin het *United States Supreme Court* erg verdeeld was over deze kwestie.⁵⁶ Een nipte meerderheid van het *Supreme Court* meende dat de kredietverlening van de moedervennootschap in het belang van de dochtervennootschap en haar crediteuren was geweest. Dit oordeel werd echter niet gedeeld door de vier *dissenting justices*. Het is de moeite waard om op dit verschil van mening nader in te gaan.

De *Comstock*-zaak zag op de reorganisatie van een insolvente spoorwegmaatschappij. De onderneming bestond uit een samenstel van vennootschappen waarvan een groot deel gefailleerd was. De hier te bespreken procedure zag op de vordering van het insolvente *Missouri Pacific (MOP)* op haar eveneens insolvente dochtervennootschap *Texas and Mexico Railway Co. (NOTM)*. De grondslag van de vordering betrof een veelheid aan leningen (en daarmee samenhangende renteverplichtingen) die *MOP* aan *NOTM* had verstrekt. Op de aandelen die *MOP* hield in het kapitaal van *NOTM* rustte een pandrecht ten behoeve van een groep obligatiehouders van *MOP*; *Comstock* was één van die obligatiehouders. *MOP* trachtte in de reorganisatie haar vordering op *NOTM* voldaan te krijgen, waardoor haar obligatiehouders hun zekerheidsobject (de aandelen in *NOTM*) in waarde zagen afnemen. *Comstock* en een aantal andere obligatiehouders verzetten zich daarom tegen de vordering van *MOP* op *NOTM*. Zij stelden dat het verstrekte krediet er primair op zag om omvangrijke dividendbetalingen van *NOTM* aan *MOP* mogelijk te maken. De dividenden verhielden zich niet met de slechte financiële conditie van *NOTM* en het feit dat zij grote investeringen diende te doen. Zodoende zou *MOP* haar controle over *NOTM* in haar eigen belang en ten detrimente van *NOTM* en haar schuldeisers hebben uitgeoefend.

Het *US Supreme Court* stelde vast dat de dividenden gefinancierd werden uit vrije reserves en ook anderszins niet in strijd waren met het vennootschapsrecht. Hoewel *NOTM* al enige tijd geen winst meer maakte, waren de in voorgaande jaren behaalde winsten nog steeds voor uitkering vatbaar. Het feit dat de vennootschap ten tijde van de uitkeringen grote investeringen diende te doen in haar activa, deed daaraan niets af. Noch de wet, noch *public policy* vereiste volgens het *Supreme Court* dat dergelijk investeringen werden gefinancierd uit behaalde winsten of dat de vennootschap in een tijd van teruglopende winsten van de uitkering van vrije

⁵⁶ *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948).

reserves afzag. Het *Supreme Court* overwoog dat hoewel het aantrekken van leningen ter financiering van dividenden en investeringen op zichzelf dus niet verkeerd is, de *Deep Rock* doctrine niettemin van toepassing kan zijn indien de financiering in strijd met de goede trouw plaatsvindt en het belang van de moeder-vennootschap ten koste van dat van de dochter bevordert. In het onderhavige geval oordeelde het *Supreme Court* dat daarvan geen sprake was. Sterker nog: op basis van de feiten⁵⁷ oordeelde het *Supreme Court* dat de kredietverstrekking juist het belang van *NOTM* (en haar crediteuren) had bevorderd.⁵⁸

De *dissenting minority* was echter een andere mening toegedaan. In zijn *dissenting opinion* overwoog justice Murphy dat zijns inziens een analyse vereist was van de verschillende transacties tussen *MOP* en *NOTM*. Het *District Court* had vastgesteld dat de door *MOP* verstrekte leningen primair bedoeld waren om verbeteringen aan de activa van *NOTM* en haar dochtermaatschappijen te financieren. Daarom oordeelde dat *Court* dat de kredietverstrekking in het belang van *NOTM* en haar crediteuren was geweest. Uit de analyse van Murphy bleek echter dat iedere keer als *MOP* een lening verstrekke aan *NOTM*, bijna gelijktijdig een dividenduitkering van *NOTM* aan *MOP* plaatsvond. Murphy concludeerde dat *NOTM* over te weinig kasmiddelen beschikte om zowel de noodzakelijke investeringen, als de dividenden te financieren. Indien de dividenden niet zouden zijn uitgekeerd, waren er voldoende middelen geweest om de investeringen te financieren. De conclusie van Murphy luidde dat de door *MOP* verstrekte leningen het oogmerk hadden de dividenduitkeringen aan haar mogelijk te maken.⁵⁹ Uit de feiten bleek dat *NOTM* onvoldoende kasstromen had om de dividenden op eigen kracht te financieren. De door *MOP* verstrekte liquiditeiten verholpen dit probleem.

Naast een tekort aan liquiditeiten, liet ook de solvabiliteit van *NOTM* vaak geen uitkering van dividend toe, mede vanwege het feit dat de vennootschap grote verliezen maakte. De voor de uitkering vereiste vrije reserves werden gecreëerd door de grootste dochtermaatschappij van *NOTM*, *Brownsville Inc.*, dividenden te doen uitkeren aan *NOTM*. *Brownsville* beschikte echter nimmer over de financiële

57 Deze feiten ontleent het *Supreme Court* aan een andere uitspraak inzake de reorganisatie van de spoorwegmaatschappij: *Reconstruction Finance Corporation v. Denver & Rio Grande Western R. Co.*, 328 U.S. 495.

58 “The criticised transactions are thus not only exonerated of evil or illegal intent but are also established as beneficial rather than injurious to the interests which now challenge them.” (*Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 230).

59 “[T]he record in this case amply demonstrates [...] that the *MOP* advances found by the *District Court* to have been for the payment of *GCL* improvements were in reality advances for the payment of dividends by *NOTM*, dividend which for the most part went to *MOP*.” (*Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 243-243).

middelen om deze dividenden betaalbaar te stellen. Deze bleef zij *NOTM* dan ook schuldig;⁶⁰ de dividenden betroffen louter papieren transacties teneinde *NOTM* in staat te stellen dividend uit te keren aan *MOP*.

Murphy overwoog: “*The earned surplus upon which the Court today places great reliance in affirming the District Court’s findings was but a figment of the MOP imagination. The intricate accounting devices evolved by railroad and holding company officials in an attempt to legalize dividend payments unjustified by earnings resulted [...] in the payment of NOTM dividends out of capital, a procedure disguised [...] behind faulty bookkeeping and [...] behind an out-and-out violation of Interstate Commerce Commission accounting regulations. [...] Compelling a subsidiary to pay dividends under these circumstances is the type of mismanagement by a parent which leads to the subordination of the resulting indebtedness.*”⁶¹

De conclusie van Murphy kwam er in de kern op neer dat de financieringsconstructie in feite een carrousel inhield dat *MOP* in staat stelde vermogen te onttrekken aan haar dochter- en kleindochtervennootschappen, ondanks hun penibele vermogensposities. De vordering uit hoofde van de kredietverlening had daarom moeten worden achtergesteld, aldus de vier *dissenting* rechters.

8.8 Herkwalificatie als alternatief voor achterstelling

De doctrine van achterstelling van vorderingen heeft de nodige vragen en onduidelijkheden meegebracht. Dit heeft de Amerikaanse faillissementsrechters er echter niet van weerhouden om de zaken verder te compliceren door de introductie van een nieuw leerstuk: de herkwalificatie van vorderingen (*recharacterization*). Curatoren die trachten een hen onwelgevallige vordering van een aandeelhouder achter in de verificatierij te plaatsen, baseren zich tegenwoordig vaker op *recharacterization* dan op *equitable subordination*. Deze keuze wordt met name ingegeven door het feit dat een aantal rechters voor *recharacterization* geen *inequitable conduct* van de aandeelhouder vereist; volgens deze rechtspraak betreft het een ‘*no-fault*’ leerstuk.⁶² Een door een aandeelhouder verstrekte lening wordt geherkwalificeerd omdat deze de facto een kapitaalstorting blijkt te zijn; de aandeelhouder wordt niet gestraft vanwege *inequitable* gedrag, de juridische werkelijkheid wordt louter in overeenstemming gebracht met de economische werkelijkheid, zo is de gedachte. Rechters gaan over tot *recharacterization* als een curator stelt en bewijst dat een lening

60 *NOTM* begon vrij snel met het afschrijven op de dividendvorderingen omdat het duidelijk was dat die nooit aan haar betaald zouden kunnen worden.

61 *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 247.

62 Zie Wilton & Moeller-Sally 2007, p. 1257 en Nozemack 1999.

eigenlijk een kapitaalstorting is. Er is in dat geval simpelweg nimmer een lening verstrekt en daarom ook geen vordering.

Norton merkt hierover op: “*When a bankruptcy court “recharacterizes” debt, it essentially causes such debt (or at least something the parties to the transaction characterized as debt) to be converted into equity. Unlike an equitable subordination analysis, in which courts determine whether a legitimate claim should be subordinated to that of other creditors due to a creditor’s inequitable conduct, a recharacterization analysis involves determining whether a debt actually exists.*”⁶³

Helaas blijkt ook hier de praktijk aanzienlijk weerbarstiger dan de theorie. De hamvraag blijft immers *wanneer* een lening *de facto* een kapitaalstorting is. Inmiddels kunnen er tenminste drie verschillende doctrines worden onderscheiden in de Amerikaanse jurisprudentie. Het *Court of Appeals (11th Cir.)* hanteert een vrij heldere test waarbij aandeelhoudersleningen worden geherkwalificeerd als kapitaal indien ten tijde van de kredietverstrekking een onafhankelijke derde het krediet niet (tegen vergelijkbare voorwaarden) had willen verstrekken.⁶⁴ De *Courts of Appeals* van het derde, vierde, zesde en tiende district hanteren echter veel vager geformuleerde ‘*multi-factor tests*’ die doen denken aan de rechtspraak inzake *veil piercing*. En het *Court of Appeals (9th Cir.)* heeft overwogen dat *bankruptcy courts* überhaupt geen bevoegdheid hebben om tot de herkwalificatie van aandeelhoudersvorderingen over te gaan.

Er kan dus moeilijk worden gesproken van een coherente doctrine. Skeel en Krause-Vilmar geven aan dat het verschil tussen achterstelling en herkwalificatie in de praktijk veel kleiner is dan de theorie doet vermoeden. Bij de beantwoording van de vraag of een lening dient te worden geherkwalificeerd als een kapitaalstorting, achten veel rechters het gedrag van de aandeelhouder toch wel degelijk relevant.

Skeel en Krause-Vilmar overwegen: “[T]he line between equitable subordination and recharacterization is not quite so pristine as the cases suggest. Inequitable behavior is not a prerequisite for recharacterization – in theory, the question is simply: was the shareholder’s capital infusion a loan or a contribution to capital? – yet courts’ sense of the propriety of the shareholder’s behavior seems to influence their decision whether to recharacterize.”⁶⁵

⁶³ Norton 2004, p. 2.

⁶⁴ Deze test is gelijk aan de tweede vorm van onderkapitalisatie bij *equitable subordination* zoals geformuleerd in *Mobile Steel*. Opvallend genoeg is voor *equitable subordination* echter meer nodig dan alleen onderkapitalisatie, terwijl herkwalificatie volgens het *Court of Appeals (11th Cir.)* wél mogelijk is louter op basis van het gegeven dat de vennootschap was ondergekapitaliseerd.

⁶⁵ Skeel & Krause-Vilmar 2006, p. 267.

8.9 Betalingen op aandeelhoudersleningen voor faillissement

8.9.1 Geen onttrekking maar voorkeursbehandeling

Hiervoor is aan bod gekomen hoe Amerikaanse rechters aandeelhoudersleningen beoordelen in het faillissement van de vennootschap. Het is tevens van belang om tot slot te bezien welke normen gelden voor betalingen op dergelijke leningen voorafgaand aan het faillissement. Betalingen op aandeelhoudersleningen kwalificeren slechts zelden als *fraudulent transfers*, aangezien de vennootschap voor de betaling *reasonably equivalent value* krijgt (zie hoofdstuk 6); de betaling leidt immers tot een afname van de schuld van de vennootschap aan de aandeelhouder. Zolang er geen sprake is van een oogmerk om crediteuren te benadelen, zal de aantasting van een betaling op een aandeelhouderslening niet mogelijk zijn op grond van *fraudulent transfer law*.

De Amerikaanse *Bankruptcy Code* biedt de curator in § 547 BC echter een andere grondslag om betalingen aan aandeelhouders aan te tasten. Deze bepaling beoogt transacties ongedaan te maken die weliswaar niet hebben geleid tot een afname van het eigen vermogen van de vennootschap en in die zin niet nadelig zijn voor de gezamenlijke crediteuren, maar die tot gevolg hebben dat een bepaalde crediteur wordt bevoordeeld ten koste van de overige ongesecureerde crediteuren; het gaat hier om een ongeoorloofde voorkeursbehandeling (*unfair preference*).⁶⁶

Het *Court of Appeals* (7th Cir.) heeft omtrent de rationele van § 547 overwogen: “*First, the avoidance power promotes the prime bankruptcy policy of equality of distribution among creditors by ensuring that all creditors of the same class will receive the same pro rata share of the debtor’s estate. Second, by providing for the recapture of last-minute payments to creditors, the avoidance power reduces the incentive to rush to dismember a financially unstable debtor.*”⁶⁷ In 2012 zette een *Delaware Bankruptcy Court* de notie achter de regeling als volgt uiteen: “*Why is there a preference law? The answer lies in the answer to another question – why is there a bankruptcy law? [...] The basic problem that bankruptcy law is designed to address is that the system of individual creditor remedies, i.e. “first come; first served” may harm creditors as a whole when there are insufficient assets to pay all of them in full. This is a variant of the prisoner’s dilemma or common pool problem. The “first come; first served” rules create an incentive on the part of individual creditors — when they fear that a debtor may be insolvent — to get in line today because, if the creditor doesn’t, it risks getting*

⁶⁶ De afname van liquide middelen op de actiefzijde van de balans leidt tot een afname van het vreemd vermogen aan de passiefzijde van het balans. Het totale vermogen (onder de streep) neemt weliswaar af, het eigen vermogen van de vennootschap blijft gelijk. Dit ligt vanzelfsprekend anders als de lening is geherkwalificeerd als kapitaal. In dat geval is de betaling economisch gelijk aan een dividenduitkering en heeft deze een directe vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap tot gevolg.

⁶⁷ *Matter of Smith*, 966 F.2d 1527 (7th Cir. 1992).

nothing. Bankruptcy addresses this problem by imposing a compulsory, collective proceeding. [...] Preference law enters the picture because the descent of a company into bankruptcy takes time. This allows the more diligent, individual creditor to opt-out of the compulsory, collective proceeding of bankruptcy by exercising its individual, state law remedies or, at the least, by pressuring a potential debtor to pay the creditor's claim ahead of other claims. Allowing such opt-out behavior may harm creditors as whole [...]. Moreover, it is contrary to the bankruptcy policy of equal treatment for similarly situated creditors and is inequitable.”⁶⁸

8.9.2 Voidable preferences volgens § 547 BC

Ingevolge § 547 BC kan de curator *transfers*⁶⁹ van de vennootschap aan een crediteur aantasten die zien op de afbetaling van een ten tijde van de overdracht reeds bestaande schuld van de vennootschap aan de crediteur, indien de vennootschap ten tijde van de *transfer* insolvent was en mits deze *transfer* uiterlijk 90 dagen voor het faillissement plaatsvond.⁷⁰ Voor *transfers* aan een *insider* geldt een termijn van tot een jaar voor faillissement. Vereist is dat de betreffende crediteur door de *preference* meer ontving dan hij had ontvangen indien de vennootschap was geliquideerd onder *Chapter 7*. Hieruit volgt bijvoorbeeld dat een betaling op een door zekerheden gedekt krediet niet kwalificeert als *unfair preference*, aangezien daarmee slechts wordt vooruit gelopen op hetgeen zich in faillissement zou voltrekken.⁷¹

Omdat een vennootschap zich in de periode kort voor faillissement doorgaans in staat van insolventie bevindt, wordt vermoed dat in de 90 dagen voor faillissement aan het insolventie-vereiste is voldaan.⁷² Het is aan de crediteur die de vermeende *preference* heeft ontvangen om dit vermoeden te weerleggen. Indien de betaling is geschied aan een *insider*, strekt het vermoeden van insolventie zich ook slechts uit over de 90 dagen voor faillissement. Indien de curator een betaling aan een *insider* wil aantasten die is geschied in de periode tussen 90 dagen en een jaar voor het faillissement, zal hij dus moeten bewijzen dat de vennootschap ten tijde van de betaling insolvent was.

Bij aantasting van een betaling op grond van § 547 BC, is niet relevant of de vennootschap en/of de ontvanger van de betaling het oogmerk hadden om de

⁶⁸ *Burtch v. Revchem Composites, Inc., f/n/a Revchem Plastics, Inc. (In re Sierra Concrete Design, Inc.)*, Adv. Case No. 10-52667 (CSS) (Bankr. D. Del., 4 januari 2012).

⁶⁹ Het begrip *transfer* heeft een ruime definitie: ook het vestigen van een nieuw zekerheidsrecht ten behoeve van een reeds bestaande schuld valt daar bijvoorbeeld onder. Het vestigen van een zekerheidsrecht is immers voor de debiteur vermogensneutraal, maar bevoordeelt de crediteur ten behoeve van wie de zekerheid wordt gevestigd ten koste van de overige (ongesecureerde) schuldeisers.

⁷⁰ Het gaat hier om insolventie ex. § 101(32) BC: daarvan is sprake indien de werkelijke waarde van de activa kleiner is dan het vreemd vermogen. Zie par. 6.7.1.

⁷¹ Dit ligt vanzelfsprekend genuanceerder indien de zekerheden niet dekkend waren geweest.

⁷² § 547 (f) BC.

crediteur te bevoordelen. Zoals het *Court of Appeals (5th Cir.)* heeft overwogen, is niet het doel, maar het effect van de betaling doorslaggevend bij de beantwoording van de vraag of een betaling als *unfair preference* kwalificeert.⁷³

Indien de vennootschap kortom binnen 90 dagen voor faillissement betalingen verricht op aandeelhoudersleningen, kunnen deze waarschijnlijk worden teruggedraaid door de curator. Indien de betaling tussen de 90 dagen en een jaar voor faillissement is gedaan, kan de curator deze louter aantasten indien de aandeelhouder tevens bestuurder van de vennootschap is of 20 procent van de zeggenschap in de vennootschap heeft (zodat deze kwalificeert als *insider*) en de curator tevens bewijst dat de vennootschap op het moment van de betaling insolvent was.

8.9.3 Uitzonderingen

8.9.3.1 Ordinary course of business

De regeling vervat in § 547 BC kent in sub c een aantal uitzonderingen op de mogelijkheid om *preferences* ongedaan te maken. Daaraan ligt de gedachte ten grondslag dat sommige overdrachten tijdens de arbitraire periode van 90 dagen voor faillissement geoorloofd zijn, ook als de vennootschap ten tijde daarvan insolvent was. Het is immers van belang dat een vennootschap in financiële problemen transacties kan blijven verrichten die noodzakelijk zijn voor haar continuïteit. De belangrijkste uitzondering betreft § 547(c)(2) BC, waarin is bepaald dat betalingen niet aantastbaar zijn, “to the extent that such transfer was in payment of a debt incurred by the debtor in the ordinary course of business or financial affairs of the debtor and the transferee, and such transfer was (a) made in the ordinary course of business or financial affairs of the debtor and the transferee, or (b) made according to ordinary business terms”. Het is aan de ontvanger van de betaling om te stellen en te bewijzen dat een betaling onder deze (of een andere) uitzondering valt. *Ordinary course of business* wordt aangenomen als een betaling past binnen het patroon van eerdere betalingen van de debiteur aan de schuldeiser, en voortvloeit uit een transactie die tegen marktconforme voorwaarden is geschied.

8.9.3.2 New value

Een tweede belangrijke uitzondering op de aantastbaarheid van *preferences* geldt voor betalingen waarbij “the debtor and the creditor [intended such transfer] to be a contemporaneous exchange for new value given to the debtor and in fact [was] a substantially contemporaneous exchange.”⁷⁴ Bij een beroep op deze uitzondering zal de crediteur moeten stellen en bewijzen dat hij na ontvangst van de als *preference* aangemerkte betaling *new value* heeft verstrekt aan de debiteur (door-

⁷³ *Matter of T.B. Westex Foods, Inc.*, 950 F.2d 1187, (5th Cir. 1992).

⁷⁴ § 547 (c)(1) BC.

gaans een ongesecureerd krediet), en de debiteur de tegenprestatie voor deze *new value* op het moment van faillissement niet volledig heeft voldaan.⁷⁵ Kort gezegd, indien de ontvanger van de *preference* daarna tegen redelijke voorwaarden nieuw krediet verstrekt aan de debiteur, zal de betaling doorgaans niet aantastbaar zijn op grond van § 847 BC.⁷⁶

8.10 Conclusie

De mogelijkheden voor curatoren om vorderingen van aandeelhouders (en andere *insiders*) achter te stellen bij de vorderingen van de overige crediteuren zijn ruim geformuleerd, zodat vooral in de jurisprudentie concrete invulling aan het leerstuk *equitable subordination* is gegeven. Daarbij valt op dat verschillende rechters voor achterstelling verschillende criteria lijken te hanteren; sommige uitspraken zijn zelfs simpelweg tegenstrijdig. Helder is in ieder geval dat achterstelling niet plaatsvindt louter omdat een aandeelhouder een lening aan de vennootschap heeft verstrekt; ook niet indien het een meerderheidsaandeelhouder betreft die een grote mate van invloed over de vennootschap uitoefent. Voor achterstelling is vereist dat het gedrag van de aandeelhouder als ‘*inequitable*’ gekwalificeerd kan worden. In veel zaken waarin tot achterstelling wordt overgegaan, speelt onderkapitalisatie een rol. Hoewel het een diffuus begrip blijft, bestaat in de rechtspraak inmiddels een redelijke consensus over de vraag wanneer van onderkapitalisatie kan worden gesproken. Van onderkapitalisatie is sprake indien naar het oordeel van een financieel deskundige het eigen vermogen van de vennootschap absoluut ontoereikend is met oog op de omvang en aard van de onderneming in het licht van de omstandigheden ten tijde van het moment waarop de financiering van de vennootschap werd vormgegeven (doorgaans bij de oprichting). Daarnaast is sprake van onderkapitalisatie indien ten tijde van de kredietverstrekking door de aandeelhouder de vennootschap een vergelijkbaar bedrag niet tegen vergelijkbare voorwaarden had kunnen lenen van een externe (onafhankelijke) kredietvertrekker. De vaststelling van onderkapitalisatie is op zichzelf onvoldoende om tot achterstelling over te gaan; daarvoor is bijkomend *inequitable* gedrag nodig. Dit bijkomende *inequitable* gedrag heeft niet zelden de vorm van vermogensonttrekkingen of anderszins voor de vennootschap nadelige transacties op een moment dat de financiële positie van de vennootschap noopte tot voorzichtigheid.

⁷⁵ § 847 (a) BC definieert *new value* als volgt: “*money or money’s worth in goods, services or new credit, or release by a transferee of property previously transferred to such transferee in a transaction that is neither void or voidable by the debtor or the trustee under any applicable law, including proceeds of such property, but does not include an obligation substituted for an existing obligation.*”

⁷⁶ Zie over de rationale achter beide uitzonderingen *Burtch v. Revchem Composites, Inc., f/n/a Revchem Plastics, Inc. (In re Sierra Concrete Design, Inc.)*, Adv. Case No. 10-52667 (CSS) (Bankr. D. Del., 4 januari 2012).

HOOFDSTUK 9

CONCLUSIE VERENIGDE STATEN

9.1 Inleiding

Dit hoofdstuk biedt de afsluitende analyse van het Amerikaanse deel. Eerst worden kort de belangrijkste bevindingen met betrekking tot de Amerikaanse normering van de financieringsvrijheid van aandeelhouders uiteengezet, aan de hand van de vier leerstukken die in de voorgaande hoofdstukken centraal stonden. Vervolgens wordt besproken hoe de behandelde leerstukken zich tot elkaar verhouden, en ten slotte wordt aangegeven welke rol onderkapitalisatie speelt bij de Amerikaanse normering van aandeelhoudersfinanciering.

9.2 Analyse van de leerstukken

9.2.1 *Kapitaal en uitkeringen*

Het Amerikaanse vennootschapsrecht stelt weinig eisen aan de inbreng van aandeelhouders bij oprichting van een kapitaalvennootschap. De Amerikaanse modelwet, de RMBCA, heeft het systeem van kapitaalbescherming reeds in de jaren tachtig verlaten, en in de staten waar dit systeem thans nog bestaat, gaat daarvan weinig bescherming uit voor de crediteuren van de vennootschap. In de staat Delaware bijvoorbeeld, wordt de hoogte van het kapitaal bepaald door het bestuur, kan het kapitaal op eenvoudige wijze worden verminderd, en is het mogelijk om gebonden kapitaal om te zetten in vrij uitkeerbare reserves. In de Verenigde Staten wordt het nominale kapitaal daarom niet langer aangemerkt als buffer voor de crediteuren.

De bevoegdheid om te besluiten tot uitkering komt in de RMBCA en alle staten uitsluitend aan het bestuur toe. Nu de besluitvorming van het bestuur terughoudend wordt getoetst, is het voor aandeelhouders niet eenvoudig om tegen de wil van het bestuur een uitkering uit te lokken.¹ Uitkeringen dienen in de VS doorgaans te voldoen aan een tweetal testen. Ten eerste schrijven alle staten een balanstest voor, waaruit voortvloeit dat uitkeringen uitsluitend mogelijk zijn voor zover de vennootschap

¹ Voor zover een aandeelhouder – bijvoorbeeld in concernverhoudingen – over de mogelijkheid beschikt om het bestuur te ontslaan, ligt dit vanzelfsprekend genuanceerder.

over eigen vermogen beschikt.² Deze test biedt enige bescherming aan de vennootschap en haar crediteuren, nu zij er aan in de weg staat dat uitkeringen leiden tot een negatief eigen vermogen. Deze bescherming dient evenwel niet te worden overschat, nu het bestuur bij de toepassing van de balanstest een grote vrijheid heeft bij het waarderen van de activa en passiva. Meer bescherming lijkt uit te gaan van de *equity insolvency test*, die voorschrijft dat de vennootschap na een uitkering moet kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare verplichtingen die voortvloeien uit een normaal verloop van zaken. Deze test vergt van het bestuur een redelijke inschatting van de toekomstige financiële positie van de vennootschap.

De gevolgen van een ongeoorloofde uitkering worden door de RMBCA primair bij de bestuurders gelegd: zij lopen het risico te worden aangesproken door de vennootschap – en in faillissement door haar crediteuren, die met een *derivative claim* namens de vennootschap kunnen ageren – indien de uitkering heeft geleid tot een negatief eigen vermogen, of de vennootschap na de uitkering voorzienbaar niet in staat was om haar opeisbare schulden te voldoen. Opmerkelijk genoeg voorziet de RMBCA niet in een terugbetalingsverplichting voor de aandeelhouders die een ongeoorloofde uitkering hebben ontvangen, maar uitsluitend in een regresmogelijkheid voor de bestuurders op de aandeelhouders. Onder de RMBCA kunnen de aandeelhouders daarom uitsluitend ‘via’ de bestuurders worden aangesproken vanwege ongeoorloofde uitkeringen. Een aantal staten heeft niettemin in hun vennootschaprechtelijke wetgeving voor de vennootschap een mogelijkheid gecreëerd om direct tegen de aandeelhouders op te komen vanwege een ongeoorloofde uitkering. Bovendien kunnen aandeelhouders vaak op grond van *common law* tot restitutie van een dividend worden aangesproken. Indien de vennootschap insolvent was op het moment van de uitkering, dienen doorgaans ook de aandeelhouders te goeder trouw het dividend te restitueren. De laatste decennia lijken crediteuren en curatoren echter weinig van deze mogelijkheden gebruik te maken, nu zij vermogensonttrekkingen door aandeelhouders primair trachten aan te tasten met een beroep op *fraudulent transfer law*.

9.2.2 Vermogensonttrekking & *fraudulent transfer law*

De bescherming van crediteuren bij vermogensonttrekkingen door aandeelhouders vindt in de VS primair *ex post* plaats, door de onttrekkingen te toetsen aan het *fraudulent transfer law*. Ingevolge de *fraudulent transfer* regels is het de vennootschap slechts toegestaan om vermogen aan de aandeelhouders uit te keren voor zover de vennootschap na de onttrekking niet achterblijft met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*). Vermogensonttrekkingen in strijd met de desbetreffende voorschriften kunnen door de curator worden vernietigd, waarna de onttrokken middelen van de ontvanger kunnen worden teruggevorderd. *Fraudulent transfer law* kan daarom worden aangemerkt als een functioneel equivalent van het

2 Een uitzondering is de mogelijkheid om in Delaware *nimble dividends* uit te keren, zie par. 5.4.3.

systeem van kapitaalbescherming, met dien verstande dat het niet het nominale kapitaal tot uitgangspunt neemt, maar is geënt op de totale vermogenspositie van de vennootschap. Het leerstuk beoogt hetzelfde doel te bereiken als de uitkeringsregels, maar hanteert daarbij geen *bright line rules*, maar *open standards*.³

Aandeelhouders dienen er bij vermogensonttrekkingen rekening mee moeten houden dat zij tot restitutie kunnen worden aangesproken als de vennootschap na de vermogensonttrekking insolvent of met een onredelijk klein vermogen achterblijft, en vervolgens failliet. *Fraudulent transfer law* heeft zich in het bijzonder ontwikkeld tot een belangrijk wapen voor de curator en crediteuren om complexe, samengestelde transacties ongedaan te maken, in het bijzonder *leveraged buyouts*. Dit mag opmerkelijk heten, nu het leerstuk oorspronkelijk is toegesneden op een twee-partijen-verhouding: de schuldenaar die vermogen overdraagt aan een wederpartij. Bij een LBO zijn echter meerdere partijen betrokken: de verkopende aandeelhouders, de koper van de aandelen, de kredietverstrekende bank en het bestuur van de vennootschap. Daarnaast bestaat een LBO uit meerdere stappen die nauw met elkaar samenhangen. Aantasting van de individuele stappen van de transactie is doorgaans niet mogelijk of weinig zinvol. Dat *fraudulent transfer law* toch een belangrijke rol heeft weten te veroveren bij de normering van LBO's, is primair te danken aan de bereidheid van rechters om de LBO voor de toepassing van het leerstuk te 'consolideren': de rechter beoordeelt de LBO alsof er sprake was van één overdracht van de doelwitvennootschap aan de verkopende aandeelhouders. Door de LBO te consolideren dienen alle aandeelhouders die hun aandelen in het kader van de overname hebben vervreemd, de door hen ontvangen koopprijs te restitueren indien komt vast te staan dat de vennootschap na de transactie insolvent of met een onredelijk klein vermogen achterbleef. Dit geldt bij strikte toepassing van de *fraudulent transfer* bepalingen ook voor de aandeelhouders te goeder trouw. Een aanzienlijk aantal Amerikaanse rechters probeert deze vergaande consequentie te voorkomen door een creatieve interpretatie van de wet.

Mijns inziens is de 'geconsolideerde' benadering van de Amerikaanse rechters ondanks de hiervoor besproken problematiek in die zin wenselijk dat zij oog heeft voor het netto effect van de gehele transactie, en de inhoud boven de vorm plaatst. De kernvraag bij de nomering van een LBO is of de financiële uitrusting van de vennootschap na de LBO in een dusdanige wanverhouding stond tot haar activiteiten en daarmee samenhangende risico's, dat de betrokkenen door de samengestelde transactie in een te hoge mate risico's hebben afgewenteld op de ongesecureerde crediteuren. Bij de beantwoording van deze vraag biedt de Amerikaanse jurisprudentie inzake *fraudulent transfers* waardevolle gezichtspunten. Door de invulling die in de rechtspraak is gegeven aan het begrip '*unreasonably small capital*', worden grenzen gesteld aan de mate waarin aandeelhouders redelijkerwijs voorzienbare risico's mogen afwentelen op de vennootschap en haar ongesecureerde crediteuren.

3 Zie par. 3.8.

9.2.3 *Financiering & piercing the corporate veil*

De betrokkenheid van de aandeelhouder bij de financiering van de vennootschap kan tevens aanleiding geven tot directe aansprakelijkheid jegens de crediteuren van de vennootschap. Zo meent een groot aantal Amerikaanse rechtsgeleerde auteurs dat het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid terzijde dient te worden gesteld – onder de noemer: *piercing the corporate veil* – indien de vennootschap ondergekapitaliseerd is in het licht van haar ondernemingsactiviteiten. De Amerikaanse *law in action* is echter weerbarstiger. Het is niet eenvoudig de exacte overwegingen van de Amerikaanse rechters bloot te leggen die schuil gaan achter de vele uitspraken inzake *veil piercing*. Rechters plegen zich te bedienen van metaforen en geven vaak een waslijst van omstandigheden die hebben bijgedragen aan het oordeel dat doorbraak in het gegeven geval al dan niet gerechtvaardigd is.

Niettemin kan een aantal rode draden in de *piercing*-jurisprudentie worden waargenomen. Zo valt op dat daarin zelden daadwerkelijk door de rechtspersoon wordt heengekeken. Onder de noemer *piercing the corporate veil*, heeft zich de facto een leerstuk ontwikkeld dat het handelen van specifieke, nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouders normeert. De doorbraak van aansprakelijkheid vindt meestal selectief plaats: alleen ten aanzien van de aandeelhouders die een zekere mate van invloed hebben gehad op (de financiering van) de vennootschap. De toepassing van het leerstuk sluit daarom nauwer aan bij het Nederlandse leerstuk van de indirecte doorbraak op grond van art. 6:162 BW, dan haar naam doet vermoeden.

Daarnaast valt op dat in de *piercing*-jurisprudentie regelmatig wordt gerept van *undercapitalization* van de vennootschap, vaak zonder dat nader wordt gespecificeerd waarin de *undercapitalization* gelegen was. Er lijkt kort gezegd geen duidelijkheid te bestaan over de inhoud en normatieve betekenis van het begrip. Hoewel er rechtspraak is waaruit men zou kunnen afleiden dat onderkapitalisatie een grond kan zijn voor aansprakelijkheid van aandeelhouders, en een aanzienlijk aantal Amerikaanse auteurs voor een dergelijke regel heeft gepleit, kan op basis van een grote meerderheid van Amerikaanse uitspraken geconcludeerd worden dat onderkapitalisatie op zichzelf, zonder bijkomende omstandigheden, onvoldoende is voor doorbraak. De vereiste bijkomende omstandigheden kunnen bestaan uit de misleiding van crediteuren of de onttrekking van vermogen op een moment dat de financiële positie van de vennootschap dit niet toestond.

9.2.4 *Financiering & equitable subordination*

De federale *Bankruptcy Code* biedt *bankruptcy courts* de mogelijkheid om op grond van beginselen van billijkheid (*equity*) de vorderingen van aandeelhouders geheel of ten dele achter te stellen bij alle of specifieke andere vorderingen in faillissement.

Daarnaast kan een *bankruptcy court* bepalen dat aan de vordering verbonden zekerheidsrechten overgaan op de boedel. Het leerstuk *equitable subordination* beoogt te voorkomen dat aandeelhouders die ‘onredelijk’ (*inequitable*) hebben gehandeld in faillissement delen in de opbrengst van de boedel. Dit onredelijke handelen kan de vorm hebben van onderkapitalisatie van de vennootschap, hoewel onderkapitalisatie onvoldoende laakbaar wordt beschouwd om achterstelling zelfstandig te rechtvaardigen. Volgens bestendige rechtspraak is – in het kader van het leerstuk van *equitable subordination* – sprake van onderkapitalisatie indien (i) naar het oordeel van een financieel deskundige, het kapitaal van de vennootschap absoluut ontoereikend is met oog op de omvang en aard van de onderneming in het licht van de omstandigheden ten tijde van het moment waarop de financiering van de vennootschap werd vormgegeven (doorgaans bij de oprichting). Daarnaast (ii) is sprake van onderkapitalisatie indien ten tijde van de kredietverstrekking door de aandeelhouder de vennootschap een vergelijkbaar bedrag niet tegen vergelijkbare voorwaarden had kunnen lenen van een externe (onafhankelijke) kredietvertrekker.

Indien de vennootschap voor faillissement betalingen heeft verricht op door aandeelhouders verstrekte leningen, bestaat de mogelijkheid dat de curator deze betalingen vernietigt op grond van *avoidable preference law*. Betalingen aan aandeelhouders die binnen 90 dagen voor faillissement zijn verricht, kunnen doorgaans worden teruggevorderd van de ontvanger. Daarnaast is mogelijk dat eerdere betalingen dienen te worden gerestitueerd, maar daarvoor zal de curator moeten bewijzen dat de vennootschap ten tijde van de betaling insolvent was. Betalingen die werden verricht in ‘*ordinary course of business*’ van de vennootschap, komen niet voor vernietiging in aanmerking.

9.3 Verhouding tussen de leerstukken

9.3.1 Functionele equivalenten

De onderzochte rechtsfiguren vertonen een zekere mate van gelijkenis. Aan de procedures waarin een beroep wordt gedaan op de verschillende leerstukken, liggen vaak vergelijkbare casusposities ten grondslag. Een aandeelhouder die een vennootschap bij oprichting financiert met weinig eigen vermogen en veel vreemd vermogen, en gedurende het bestaan van de vennootschap eigen vermogen aan de vennootschap onttrekt, loopt het risico om in faillissement te worden aangesproken op grond van de wettelijke of *common law* dividendregels, *fraudulent transfer law*, *preference law* of het leerstuk van *veil piercing*, en staat ten slotte aan het risico bloot dat zijn vorderingen op de vennootschap worden achtergesteld op basis van het leerstuk van *equitable subordination* of *recharacterization*. In veel zaken die hebben geleid tot een uitspraak in de sleutel van een bepaald leerstuk, had ook kunnen worden geprocedeerd op grond van een ander leerstuk.

De vooraanstaande jurist Clark heeft daarom reeds in 1977 gewezen op het feit dat de hiervoor behandelde leerstukken functionele equivalenten zijn.⁴ Zijns inziens dienen de leerstukken te worden beschouwd als concrete uitwerkingen van een aantal ‘morele principes’ die van toepassing zijn op het handelen van debiteuren jegens hun crediteuren.

Zo overwoog Clark: “*Restraints on corporate distributions [...] are a straightforward expression of fraudulent conveyance principles. In particular, the doctrines of equitable subordination and piercing the corporate veil may be seen as applications of the same notions of securing the moral obligations of debtors to creditors which are at work in fraudulent conveyance law.*”⁵

Fraudulent conveyance law in ruime zin beoogt volgens Clark te voorkomen dat een debiteur door zijn handelen het verhaal van crediteuren verhindert. De vraag rijst waarom er in het Amerikaanse recht verschillende leerstukken worden gehanteerd om hetzelfde principe te bewaken. Hoe verhouden de leerstukken zich tot elkaar?

9.3.2 Transactiegericht leerstuk?

Een belangrijk onderscheid tussen enerzijds de dividendregels en *fraudulent transfer/preference law* en anderzijds *veil piercing* en *equitable subordination*, is er mijns inziens in gelegen dat alleen de eerstgenoemde leerstukken ‘transactiegericht’ zijn. Dividendregels en *fraudulent transfer/preference law* richten zich op de specifieke transacties waardoor het verhaal van de crediteuren is aangetast en beogen de gevolgen van die transacties ongedaan te maken. In verhouding tot de transactiegerichte leerstukken kan *veil piercing* volgens sommige auteurs worden vergeleken met het inwisselen van een precisiegeweer voor een bazooka: de aandeelhouders zijn voor de gehele schuld van de vennootschap aansprakelijk, ook indien deze het met de onttrekking samenhangende nadeel overtreft.⁶ Het leerstuk leidt niet tot ongedaanmaking van bepaalde benadelende transacties, maar tot aansprakelijkheid van de aandeelhouder voor specifieke, of alle schulden van de vennootschap. Hetzelfde geldt mijns inziens in mindere mate voor de achterstelling van vorderingen van aandeelhouders op grond van *equitable subordination*. Een aantal juridische auteurs heeft daarom betoogd dat in de gevallen waarin het nadeel van de crediteuren gelegen is in vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, toepassing van de regels inzake dividend en *fraudulent transfers* de voorkeur verdient boven *veil piercing* en *equitable subordination*.⁷ Zo heeft Clark er bijvoorbeeld op

⁴ Clark 1977.

⁵ Clark 1977, p. 505.

⁶ Bainbridge 2001, p. 524.

⁷ Zie bijvoorbeeld Millon 2007, voetnoot 104.

gewezen dat in de uitspraken *Deep Rock* en *Pepper v. Litton*, waarin vorderingen van aandeelhouders werden achtergesteld op grond van *equitable subordination*, sprake was van een grote hoeveelheid transacties tussen de aandeelhouder en de vennootschap die konden worden aangemerkt als overdrachten waarvoor de vennootschap geen *reasonably equivalent value* kreeg. Ongedaanmaking van die transacties op grond van *fraudulent transfer law* zou volgens hem daarom een passende sanctie zijn geweest dan achterstelling van de vordering van de aandeelhouder.⁸

Er zijn niettemin twee situaties waarin *veil piercing* en *equitable subordination* toegevoegde waarde hebben naast de dividendregels en *fraudulent transfer law*. Ten eerste bestaat de mogelijkheid dat de onttrekkingen zo talrijk zijn, zich over zo'n lange periode hebben uitgestrekt of de verslaglegging daarvan dusdanig gebrekkig is geweest, dat aantasting van de individuele transacties feitelijk onmogelijk is. Met de dividendregels en het *fraudulent transfer law* kunnen de crediteuren en curator in dat geval niets uitrichten. Voor achterstelling of *veil piercing* is geen analyse vereist van de afzonderlijke benadelende transacties. Deze leerstukken bieden daarom een kostenefficiënte remedie indien de benadelende transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouder complex en talrijk zijn. Zij bewerkstelligen dat het gegeven dat de benadelende transacties feitelijk niet meer traceerbaar zijn, voor rekening van de aandeelhouder wordt gebracht.

Blumberg overweegt dienaangaande: “Where [...] the wrongdoing is pervasive and the inequitable conduct of the parent is so complex that it cannot be isolated, complete subordination to the claims of injured creditors or investors [and *veil piercing* – JB] is the only alternative.”⁹

Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat het nadeel van de crediteuren niet voortvloeit uit vermogensonttrekkingen of anderszins benadelende transacties tussen de aandeelhouder en de vennootschap, maar louter volgt uit de onderkapitalisatie van de vennootschap bij haar oprichting. In dat geval ontbreken specifieke transacties die het vermogen van de vennootschap hebben uitgehold en bieden de dividendregels en het *fraudulent transfer law* dus geen soelaas. Het gebrek aan specifieke benadelende transacties hoeft echter niet in de weg te staan aan *veil piercing* of *equitable subordination*.

9.3.3 Dividendregels vs. *fraudulent transfer law*

Hoe verhouden de ‘transactie-gerichte’ leerstukken zich onderling tot elkaar? Uit de voorgaande analyse blijkt dat ongeoorloofde uitkeringen kunnen leiden tot een resitutieverplichting voor de aandeelhouders op grond van de vennootschapsrechte-

⁸ Clark 1986, p. 50.

⁹ Blumberg e.a. 2010, § 87-5.

lijke regels, en door aantasting van de overdracht met een beroep op het *fraudulent transfer law*. Sommige auteurs hebben opgemerkt dat er in het geheel geen behoefte zou bestaan aan vennootschapsrechtelijke regels inzake uitkeringen, aangezien *fraudulent transfer law* al afdoende bescherming zou bieden.

Zo merkt Markell op: “*It makes little sense [...] to enact statutes specifically designated to regulate the shareholder/corporation relationship if common law concepts brought into play by general fraudulent-conveyance laws will always, or nearly always, usurp their function.*”¹⁰

Toch kan er gewezen worden op een aantal wezenlijke verschillen tussen de dividendregels en het *fraudulent transfer law*. Zo voorzien de wettelijke dividendregels niet alleen in een aansprakelijkheidsregeling *ex post*, maar leggen zij ook *ex ante* beperkingen op aan de mogelijkheid om uitkeringen te doen. Daarbij richten de dividendregels zich primair op het bestuur van de vennootschap, terwijl aantasting van een uitkering op grond van *fraudulent transfer law* leidt tot een restitutieverplichting voor de aandeelhouders.

Een ander belangrijk verschil is gelegen in de subjectieve vereisten ten aanzien van de terugbetalingsverplichting van aandeelhouders bij ongeoorloofde uitkeringen. Op grond van de RMBCA en de meeste statelijke wetten kan een aandeelhouder uitsluitend tot restitutie van een uitkering worden aangesproken indien hij wetenschap had of moest hebben van het ongeoorloofde karakter daarvan. Indien een uitkering wordt aangetast op grond van *fraudulent transfer law*, is de wetenschap van de aandeelhouder niet relevant. Indien de vennootschap na de uitkering insolvent achterbleef of over een onredelijk klein vermogen beschikte, kan de uitkering van de aandeelhouders worden teruggevorderd. De crediteuren ontlenen daarom aanzienlijk meer bescherming aan het *fraudulent transfer law* dan aan de wettelijke uitkeringsregels.

Daar komt bij dat uitkeringen eerder aantastbaar zijn op grond van *fraudulent transfer law*, dan dat zij leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders op grond van de statelijke dividendregels. Zoals hiervoor werd aangegeven, schrijven de wettelijke uitkeringsregelingen (naast een balanstest) doorgaans een *equity insolvency test* voor, inhoudende dat de vennootschap na uitkering bij een normaal verloop van zaken aan haar opeisbare verplichtingen moet kunnen blijven voldoen. Ingevolge het *fraudulent transfer law* mag de vennootschap na een uitkering niet achterblijven met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*). Laatstgenoemde test is strikter dan de vennootschapsrechtelijke *equity insolvency test*, zo is communis opinio in rechtspraak en literatuur. Kort gezegd vereist de *unreasonably small capital*-test een hogere mate van financiële weerbaarheid van de vennootschap; de vennootschap dient volgens deze test na de uitkering niet louter in staat te zijn om haar opeisbare verplichtingen te voldoen,

¹⁰ Markell 1988, p. 508, vn 158.

maar dient tevens in staat te zijn redelijkerwijs voorzienbare tegenvallers het hoofd te bieden.¹¹

Daarbij moet worden aangetekend dat het in de literatuur en rechtspraak gemaakte onderscheid tussen de vennootschapsrechtelijke *equity insolvency test* en de faillissementsrechtelijke *unreasonably small capital*-test theoretisch helder is, maar in de rechtspraak niet altijd wordt gevolgd. De beoordeling of een uitkering plaatsvond in strijd met één van beide testen, blijft in hoge mate afhankelijk van de concrete omstandigheden van het geval en de waardering die de rechter aan die omstandigheden toekent. Dat neemt niet weg dat in de *unreasonably small capital*-test naar mijn idee beter tot uitdrukking komt dat de vennootschap na uitkering niet louter over voldoende liquiditeiten moet beschikken om aan haar opeisbare verplichtingen te kunnen voldoen, maar dat haar vermogenspositie in ruime zin in een redelijke verhouding dient te staan tot de redelijkerwijs voorzienbare risico's.

Tot slot biedt *fraudulent transfer law* ook meer bescherming aan crediteuren dan de vennootschapsrechtelijke dividendregels, doordat rechters bij de toepassing daarvan meer kijken naar de economische inhoud van een transactie dan naar haar vorm. Dit heeft geleid tot de (in hoofdstuk 6 besproken) consolidatie-doctrine, waarbij meerdere transacties voor toepassing van het *fraudulent transfer law* als één *transfer* worden beschouwd. Bij de toepassing van de dividendregels blijken rechters minder vaak bereid om het samenstel te beoordelen alsof er sprake was van één directe uitkering.

9.3.4 *Veil piercing vs. equitable subordination*

Hoe de 'niet transactie-gerichte' leerstukken *veil piercing* en *equitable subordination* zich tot elkaar verhouden, is minder helder. Duidelijk is dat beide rechtsfiguren trachten te voorkomen dat aandeelhouders opportunistisch handelen jegens de crediteuren; voor de toepassing van beide leerstukken dient sprake te zijn van een zekere mate van onredelijk handelen van de aandeelhouder. De evidente kernvraag is wanneer het handelen van de aandeelhouder kwalificeert als zodanig *inequitable*, *unjust* of *wrong* dat doorbraak of achterstelling gerechtvaardigd is. Wellicht is de belangrijkste overeenkomst tussen de leerstukken dat op deze vraag geen eenduidig antwoord bestaat.

Zo merkt Clark treffend op: "*The phrase 'inequitable conduct' [in the equitable subordination cases] is just as crucial, and just as vague and illuminating, as the word 'wrong' in the veil-piercing cases.*"¹²

11 Zo overweegt bijvoorbeeld Heaton, na een grondige analyse van de verschillende criteria: "[T]he firm has adequate capital if it can withstand enough variability to the bad side and still remain solvent. Capital-adequacy tests ask simply whether a firm can withstand some perturbation to the bad side and still remain solvent." (Heaton 2007, p. 996).

12 Clark 1986, p. 53.

Achterstelling heeft minder vergaande gevolgen voor de aandeelhouder dan een doorbraak van aansprakelijkheid. De aandeelhouder wordt niet aansprakelijk gehouden voor alle schulden van de vennootschap; hij riskeert slechts datgene te verliezen dat hij als krediet aan de vennootschap heeft verstrekt. Achterstelling kan in die zin worden aangemerkt als *'piercing light'*. Betekent dit dat voor achterstelling een minder extreme mate van *inequitable* gedrag vereist is dan voor doorbraak? Rechtspraak en literatuur zijn hierover allerm minst eenduidig.

O'Neil en Thompson neigen naar een bevestigend antwoord op deze vraag, maar houden een slag om de arm: *"In most bankruptcies no assets remain after outside creditors are paid; thus the effect of subordination usually is that a shareholder's claim will not be paid. That result, however, is less drastic than piercing the corporate veil, which leaves the shareholders liable for all the corporation's debts; the legal standard for subordination, therefore, may be somewhat different than the standard for piercing."*¹³ (Onderstr. JB)

9.4 De rol van onderkapitalisatie

Hoewel het concept 'onderkapitalisatie' in alle bestudeerde leerstukken expliciet of impliciet een rol speelt, moet worden geconcludeerd dat het om een buitengewoon diffuus begrip gaat. Dit diffuse karakter wordt naar mijn idee mede veroorzaakt doordat aan de term 'onderkapitalisatie' in de Amerikaanse jurisprudentie (minstens) twee verschillende betekenissen worden toegekend. Ten eerste wordt gesproken over onderkapitalisatie als de aandeelhouders bij oprichting, het opzetten van nieuwe activiteiten of het onttrekken van eigen vermogen er geen zorg voor dragen dat het risicodragende vermogen van de vennootschap in een redelijke verhouding staat tot de risico's die redelijkerwijs te verwachten zijn. In deze betekenis heeft het begrip 'onderkapitalisatie' een negatieve connotatie, in die zin dat het op zichzelf reeds duidt op laakbaar handelen van de aandeelhouders, doordat zij in onvoldoende mate rekening hebben gehouden met de belangen van derden. Het begrip heeft volgens deze invulling een subjectief karakter: van belang is in welke mate de aandeelhouders wisten of behoorden te voorzien dat de crediteuren ten gevolge van hun handelwijze nadeel zouden ondervinden.

De term 'onderkapitalisatie' wordt daarnaast (ii) door rechters gebruikt om aan te geven dat een vennootschap op een zeker moment in financieel zwaar weer verkeerde, ongeacht de oorzaak daarvan. De oorzaak van deze vorm van 'onderkapitalisatie' kan heel goed buiten de invloedssfeer van de aandeelhouder liggen; mogelijk staat de vennootschap er slecht voor vanwege onverwachte tegenvallers of gewijzigde marktomstandigheden. In deze betekenis impliceert de aanwezigheid van onderkapitalisatie (nog) geen laakbaar handelen van de aandeelhouders. De rechters noemen slechts de penibele financiële toestand van de onderneming (de

¹³ O'Neil & Thompson § 818.

‘onderkapitalisatie’) omdat deze er mogelijk toe noopte dat aandeelhouders bij hun handelen ten aanzien van de vennootschap rekening hielden met de belangen van de crediteuren. Onderkapitalisatie is in deze betekenis een objectief begrip; daarmee wordt slechts uitdrukking gegeven aan het feit dat de financiering van de vennootschap op een zeker moment in objectieve termen ‘onder de maat’ was.

Deze twee definities lopen zowel in de Amerikaanse rechtspraak, als in het wetenschappelijk debat, nogal eens door elkaar. Hierdoor worden soms conclusies verbonden aan uitspraken, die daaruit wellicht niet volgen. Het concept ‘onderkapitalisatie’ kan echter slechts van betekenis zijn bij de normering van aandeelhoudersfinanciering, indien over de invulling van dat begrip meer duidelijkheid bestaat.

III. DUTS PERSPECTIEF

HOOFDSTUK 10

INLEIDING DUITSLAND

10.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt het Duitse deel van dit proefschrift ingeleid. Er wordt ingegaan op de relevante rechtsvormen en op de herziening van het vennootschapsrecht en het faillissementsrecht in 2008. Tot slot wordt aangegeven welke leerstukken in de komende hoofdstukken aan bod zullen komen.

10.2 Relevante rechtsvormen in Duitsland

In het Duitse vennootschapsrecht wordt onderscheid gemaakt tussen een drietal kapitaalvennootschappen: de *Aktiengesellschaft* (AG), de *Gesellschaft mit Beschränkter Haftung* (GmbH) en de *Unternehmergeellschaft* (UG).¹ De AG is vergelijkbaar met de Nederlandse NV; zij kan aandelen aan toonder uitgeven en heeft dus de mogelijkheid om haar aandelen aan een beurs te noteren. Het op de AG toepasselijke recht wordt, net als het NV-recht, in hoge mate bepaald door wetgeving op Europees niveau. Zo is bijvoorbeeld de Tweede EG-Richtlijn inzake kapitaal en uitkeringen op haar van toepassing.²

Concurrentie van rechtsvormen wordt niet zelden beschouwd als een modern verschijnsel dat primair het gevolg zou zijn van recente Europese rechtspraak, maar gaf reeds in 1892 aanleiding tot de introductie van de GmbH. Om het Duitse vennootschapsrecht na invoering van de Britse *Limited* aantrekkelijk te maken voor internationaal georiënteerde ondernemers, achtte men het noodzakelijk dat werd voorzien in een rechtsvorm “*auf individualistischer Grundlage, aber mit beschränkter Haftbarkeit*”.³ De GmbH is daarom, anders dan de AG, niet het resultaat van een lange rechtsontwikkeling, maar dankt haar bestaan aan een “*bewusster Rechts-schöpfung*” van de Duitse wetgever. De GmbH onderscheidt zich in een veel hogere mate van de AG dan de Nederlandse BV zich van de NV onderscheidt, en zeker dan

1 Ik laat hier buiten beschouwing dat het Duitse recht tevens verwijst naar rechtsvormen die het midden houden tussen een kapitaalvennootschap en een personenvennootschap, zoals de *GmbH & Co. KG*.

2 Zie par. 16.9.

3 Oechelhäuser, in: *Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstags*, V. Legislaturperiode, IV. Session 1884, p. 22, ontleend aan Walter Bayer 2007, p. 221.

de Amerikaanse *privately-held corporation* zich van de *public corporation* onderscheidt. De GmbH is ontworpen met oog op kleine en middelgrote ondernemingen en daarom hebben haar aandeelhouders (*Gesellschafter*) aanzienlijk meer mogelijkheden om de vennootschap naar eigen inzicht vorm te geven dan de aandeelhouders van de AG (*Aktionär*). Terwijl de AG over zowel een bestuur als een toezichthoudend orgaan dient te beschikken, hebben de meeste GmbH's louter een bestuur, dat uit natuurlijke personen moet bestaan.⁴ Daarnaast voorziet de regeling van de GmbH in de mogelijkheid voor het door de aandeelhouders gevormde orgaan (de *Gesellschafterversammlung*) om het bestuur (in beginsel) bindende instructies te geven. In § 37 GmbHG is bepaald dat de bevoegdheid van de bestuurders om de vennootschap te besturen kan worden beperkt bij aandeelhoudersbesluit.⁵ Ofschoon de wet niet expliciet spreekt van instructies, wordt algemeen aangenomen dat hieruit moet worden afgeleid dat de *Gesellschafterversammlung*, door het *Bundesgerichtshof* aangemerkt als het hoogste orgaan van de vennootschap, (ook concrete) instructies kan geven aan de bestuurders. Deze mogelijkheid heeft de AVA van de AG (de *Hauptversammlung*) niet.⁶ In het *Aktiengesetz* wordt het de *Hauptversammlung* verboden te besluiten over bestuursaangelegenheden, tenzij het bestuur daarom uitdrukkelijk verzoekt.⁷ Ten slotte volgt uit de wettelijke bevoegdheidsverdeling vervat in § 46 GmbHG dat de *Gesellschafterversammlung* primair over het financiële beleid van de GmbH gaat; een vergelijkbare bepaling ontbreekt in het *Aktiengesetz*.

De GmbH kan inmiddels worden aangemerkt als een belangrijk Duits export-product; het *GmbH-Gesetz* (GmbHG) heeft als voorbeeld gediend voor een groot aantal buitenlandse besloten vennootschapsvormen.⁸ Sinds 2008 bestaat in Duitsland een afgezwakte variant van de GmbH zonder een minimumkapitaal vereiste: de UG.⁹

4 § 6(2) GmbHG. Het is dus niet mogelijk een rechtspersoon (bijvoorbeeld de moeder vennootschap) tot bestuurder te benoemen. Natuurlijke personen kunnen wel tegelijk aandeelhouder en bestuurder zijn.

5 Het begrip '*Vertretung*' dient in § 37 GmbHG te worden begrepen als het bestuur van de vennootschap (een intern begrip) en niet als de vertegenwoordiging van de vennootschap (een extern begrip). Zie, Karl 2009, p. 3.

6 Zie voor een bevestiging van de regel dat het bestuur van de AG niet gehouden is aanwijzingen van een aandeelhouder op te volgen: OLG Frankfurt 17 augustus 2011, 13 U 100/10.

7 § 119(2) AktG: "*Über Fragen der Geschäftsführung kann die Hauptversammlung nur entscheiden, wenn der Vorstand es verlangt.*"

8 Noack & Beurskens 2010, p. 159.

9 Zie daarover hoofdstuk 11.

10.3 Vennootschapsrecht en faillissementsrecht in Duitsland

10.3.1 MoMiG 2008: een grondige herziening

De AG en de GmbH zijn, anders dan hun Amerikaanse en Nederlandse equivalenten, gescheiden gecodificeerd. In het *Aktiengesetz* wordt de AG geregeld en in het *GmbH-Gesetz* treft men de regels inzake de GmbH aan. De *Insolvenzordnung* is de belangrijkste rechtsbron van faillissementsrecht en bevat een aantal bepalingen die specifiek zijn toegesneden op schuldfinanciering door aandeelhouders.

In 2008 heeft de meest ingrijpende herziening van het GmbHG plaatsgevonden sinds de invoering van deze besloten rechtsvorm. Net als in 1892 werd deze inspanning van de wetgever primair ingegeven door een toegenomen concurrentie met buitenlandse rechtsvormen, mede aangewakkerd door de bekende rechtspraak op Europees niveau. Met het *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen* (MoMiG) is beoogd de Europese concurrentiepositie van de GmbH te versterken en tevens het misbruik van deze rechtsvorm in te dammen.¹⁰ Een belangrijk onderdeel van de herziening betrof een aanpassing en verduidelijking van de regels inzake de financiering van de GmbH. Zo is de uitkeringsregeling aangepast teneinde het toepassingsbereik daarvan terug te brengen, is er een bestuurdersaansprakelijkheidsregeling geïntroduceerd vanwege betalingen aan aandeelhouders die leiden tot betalingsproblemen, zijn de regels inzake aandeelhoudersleningen vereenvoudigd en van het *GmbH-Gesetz* overgebracht naar de *Insolvenzordnung* en is in de toelichting een aantal voor de (financierings) praktijk belangrijke doch omstreden kwesties opgehelderd.

Hoewel een en ander kan worden aangemerkt als een significante herziening, heeft het MoMiG geen fundamentele wijzigingen aangebracht in de uitgangspunten die ten grondslag liggen aan de normering van de financiering van de GmbH. In Duitsland geldt nog steeds het uitgangspunt dat de aandeelhouders naar eigen inzicht in de vermogensbehoefte van de vennootschap mogen voorzien; zij genieten *Finanzierungsfreiheit*.¹¹ Tegelijkertijd wordt in Duitse juridische literatuur en rechtspraak met regelmaat verwezen naar de *Finanzierungsverantwortlichkeit* van de aandeelhouders.¹² De notie dat aandeelhouders tot op zekere hoogte zorg dienen te dragen voor een adequate financiering (een *angemessene Kapitalausstattung*) lijkt in Duitsland veel nadrukkelijker aanwezig dan in de Verenigde Staten en Nederland.

10 Zie voor Nederlandse besprekingen van het MoMiG: Van den Braak & Lennarts 2006 (n.a.v. het voorontwerp) en Verbrugh 2008 (n.a.v. het wetsvoorstel). Zie in het Engels: Noack & Beurskens 2010, p. 157-180. Zie voor een zeer complete Duitse bespreking: Schall 2009.

11 Zie bijvoorbeeld Windbichler 2009, p. 203.

12 Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 11 en Möller 2005, p. 5.

10.3.2 Concernrecht

In Duitsland bestaan al geruime tijd bijzondere regels voor het concern. Deze normen zijn wettelijk vastgelegd voor de AG en door rechters ten dele overgenomen voor de GmbH. Met deze regels voor samenwerking van rechtspersonen in concernverband tracht het Duitse recht tegemoet te komen aan een probleem dat specifiek opgeld zou doen in concernverhoudingen: het risico dat de controlerende aandeelhouder ten koste van de dochtervennootschap zijn invloed aanwendt ten behoeve van zijn andere ondernemingsbelangen.¹³ Nu het Nederlandse recht geen geformaliseerd concernrecht kent en de analyse van het Duitse recht in dit onderzoek een instrumenteel karakter heeft – zij dient ten behoeve van de gedachtenvorming over het Nederlandse recht – zal het concernrecht hierna niet uitvoerig behandeld worden. Daarop zal uitsluitend kort worden ingegaan in hoofdstuk 13, nu de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de financiering van de vennootschap oorspronkelijk gebaseerd werd op noties ontleend aan het concern-recht. Door een aantal uitspraken van de *Zweite Zivilsenat* van het *Bundesgerichtshof* – die bevoegd is te oordelen over ondernemingsrechtelijke geschillen – heeft het concernrecht op dit punt echter aan betekenis ingeboet.¹⁴

10.4 Opzet Duits deel

In het volgende hoofdstuk (11) zal worden ingegaan op de vennootschapsrechtelijke regels inzake het kapitaal van de vennootschap en de mogelijkheid om dividend uit te keren, aan de hand van het GmbHG. Er zal tevens aandacht worden geschonken aan de aansprakelijkheid van bestuurders en de restitutieplichting van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen. Daarbij zal aandacht worden besteed aan de wijzigingen die het MoMiG heeft meegebracht voor de normering van de financiering van de GmbH.

In het daarop volgende hoofdstuk (12) komt aan bod welke rol het Duitse equivalent van de faillissementspauliana, de *Insolvenzanfechtung*, speelt bij de normering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. Nu (gepubliceerde)

13 Men kan er overigens over twisten of de problematiek waaraan de Duitse wetgever met de bijzondere concernregels tegemoet tracht te komen, gelegen is in de bijzondere aard van het concern of tevens opgeld kan doen in niet-concernverhoudingen. Volgens Timmerman heeft een dochtervennootschap binnen een concern niet een principieel ander karakter dan een enkelvoudige vennootschap. Hij wijst er daarom op dat “de problemen waartoe concerns aanleiding geven, [...] in eerste instantie zoveel mogelijk door toepassing van het algemene vermogensrecht en vennootschapsrecht [dienen] te worden opgelost. De enigszins afwijkende status van een concernvennootschap kan meebrengen dat in concernverhoudingen aan een algemeen vennootschapsrechtelijk begrip [...] een enigszins afwijkende uitleg wordt gegeven.” (Timmerman 1994, nr. 2).

14 Ingevolge het *Geschäftsverteilungsplan des Gerichts* dat op grond van § 21(e) *Gerichtsverfassungsgesetz* jaarlijks dient te worden opgemaakt, oordeelt de *Zweite Zivilsenat* over ondernemingsrechtelijke geschillen.

rechtspraak ter zake ontbreekt, zal primair aan de hand van de juridische literatuur een analyse plaatsvinden van de wijze waarop de *Insolvenzanfechtung* dient te worden toegepast op vermogensonttrekkingen door aandeelhouders.

Vervolgens wordt in hoofdstuk 13 gezien onder welke omstandigheden de bemoeienissen van de aandeelhouder met de financiering van de vennootschap kunnen leiden tot een doorbraak van aansprakelijkheid. Besproken zal worden dat de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege vermogensonttrekkingen niet langer gebaseerd wordt op een analoge aanwending van de concern-regels voor de AG, maar thans zijn grondslag vindt in de onrechtmatige daad. Als een vermogensonttrekking door een aandeelhouder kwalificeert als een *existenzvernichtender Eingriff*, dient de aandeelhouder aan de vennootschap de daardoor veroorzaakte schade te vergoeden. Vervolgens zal worden ingegaan op de mogelijke aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onderkapitalisatie van de vennootschap.

In het daarop volgende hoofdstuk (14) wordt het leerstuk van de *Gesellschaftterdarlehen* onder de loep genomen. Duitsland kent sinds het MoMiG een vrij absoluut geformuleerde achterstellingsregeling ten aanzien van door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen. Niet alleen de inhoud van de nieuwe regeling zal uiteengezet worden, maar tevens zal worden ingegaan op de daarachter schuilende gedachte.

Tot slot wordt in hoofdstuk 15 de analyse van het Duitse recht afgesloten met een conclusie. Er zal worden ingegaan op de vraag hoe de besproken leerstukken zich tot elkaar verhouden en welke rol is weggelegd voor onderkapitalisatie en vermogensonttrekkingen bij de normering van het handelen van aandeelhouders.

HOOFDSTUK 11

KAPITAAL & UITKERINGEN

11.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden de Duitse vennootschapsrechtelijke normen inzake het kapitaal van de vennootschap en de toelaatbaarheid van uitkeringen aan aandeelhouders geanalyseerd. De invoering van de wet MoMiG in 2008 heeft een aantal belangrijke wijzigingen meegebracht: zo is de in § 30 GmbHG vervatte uitkeringsregeling nader afgebakend en in § 64 GmbHG een bestuurdersaansprakelijkheid geïntroduceerd voor betalingen aan aandeelhouders die leiden tot betalingsproblemen. Deze ontwikkelingen komen hierna onder meer aan bod.

11.2 Minimumkapitaal

11.2.1 Een kapitaalvereiste sinds 1892

De GmbH is verplicht onderworpen aan een systeem van kapitaalbescherming. In de statuten van de GmbH dient de hoogte van het *Stammkapital* te worden vastgelegd, dat overeen komt met het aantal door de GmbH uitgegeven aandelen vermenigvuldigd met hun nominale waarde.¹ In Duitsland is al sinds de invoering van de GmbH in 1892 voor oprichting een minimum *Stammkapital* verplicht. Bij de introductie van de GmbH werd aanvankelijk beoogd een minimumkapitaal voor te schrijven dat een significante bijdrage kon leveren aan de vermogensbehoefte van de onderneming. De destijds voorgeschreven 20.000 *Reichsmark* was voldoende om een luxueus huis te kopen of het jaarsalaris van tien werknemers te financieren.² Doordat het minimumkapitaal nimmer tred heeft gehouden met de inflatie, daalde de reële omvang daarvan al snel.

De omvang van het huidige minimumkapitaal is al ruim 20 jaar niet gewijzigd en bedraagt 25.000 euro. Van dat minimumkapitaal moet bij oprichting ten minste de helft worden volgestort, waardoor effectief 12.500 euro beschikbaar moet zijn.³ Daarnaast dient een vierde deel van het nominale kapitaal te worden volgestort, teneinde – in de woorden van de Duitse wetgever – “zu verhüten, dass die

1 § 3(1)(3) GmbHG en § 5(3) GmbHG.

2 Noack & Beurskens 2010, p. 166.

3 § 7(2) GmbHG.

*Gesellschaften ohne jedes greifbare Vermögen ins Leben treten, und um eine gewisse Garantie für die Ernstlichkeit der Beteiligungen zu schaffen”.*⁴

11.2.2 Functies van het minimumkapitaal

11.2.2.1 Een ‘seriusheidstest’

Volgens de Duitse dogmatiek dient het minimumkapitaal primair als ‘seriusheidstest’ bij oprichting (*Seriositätsschwelle*). Het minimumkapitaal wordt beschouwd als het entreegeld voor de beperkte aansprakelijkheid, dat lichtvaardige oprichting moet voorkomen. Bij de introductie van de GmbH in 1892 gaf de Duitse wetgever te kennen dat met het vereiste werd beoogd de ontwikkeling van een “*Uebersahl unbedeutender und ungenügend fundirter Gesellschaftsbildungen [...] zu verhüten*”.⁵ Andere auteurs spreken in vergelijkbare zin van het minimumkapitaal als legitimatie van de beperkte aansprakelijkheid.

Lanfermann en Richard merken hierover op: “*In dem Erfordernis, bei der Unternehmensgründung das gesetzlich vorgeschriebene Mindestkapital aufzubringen, kann ein “Seriositätstest” gesehen werden. Gesellschafter, die nicht in der Lage sind, den notwendigen Kapitalbetrag aufzubringen, sollen das Haftungsprivileg einer Kapitalgesellschaft nicht in Anspruch nehmen dürfen.*”⁶ In dezelfde zin menen Hommelhoff en Teichmann: “*Wer kein Kapital einsetzen muss, handelt allzu oft nach dem Motto ‘erst gründen, dann nachdenken’.*”⁷ Priester stelt: “*Das Mindestkapital erweist sich damit als notwendige “Eintrittskarte” in die “Wärmehalle” der beschränkten Haftung.*”⁸

Ook het *Bundesgerichtshof* (BGH) heeft meer dan eens overwogen dat het systeem van kapitaalbescherming een grondbeginsel van het GmbH-recht is, en dat de kapitaalbescherming “*die Rechtfertigung [darstellt] für das Haftungsprivileg der GmbH-Gesellschafter*”.⁹

⁴ *Entwurf eines Gesetzes betr. die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, Amtl. Ausgabe 1891, p. 54.

⁵ *Entwurf eines Gesetzes betr. die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*, Amtl. Ausgabe 1891, p. 50.

⁶ Lanfermann & Richard 2008, p. 1611.

⁷ Hommelhoff & Teichmann 2008, p. 904.

⁸ Priester 2006, p. 6.

⁹ BGH 6 juni 1994, II ZR 292/91, BGHZ 126, 181. Het BGH heeft tevens overwogen: “*Für das Privileg der fehlenden persönlichen Gesellschafterhaftung ist bei Wahl der Rechtsform der GmbH der im Gesetz vorgesehene ‘Preis’ in Form der Pflichten zur Aufbringung und Erhaltung eines Mindestkapitals [...] zu zahlen.*” (BGH 27 september 1999, II ZR 371/98, NJW 1999, 3483). “*Das GmbH-Recht ist von dem [...] maßgebenden Grundsatz beherrscht, dass im Interesse des redlichen Rechtsverkehrs die Aufbringung und Erhaltung des Stammkapitals als die Haftungs- und Kreditgrundlage der Gesellschaft unbedingt gesichert sein muss.*” (BGH 14 maart 1977, II ZR 156/75, BGHZ 68, 191).

11.2.2.2 Een ‘risicobijdrage’

Het minimumkapitaal wordt in Duitsland tevens een andere functie toegedicht, die nauw samenhangt met haar functie als serieusheidstest. Volgens sommigen voorziet het vereiste in een verplichting voor de aandeelhouders om een deel van het risico van de door de vennootschap gedreven onderneming voor hun rekening te nemen (een zogenaamde *Risikobeitrag*).¹⁰ Door aandeelhouders te dwingen in ieder geval in een minimale mate deel te nemen in het neerwaartse potentieel van de onderneming, wordt de kans op excessief risicozoekend gedrag verminderd.¹¹ Deze risicofunctie van het minimumkapitaal lijkt ook de *Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages* bij de herziening van het GmbH-recht in 1980 voor ogen te hebben gehad, toen zij ten aanzien van de verhoging van het minimumkapitaal overwoog:

“Dem einzelnen den Zugang zur Selbständigkeit zu erleichtern, bedeute ja nicht die Verpflichtung, ihm diesen ohne eigenes Risiko oder nur mit einem äußerst geringen eigenen Risiko zu ermöglichen.”¹²

11.2.3 MoMiG: introductie van een kapitaalvennootschap zonder minimumkapitaal

11.2.3.1 Handhaving minimumkapitaal van de GmbH

De Duitse wetgever heeft in 2005 een aanzet gedaan tot verlaging van het minimumkapitaal voor de GmbH. Met het *Mindestkapitalgesetz* werd beoogd het minimumkapitaal bij te stellen naar 10.000 euro en daarbij vennootschappen te verplichten om de omvang van hun kapitaal te vermelden op al hun schriftelijke documenten.¹³ Dit voorstel is echter nimmer aangenomen.¹⁴ In het kader van het MoMiG heeft de wetgever nogmaals beproefd of de tijd rijp was voor een verlaging van het minimumkapitaal. In het voorontwerp (*Referentenentwurf*) van 2006 werd voorgesteld om het minimumkapitaal te verlagen naar 10.000 euro. In een uitgebreide toelichting bij het voorstel overwoog de Duitse wetgever dat daarmee gehoor werd gegeven aan de kritiek die vanuit praktijk en wetenschap op het

10 Kleindiek 2006, p. 342 en Engert 2006, p. 4.

11 Kleindiek 2006, p. 364 overweegt: “Das Mindestkapitalerfordernis erzwingt von den Gesellschaftern eine Risikobeteiligung (Risikobeitrag) in der gesetzlichen Höhe und erschwert so die Gründung unsolider, weil unrentabler Unternehmungen. Im Hintergrund steht eine ordnungspolitische Funktion.”

12 Bericht des Rechtsausschusses zur GmbHG-Novelle 1980, p. 69.

13 Gesetz zur Bekämpfung von Mißbräuchen, zur Neuregelung der Kapitalaufbringung und zur Förderung der Transparenz im GmbH-Recht, 20 november 2004.

14 Tijdens de 66ste Deutsche Juristentag, waar vergaderd werd over een aantal voorstellen van het MoMiG (zie hierna), heeft Lutter de stelling in stemming gebracht dat vennootschappen verplicht de hoogte van hun kapitaal (en de stortingen daarop) op al hun documenten dienden te vermelden. Deze stelling werd echter door de DJT verworpen zodat deze regel niet in het MoMiG is opgenomen.

minimumkapitaal was geuit.¹⁵ Door het minimumkapitaal te verlagen tot een nog steeds noemenswaardig bedrag, werd volgens de toelichting de oprichting van kleine ondernemingen vereenvoudigd, terwijl tegelijkertijd “*die Funktion einer Seriositätsschwelle*” behouden werd.¹⁶

Het voorstel om het minimumkapitaal te verlagen bracht een hevige discussie onder juristen op gang. Sommige auteurs betoogden dat het minimumkapitaal volledig zou moeten worden afgeschaft, terwijl anderen juist pleitten voor een verhoging daarvan, opdat daarvan een daadwerkelijke bescherming van crediteuren zou uitgaan.¹⁷ De discussie over het minimumkapitaal bereikte in 2006 haar hoogtepunt, toen de leden van de *Deutscher Juristentag* (DJT)¹⁸ met een overweldigende meerderheid tegen een eventuele afschaffing of verlaging van het minimumkapitaal stemden.¹⁹

Hoewel in het wetsvoorstel (*Gesetzentwurf*) van het MoMiG van 2007 aanvankelijk nog het voorstel tot verlaging van het minimumkapitaal werd gehandhaafd, verdween dat uit latere versies van de wet. Het MoMiG heeft daarom uiteindelijk geen verandering gebracht in de hoogte van het minimumkapitaal voor de GmbH; dat bedraagt nog steeds 25.000 euro.

11.2.3.2 Introductie van de UG zonder minimumkapitaal

Hoewel het minimumkapitaal voor de GmbH is gehandhaafd, heeft de Duitse wetgever met het wetsvoorstel MoMiG getracht een oplossing te bieden voor de daartegen aangevoerde bezwaren. Daartoe introduceerde hij een nieuwe rechtsvorm met beperkte aansprakelijkheid: de *Unternehmergeellschaft mit beschränkter Haftung* (UG).²⁰ Ingevolge § 5a GmbHG kan een UG worden opgericht zonder dat een minimumkapitaal wordt gestort.²¹ De UG is feitelijk een afgeslankte variant van de GmbH, waarop bijna alle bepalingen van het *GmbH-Gesetz* van toepassing zijn. Slechts op een klein aantal (in § 5a GmbHG neergelegde) punten verschilt de rechtsvorm van haar oudere broer. Zo dient de UG verplicht het woord ‘*haftungsbeschränkt*’ voluit te vermelden achter haar naam, terwijl de reguliere GmbH mag

¹⁵ *Referentenentwurf*, p. 39.

¹⁶ In de toelichting werd opgemerkt dat de GmbH in 85 procent van de gevallen gebruikt wordt voor ondernemingen in de dienstensector, welke een veel geringere vermogensbehoefte zouden hebben. *Referentenentwurf*, p. 39.

¹⁷ Altmeppen 2005, p. 1912, Priester 2005, p. 1317 en Priester 2006, p. 8.

¹⁸ De DJT is een zeer invloedrijke vereniging van Duitse juristen die elke twee jaar beraadslaagt naar aanleiding van een aantal preadviezen en stemt over een aantal stellingen.

¹⁹ Zie *Beschlüsse 66. Deutscher Juristentag, Stuttgart 19. Bis 22. September 2006*, p. 21, beschikbaar op: www.djt.de.

²⁰ *Regierungsentwurf des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*, 23 mei 2007.

²¹ Strikt genomen is een minimumkapitaal van 1 euro vereist om één aandeel te kunnen uitgeven.

volstaan met een afkorting.²² Hiermee wordt beoogd aan derden te signaleren dat zij van doen hebben met een rechtsvorm met beperkte aansprakelijkheid. Daarnaast is het niet mogelijk om de aandelen in de UG vol te storten in natura: *Sacheinlagen* zijn verboden. Tevens dient bij een dreigende betalingsonmacht direct de aandeelhoudersvergadering van de UG te worden bijeengeroepen.²³ Belangrijker is dat de UG een vierde deel van de jaarlijkse winst dient te reserveren in een niet-uitkeerbare reserve. Als de UG haar kapitaal verhoogt tot 25.000 euro, bijvoorbeeld door omzetting van de verplichte reserve in gebonden kapitaal, mag zij zich voortaan GmbH noemen en zijn de bijzondere UG-bepalingen niet langer op haar van toepassing.

De Duitse wetgever ziet de UG kennelijk als een transitie-rechtsvorm: er bestaat weliswaar geen verplichting om een UG binnen een bepaalde tijd na haar oprichting 'om te zetten' in een GmbH, maar vanwege de beperkingen die op de UG van toepassing zijn, zou voor veel ondernemers een prikkel bestaan om spoedig op 'omzetting' aan te sturen. Niettemin is in de juridische literatuur de vrees geuit dat veel UG's nimmer zullen worden omgezet in een GmbH.²⁴ De UG is bij uitstek een geschikte rechtsvorm voor DGA's. Die zouden vermogen aan de vennootschap kunnen onttrekken door betaling van loon in plaats van uitkering van dividend, en zo kunnen voorkomen dat de verplichte reserve aangroeit. Hierdoor is het mogelijk dat ondernemers het voordeel van de beperkte aansprakelijkheid genieten, zonder dat hun vennootschap ooit over een eigen vermogen van enige omvang zal beschikken.²⁵

11.3 Inbrengvereisten

11.3.1 Inbreng in geld en natura

Het *Stammkapital* van de GmbH komt tot stand doordat haar aandeelhouders storten op hun aandelen. Zij kunnen aan hun stortingsplicht voldoen door inbreng in geld (*Bareinlage*) of inbreng in natura (*Sacheinlage*). Rechten op het verrichten van arbeid of diensten kunnen niet worden ingebracht. Uit § 24 GmbHG volgt dat aandeelhouders niet alleen aansprakelijk zijn voor de volstorting van hun eigen aandelen, maar ook voor de stortingsplicht van hun medeaandeelhouders, voor zover deze medeaandeelhouders daartoe zelf niet in staat zijn. Met name bij

²² § 4 GmbHG.

²³ Ingevolge § 49 GmbHG dient de AVA van een reguliere GmbH slechts bijeen te worden geroepen wanneer dit in het belang van de vennootschap is of wanneer uit de jaarrekening of tussentijdse vermogensopstelling blijkt dat de helft van het kapitaal verloren is gegaan.

²⁴ Zie bijvoorbeeld Teichmann 2010, p. 22.

²⁵ Mijns inziens zal het primair van de fiscale regels afhangen of het voor DGA's aantrekkelijk is om vermogen te onttrekken door loon in plaats van dividend.

vennootschappen met een klein aantal aandeelhouders impliceert deze regel een wezenlijk aansprakelijkheidsrisico.²⁶

Het MoMiG heeft een bepaling in het *GmbH-Gesetz* geïntroduceerd die een kasrondje bij oprichting (onder omstandigheden) legitimeert.²⁷ In § 19(5) GmbHG is bepaald dat de GmbH op aandelen gestorte gelden of goederen mag teruglenen aan de aandeelhouder, mits de GmbH daarvoor een volwaardige vordering op de aandeelhouder krijgt die te allen tijde opeisbaar is. Als de teruglening van de gestorte middelen aan deze strikte voorwaarden voldoet, heeft de aandeelhouder aan zijn stortingsplicht voldaan.

11.3.2 Inbreng in natura

Het MoMiG heeft, ondanks pleidooien daarvoor in de literatuur,²⁸ geen ingrijpende wijzigingen meegebracht ten aanzien van de vereisten die gesteld worden aan de inbreng in natura. Zo dienen nog steeds een beschrijving van de ingebrachte goederen en het nominale bedrag waarvoor deze zijn ingebracht, te worden vermeld in de akte van oprichting (*Gesellschaftsvertrag*). Ook moeten oprichters aan het *Registergericht* een *Sachgründungsbericht* overleggen. Het *Registergericht* toetst sinds het MoMiG niet meer of de inbreng toereikend is, maar louter of geen sprake is van een wezenlijke overwaardering van het actief (*nicht unwesentliche Überbewertung*).²⁹ Ook de normering van de ‘verkapte inbreng in natura’ (*Verdeckte Sacheinlage*) is in 2008 enigszins versoepeld.³⁰

²⁶ Bayer 2007, p. 224.

²⁷ Tot voor de invoering van het MoMiG bestond onduidelijkheid over de toelaatbaarheid en de gevolgen van dit in de praktijk veel voorkomende ‘*Hin- und Herzahlen*’. Zie bijvoorbeeld BGH 17 september 2001, II ZR 275/99.

²⁸ Zie bijvoorbeeld het pleidooi van Eidenmüller voor afschaffing van alle regels inzake de waardering van inbreng (Eidenmüller 2007, p. 209).

²⁹ Zie § 8(2) GmbHG.

³⁰ De vaststelling dat sprake was van een *Verdeckte Sacheinlage* had voor de invoering van het MoMiG vergaande gevolgen voor de aandeelhouder. Omdat niet was voldaan aan de vereisten die het *GmbH-Gesetz* stelt aan inbreng in natura, werd de aandeelhouder geacht nimmer op zijn aandelen te hebben gestort, zodat de koop van het goed nietig was. In een eventueel faillissement kon de aandeelhouder dus nogmaals tot volstorting van zijn aandelen worden aangesproken, waardoor deze feitelijk twee keer tot inbreng gehouden was. Uit hoofde van zijn eerdere betaling had de aandeelhouder slechts een (doorgaans in faillissement waardeloze) concurrente vordering op de vennootschap. Het MoMiG heeft daarom de regeling in § 19(4) GmbHG herzien. Weliswaar is nog steeds niet duidelijk aangegeven wanneer een transactie als een *Verdeckte Sacheinlage* kwalificeert, maar de gevolgen van deze kwalificatie zijn wel ingrijpend gewijzigd. De op de aandeelhouder rustende stortingsplicht wordt verminderd met de waarde van zijn werkelijke inbreng (het vermogensbestandsdeel). De aandeelhouder dient daarbij de waarde van het ingebrachte goed te bewijzen.

11.4 Uitkering aan aandeelhouders

11.4.1 De AVA besluit over het resultaat

De aandeelhouders van de GmbH hebben ingevolge § 29 GmbHG recht op het uit de jaarrekening blijken overschot (*Jahresabschluss*),³¹ vermeerderd met het winstsaldo van het voorgaande boekjaar en verminderd met het verliesaldo van het voorgaande boekjaar, voor zover deze winsten en verliezen nog niet zijn uitgekeerd respectievelijk gedelgd, en voor zover dit bedrag niet door de wet of het *Gesellschaftsvertrag* van bestemming door de aandeelhouders is uitgesloten.³² Dit algemene ‘winstrecht’ krijgt pas juridische betekenis als de voor uitkering vereiste besluitvorming tot stand is gekomen.³³ De aandeelhouders zijn bevoegd de jaarrekening vast te stellen en te besluiten over de aanwending van het hieruit blijken resultaat (reservering of uitkering),³⁴ slechts door het laatstgenoemde besluit komt de dividenduitkering tot stand.³⁵

11.4.2 De balanstest van § 30 GmbHG

Het sluitstuk van het Duitse systeem van kapitaalbescherming is gelegen in § 30 GmbHG, dat de vennootschap verbiedt betalingen aan haar aandeelhouders te doen ten laste van het gebonden *Stammkapital*. De relevante onderdelen luiden als volgt:

“Das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen der Gesellschaft darf an die Gesellschafter nicht ausgezahlt werden. [...] Eingezahlte Nachschüsse können, soweit sie nicht zur Deckung eines Verlustes am Stammkapital erforderlich sind, an die Gesellschafter zurückgezahlt werden. Die Rückzahlung darf nicht vor Ablauf von drei Monaten erfolgen, nachdem der Rückzahlungsbeschluss nach § 12 (1) bekanntgemacht ist. [...]”

De GmbH mag kortom slechts uitkeringen aan aandeelhouders doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het *Stammkapital* en de verplicht aan te houden

31 De *Jahresabschluss* is het saldo van de winst- en verliesrekening van het betreffende boekjaar. Zie Wicke 2011, § 29, nr. 5.

32 § 29 GmbHG. Indien de jaarrekening (conform § 268 HGB) wordt opgemaakt met inachtneming van de bestemming van de winst of de verwerking van het verlies, neemt § 29 GmbHG het *Bilanzgewinn* in plaats van het *Jahresabschluss* tot uitgangspunt.

33 “*Ohne Beschluss kein Gewinnauszahlungsanspruch des einzelnen Gesellschafters.*” Baumbach/Hueck 2013, § 29, nr. 48.

34 § 29 lid 2 GmbHG. Hieromtrent kan in het *Gesellschaftsvertrag* anders zijn bepaald. In beginsel wordt de winst naar rato van het aandelenbezit verdeeld, maar ook in dezen zijn afwijkende regelingen mogelijk.

35 § 46(1) GmbHG. Zie over de aard van de dividendvordering hierna onder 4.3.

reserves (*Rücklagen*).³⁶ Eventuele bijstorting, zoals agio (*Nachschüsse*), vallen niet onder de kapitaalklem.³⁷ Met de in § 30 GmbHG vervatte regeling, waarin volgens sommige auteurs een grondbeginsel van het GmbH-recht tot uitdrukking komt,³⁸ wordt beoogd te voorkomen dat uitkeringen aan aandeelhouders resulteren in een zogenaamde *Unterbilanz* of *Unterdeckung*.³⁹ Daarvan is volgens Lutter en Hommelhoff sprake, “sobald das Nettovermögen der Gesellschaft – also ihr gesamtes Aktivvermögen abzüglich der Summe aller Verbindlichkeiten einschließlich Rückstellungen, aber ohne Rücklagen – in seinem rechnerischen Wert unter die Ziffer des Stammkapitals sinkt.”⁴⁰

11.4.3 Moment van toetsing en achterstelling van de dividendvordering

§ 30 GmbHG beperkt niet de mogelijkheid van de aandeelhouders ex § 29 lid 2 GmbHG om tot winstuitkering te besluiten, maar behelst een verbod voor (de bestuurders van) de vennootschap om uitkeringen betaalbaar te stellen als vrije reserves ontbreken.⁴¹ Indien het besluit tot uitkering rechtsgeldig tot stand is gekomen, moet het bestuur de daarop volgende betaalbaarstelling alsnog aan § 30 GmbHG toetsen. Voor zover de voldoening van de geldige (uit de besluitvorming voortvloeiende) dividendverplichting het *Stammkapital* zou aantasten, zal het bestuur zich van de betaalbaarstelling moeten onthouden. Dit geldt ook als ten tijde van het nemen van het dividendbesluit het vermogen van de vennootschap de uitkering nog toeliet, echter ten tijde van de (beoogde) betaalbaarstelling de uitkeringsruimte door verliezen is verdampt.⁴² Hieruit volgt dat vorderingen van aandeelhouders uit hoofde van (nog niet betaalbaar gestelde) dividenden in faillissement worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren.⁴³

36 Zie bijvoorbeeld § 272(4) HGB ten aanzien van een verplicht aan te houden reserve bij inkoop van eigen aandelen.

37 Bij de AG valt agio wel onder het gebonden vermogen/kapitaal.

38 Zo merkt Windbichler op: “*Gesellschaftsvermögen in Höhe des Stammkapitalbetrags wird vor dem Zugriff der Gesellschafter geschützt. Diese Ausschüttungssperre wird auch als Grundpfiler oder Kernstück des GmbH-Rechts bezeichnet.*” (Windbichler 2009, p. 261).

39 Heckschen 2009, nr. 663.

40 Lutter/Hommelhoff 2009, § 30, nr. 10.

41 Baumbach/Hueck overweegt: “[§ 30 GmbHG] hindert zwar Beschluss über entsprechende Gewinnverteilung als solchen nicht, wohl aber gegebenenfalls deren Durchführung; Gesellschafter sollten das bei Entscheidung über Ergebnisverwendung berücksichtigen.” (Baumbach/Hueck 2013, § 29, nr. 26).

42 Roth & Altmeyers 2009, § 29, nr. 54.

43 In Baumbach/Hueck 2013, § 29, nr. 56, wordt overwogen: “*In der Insolvenz der Gesellschaft ist dementsprechende Gewinnauszahlungsanspruch als § 30 unterliegende gesellschaftsrechtliche Forderung als nachrangige Insolvenzforderung entsprechend § 39 InsO zu behandeln.*” Zie ook Roth & Altmeyers 2012, § 29, nr. 54.

Zo overwegen Karsten Schmidt e.a.: “[D]er Vollzug des Beschlusses [ist schlicht] verboten, sobald dieser Vollzug auf Kosten der Kapitaldeckung erfolgen würde. Dazu braucht der Beschluss nicht angefochten zu werden. § 30 GmbHG setzt bei der Zahlung und nicht bei der Beschlussfassung an. Das Verbot gilt auch, wenn der die Ausschüttung anordnende Beschluss selbst in einem Zeitpunkt gefasst wurde, in dem Auszahlung problemlos gewesen wäre.”⁴⁴ (Onderstr. JB)

In de Duitse juridische literatuur wordt aangeraden om op het moment van de daadwerkelijke uitkering een tussentijdse vermogensopstelling op te maken als er een lange periode ligt tussen het opmaken van de jaarrekening en de betaalbaarstelling van de uitkering, of als er aanleiding is om aan te nemen dat de vermogenspositie van de vennootschap sinds het opmaken van de jaarrekening ernstig is verslechterd. Één en ander mede met het oog op de mogelijke aansprakelijkheid van bestuurders vanwege de betaling.⁴⁵

11.4.4 Interim dividend

Binnen de grenzen van § 30 GmbHG is een (tussentijdse) uitkering van winst over het lopende boekjaar (*Vorabausschüttung*) mogelijk.⁴⁶ Een tussentijdse uitkering vereist een daarop gericht besluit van de *Gesellschafterversammlung*, maar geen statutaire grondslag of tussentijdse vermogensopstelling. Indien na afloop van het boekjaar uit de jaarrekening blijkt dat er te veel tussentijds dividend is uitgekeerd, dient dit door de aandeelhouders aan de vennootschap te worden terugbetaald.

11.5 Toepassingsbereik van § 30 GmbHG

11.5.1 Ruim bereik § 30 GmbHG

Hoewel § 30 GmbHG spreekt van “ausgezahlt”, blijkt uit een bestendige reeks jurisprudentie van het BGH dat de bepaling van toepassing is op een grote verscheidenheid van transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.⁴⁷ Ook transacties die geen overdracht van liquide middelen of goederen behelzen, kunnen kwalificeren als ‘betaling’ in de zin van § 30 GmbHG. Evenmin hoeft sprake te zijn van een formele uitkering waaraan een aandeelhoudersbesluit ten grondslag ligt. Om te bepalen of een transactie tussen de vennootschap en een aandeelhouder

⁴⁴ Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 20.

⁴⁵ Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 12.

⁴⁶ Wicke 2011, § 29, nr. 18.

⁴⁷ “Als ‘Auszahlung’ bezeichnet der Gesetzgeber den Vermögenstransfer an einen Gesellschafter, der eine Verminderung des GmbH-Vermögens (‘Entreicherkomponente’) bei entsprechender Vermögenmehrung zugunsten des Gesellschafters (‘Bereicherungskomponente’) zur Folge hat.” Fleischer & Goette 2010, § 30, nr. 126.

kwalificeert als een verkapte uitkering (*verdeckte Gewinnausschüttung*), dient de vraag te worden beantwoord of een redelijk denkende bestuurder de transactie tegen gelijke voorwaarden had verricht met een onafhankelijke derde, zodat de betaling vanuit bedrijfseconomisch perspectief gerechtvaardigd was.⁴⁸ Als de vennootschap een transactie met een aandeelhouder verricht tegen niet-marktconforme voorwaarden ten gunste van de aandeelhouder, mag deze verkapte uitkering de grenzen van § 30 GmbHG niet overschrijden.⁴⁹ Men denke aan de koop van een aan de aandeelhouder toebehorend goed tegen een prijs die boven de marktwaarde van het goed ligt, of de situatie waarin de vennootschap een schuld van een aandeelhouder aan een derde voldoet. *Management*vergoedingen kunnen tevens (onder bepaalde omstandigheden) als verkapte winstuitkering worden aangemerkt. Ook als de vennootschap zekerheid stelt ten behoeve van een derde voor een schuld van de aandeelhouder, kan sprake zijn van een uitkering.⁵⁰ Het BGH heeft overwogen dat zelfs een door de vennootschap aan een aandeelhouder verleend uitstel van betaling kan kwalificeren als uitkering in de zin van § 30 GmbHG.⁵¹ Van een uitkering ex § 30 GmbHG kan tevens sprake zijn als een betaling weliswaar niet direct aan een aandeelhouder wordt verricht, maar aan een met de aandeelhouder verbonden (rechts)persoon.⁵²

11.5.2 Discussie over reikwijdte § 30 GmbHG vóór invoering MoMiG

11.5.2.1 Kwalificeert een lening aan een aandeelhouder als ‘uitkering’?

Voor de invoering van het MoMiG is in de Duitse juridische literatuur stevig gediscussieerd over de reikwijdte van § 30 GmbHG. De meningen waren in het bijzonder verdeeld over de vraag of een door de vennootschap aan een aandeelhouder verstrekke lening kwalificeerde als een uitkering en daarom ongeoorloofd was indien vrije reserves ontbraken.⁵³ Sommigen auteurs stelden dat dergelijke

48 Het BGH overwoog in 1995: “*Ob im Einzelfall ein normales Austauschgeschäft oder eine verdeckte Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen vorliegt, richtet sich danach, ob ein gewissenhaft nach kaufmännischen Grundsätzen handelnder Geschäftsführer das Geschäft unter sonst gleichen Umständen zu den gleichen Bedingungen auch mit einem Nichtgesellschafter abgeschlossen hätte, ob die Leistung also durch betriebliche Gründe gerechtfertigt war.*” BGH 13 november 1995, II ZR 113/94. Zie ook Wicke 2011, § 29, nr. 22.

49 Lutter/Hommelhoff 2009, p. 678. De vaststelling dat sprake is van een verkapte winstuitkering is niet alleen relevant in het licht van § 30 GmbHG, maar tevens in het kader van de *Treuepflicht* die aandeelhouders jegens elkander in acht hebben te nemen en voor de fiscale behandeling van de vermogensonttrekking, zie Roth & Altmeppen 2012, § 29, nr. 60-64.

50 Zie par. 11.5.3.3 hierna.

51 Zo heeft het BGH overwogen: “*Eine nach § 30 GmbHG verbotene Schmälerung von Stammkapital kann auch in der Stündung des Kaufpreises für veräußertes Gesellschaftsvermögen liegen.*” (BGH 21 september 1981, II ZR 104/80, BGHZ 81, 311).

52 Zie BGH 20 maart 1986, II ZR 114/85, NJW 1986, 1293.

53 In faillissement is relevant of een lening van de vennootschap aan een aandeelhouder die niet tot terugbetaling in staat is, kwalificeert als uitkering. Indien de lening kwalificeert als uitkering in de →

upstream loans risico's meebrachten voor crediteuren en daarom binnen de grenzen van § 30 GmbHG dienden te blijven. Anderen voerden daartegen aan dat het verstrekken van een lening in beginsel geen vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap meebracht; er zou slechts sprake zijn van een “*reinen Aktivtausch*”.⁵⁴

11.5.2.2 Het ‘Novemberurteil’

In november 2003 oordeelde het BGH in een beruchte uitspraak dat het verstrekken van een lening aan een aandeelhouder kwalificeerde als een uitkering, zelfs als de vennootschap daarvoor een volwaardige vordering op de aandeelhouder kreeg.⁵⁵ In deze zaak had de vennootschap leningen verstrekt aan twee aandeelhouders (en tevens bestuurders) terwijl zij niet over uitkeerbare reserves beschikte. Het BGH overwoog dat de in § 30 GmbHG vervatte vermogensbescherming te kort zou schieten indien deze slechts van toepassing zou zijn op transacties met aandeelhouders die direct leiden tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap. Het hoogste rechtscollege verwees naar de beschermingsgedachte die (naar zijn oordeel) ten grondslag lag aan de uitkeringsregeling en overwoog:

*“Mit diesem Ziel wäre es nicht vereinbar, wenn die Gesellschafter der GmbH zu Lasten des gebundenen Gesellschaftsvermögens Kapital entziehen könnten und der GmbH im Austausch für das fortgegebene reale Vermögen (von etwaigen Zinsansprüchen einmal abgesehen) nur ein zeitlich hinausgeschobener schuldrechtlicher Rückzahlungsanspruch verbliebe. Der Austausch liquider Haftungsmasse gegen eine zeitlich hinausgeschobene schuldrechtliche Forderung verschlechtert [...] die Vermögenslage der Gesellschaft und die Befriedigungsaussichten ihrer Gläubiger.”*⁵⁶

Volgens het BGH werden door de kredietverstrekking aan de aandeelhouders de belangen van de vennootschapscrediteuren aangetast, nu de vennootschap liquide middelen inwisselde voor een vordering die pas na enige tijd diende te worden terugbetaald. Hierdoor zouden de privécrediteuren van de aandeelhouders ten onrechte voorrang krijgen boven de crediteuren van de vennootschap. Daarom kwalificeerden leningen aan aandeelhouders ook als uitkering in de zin van § 30 GmbHG indien de vennootschap daarvoor een volwaardige vordering kreeg.⁵⁷

zin van § 30 GmbHG, zijn de medeaandeelhouders subsidiair aansprakelijk voor de terugbetalingsverplichting van de aandeelhouder op grond van § 31 lid 3 GmbHG (zie par. 11.8.1.2). Daarnaast is in dat geval aansprakelijkheid van bestuurders mogelijk op grond van § 43 lid 3 GmbHG (zie par. 11.6).

⁵⁴ Zie hierover Vetter 2009, p. 113.

⁵⁵ BGH 24 november 2003, II ZR 171/01.

⁵⁶ BGH 24 november 2003, II ZR 171/01, r.o. II.bb.

⁵⁷ BGH 24 november 2003, II ZR 171/01, r.o. II.c.

Volgens het BGH was kredietverstrekking aan aandeelhouders evenwel niet *zonder meer* verboden als vrije reserves ontbraken: onder zeer stringente voorwaarden waren *upstream loans* toch toegestaan, namelijk als (i) de kredietverlening het belang van de (kredietverlenende) vennootschap diende, (ii) de lening tegen marktconforme voorwaarden was verstrekt en (iii) bij toepassing van de strengste maatstaven de kredietwaardigheid van de kredietnemende aandeelhouder boven alle redelijke twijfel verheven was, dan wel er een volwaardige zekerheid voor de terugbetaling was verstrekt.

11.5.2.3 Kritiek van wetenschap en (financierings)praktijk

Het *Novemberurteil* van het BGH heeft heel wat Duitse pennen in beweging gebracht. De uitspraak zou indruisen tegen de aan § 30 GmbHG ten grondslag liggend gedachte door de daarin vervatte vermogensbescherming ten onrechte in een liquiditeitsbescherming te veranderen.⁵⁸ De uitspraak zou aldus onwenselijke aansprakelijkheidsrisico's meebrengen voor bestuurders en aandeelhouders.⁵⁹ Eén en ander zou met name nadelige implicaties hebben voor de financiering van concerns, in het bijzonder als daarbij gebruik werd gemaakt van *cash-pooling*.⁶⁰ *Cash-pooling* houdt kort gezegd in dat de moeder of een financieringsmaatschappij binnen het concern alle liquide middelen van de concernvennootschappen beheert, om zo voordeel te behalen op het gebied van liquiditeit en rentabiliteit.⁶¹ Een afdracht van liquide middelen van een dochtervennootschap aan de moeder heeft in dergelijke structuren doorgaans de vorm van geldlening. De uitspraak van het BGH veroorzaakte onduidelijkheid over de toelaatbaarheid van deze leningen indien de dochter niet over (voldoende) uitkeerbare reserves beschikte. Ook rees twijfel of het de dochter bij gebrek aan vrije reserves nog was toegestaan om zekerheden te vestigen ten behoeve van een door de moeder aangetrokken bank-financiering.⁶²

Anderen meenden daarentegen dat de overwegingen in het *Novemberurteil* slechts ongelukkig waren geformuleerd en veel minder ver strekten dan door sommige auteurs werd gesuggereerd.⁶³ De casus die voorlag aan het BGH betrof een duidelijk geval van misbruik; de kredietverstekkende vennootschap was reeds insolvent ten tijde van de kredietverstrekking en had zelf geen enkel belang bij de

58 Kritisch: Bayer & Lieder 2005, voetnoot 39. Zie echter instemmend met de uitspraak: Kerber 2005.

59 Bestuurders zouden op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid, aan aandeelhouders verstrekte leningen per direct moeten opeisen zodra het eigen vermogen van de vennootschap kleiner werd dan het Stammkapital. Daarnaast zouden medeaandeelhouders kunnen worden aangesproken indien de leningen niet konden worden terugbetaald door de aandeelhouder aan wie het krediet verstrekt was.

60 Fuhrmann spreekt zelfs van "*das Ende des konzernweiten Cash-Management*" (Fuhrmann 2004, p. 552).

61 Zie hierover Hentzen 2005 & Winter 1992, p. 57 e.v.

62 Böker 2006, p. 218.

63 Bayer & Lieder 2005.

leningen aan haar aandeelhouders. Dit zou anders liggen bij *upstream loans* in het kader van een concernfinanciering. Efficiënte financiering van het concern wordt geacht in het belang van alle daaraan deelnemende vennootschappen te zijn; de stabiliteit van het concern wordt vergroot en ook de individuele vennootschappen hebben daar baat bij. Nu de in het kader van een *cashpool* verstrekte leningen doorgaans per direct opeisbaar zijn, is geen sprake van de “*hinausgeschobener schuldrechtlicher Rückzahlungsanspruch*” die volgens het BGH een risico voor crediteuren meebrengt.⁶⁴

11.5.3 MoMiG: terug naar de balans

11.5.3.1 Handhaving gebonden kapitaal

Tijdens het parlementaire voortraject van het MoMiG is door sommige auteurs betoogd dat de balanstest van § 30 GmbHG zou moeten worden vervangen door een *Solvenztest*.⁶⁵ Geïnspireerd door de kritiek uit Angelsaksische hoek op het systeem van kapitaalbescherming en met oog op de toename van het aantal Britse *Limiteds* in Duitsland, meenden deze schrijvers dat de GmbH aantrekkelijker gemaakt diende te worden door een totale afschaffing van het systeem van kapitaalbescherming. Tijdens de 66^{ste} vergadering van de DJT sprak echter een grote meerderheid zich uit tegen een *Solvenztest* als vervanging van de balanstest. Wel meenden de meeste leden dat in § 30 GmbHG duidelijker tot uitdrukking zou moeten komen dat transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders niet als uitkering in de zin van dat artikel kwalificeren, indien zij tegen marktconforme voorwaarden geschieden.

Het MoMiG heeft daarom geen fundamentele wijzigingen aangebracht in de uitkeringsregeling. De Duitse wetgever heeft vastgehouden aan het gebonden karakter van het kapitaal en aan op de balans gebaseerde grenzen aan uitkeringen. Wel is een halt toegeroepen aan de steeds verder uitdijende reikwijdte van § 30 GmbHG door de daaraan gegeven interpretatie in de rechtspraak. In de toelichting bij het MoMiG is uitdrukkelijk gekozen voor een balanstechische normering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders.⁶⁶

11.5.3.2 Lening aan aandeelhouder: geen uitkering mits volwaardige vordering

De wetgever heeft door zijn keuze voor een balanstechische normering van uitkeringen getracht de consternatie te beëindigen die door het *Novemberurteil* was ontstaan. In het ambtelijk voorontwerp van het MoMiG (het *Referentenentwurf*)

⁶⁴ Hentzen 2005, p.

⁶⁵ Zie bijvoorbeeld Jungmann 2006 en Eidenmüller 2007.

⁶⁶ Dat neemt niet weg dat de introductie van een nieuwe grond voor bestuurdersaansprakelijkheid in § 64, *de facto* een *Solvenztest* bij uitkeringen voorschrijft. Zie daarover par. 11.7.2 hierna.

werd aanvankelijk voorgesteld om aan § 30(1) GmbHG een zin toe te voegen, inhoudende dat het in dat artikel vervatte verbod niet van toepassing was op betalingen door de vennootschap waaraan een overeenkomst met een aandeelhouder ten grondslag lag en die tevens in het belang van de vennootschap waren.⁶⁷ In de toelichting bij het ontwerp werd vervolgens overwogen dat betalingen in het kader van een *cashpool* financiering doorgaans het belang van de vennootschap dienden. Daarnaast formuleerde de wetgever een aantal indicatoren die erop duiden dat een betaling in het belang van de vennootschap was; bijvoorbeeld dat de vennootschap de lening tegen dezelfde voorwaarden ook aan een (externe) derde zou hebben verstrekt, dat een verstrekte lening op korte termijn kon worden opgezegd of dat er maatregelen waren getroffen die het voor de bestuurders mogelijk maakten om een wezenlijke verslechtering van de kredietwaardigheid van de aandeelhouder vroegtijdig te signaleren.

In het uiteindelijke wetsvoorstel MoMiG (*Gesetzentwurf*) is de formulering van de nieuwe zin in § 30 GmbHG echter gewijzigd en aldus de verwijzing naar het vennootschappelijk belang geschrapt.⁶⁸ In plaats daarvan is bepaald dat het verbod van § 30 GmbHG niet van toepassing is op betalingen, die “*durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch gegen den Gesellschafter gedeckt sind*”. Als de tegenprestatie van de aandeelhouder of vordering tot terugbetaling van de vennootschap volwaardig is, vindt § 30 GmbHG dus geen toepassing.

In de toelichting bij de nieuwe wet is dienaangaande overwogen: “*In § 30 Abs. 1 Satz 1 heißt es jedoch, dass das “erforderliche Vermögen” nicht ausgezahlt werden darf. Das ist auch in der Sache zutreffend. Das Stammkapital ist eine bilanzielle Ausschüttungssperre. Der Entwurf kehrt daher eindeutig zum bilanziellen Denken zurück. [...] Bei einer Leistung, die durch einen vollwertigen Gegenleistungs- oder Rückerstattungsanspruch gedeckt wird, wird danach ein Aktivtausch vorgenommen.*”⁶⁹ (Onderstr. JB)

Deze benadering is volgens de toelichting niet nadelig voor de crediteuren van de vennootschap; die worden beschermd door het vereiste dat de vordering van de vennootschap volwaardig dient te zijn. Discussies over de toelaatbaarheid van *upstream loans* richten zich sinds de invoering van het MoMiG daarom primair op dit belangrijke (door de wetgever niet gedefinieerde) element van de regeling.

67 “*Wird das Stammkapital durch eine Vorleistung aufgrund eines Vertrags mit einem Gesellschafter angegriffen, so gilt das Verbot des Satzes 1 nicht, wenn die Leistung im Interesse der Gesellschaft liegt.*” *Referentenentwurf*, p. 5.

68 Ook in de toelichting bij het *Gesetzentwurf* werd niet langer verwezen naar het vennootschappelijk belang als toetsingskader bij kredietverlening aan aandeelhouders. In de Duitse juridische literatuur wordt daarom aangenomen dat niet vereist is dat de kredietverstrekking aan de aandeelhouder het belang van de vennootschap dient. De toelaatbaarheid daarvan wordt louter afhankelijk geacht van het volwaardigheidsvereiste en de voorwaarden van de lening.

69 Toelichting *Gesetzentwurf*, p. 41.

Het is aan het bestuur van de vennootschap om te beoordelen of de vennootschap een volwaardige vordering krijgt voor een lening aan een aandeelhouder. Het zal zich ervan moeten vergewissen dat terugbetaling van het krediet waarschijnlijk is. Van belang is bijvoorbeeld of de aandeelhouder zekerheden verstrekt aan de vennootschap. Krijgt de vennootschap een pandrecht op een waardevast actief of verbindt een kredietwaardige derde zich hoofdelijk voor de lening, dan zal het terugbetalingsrisico in de regel klein zijn. In de financieringspraktijk komt het echter regelmatig voor dat krediet wordt verstrekt aan aandeelhouders zonder dat de vennootschap daarvoor zekerheid krijgt.⁷⁰ In dat geval dient het bestuur te beoordelen of de kredietnemende aandeelhouder tot terugbetaling in staat zal zijn. De beoordeling richt zich dan op de financiële gegoedheid van de aandeelhouder. Is de aandeelhouder overwegend met vreemd vermogen gefinancierd, dan zal het debiteurenrisico hoger zijn dan als de aandeelhouder over een groot eigen vermogen beschikt.⁷¹ Tevens is van belang uit welke kasstromen de kredietnemende aandeelhouder de rente- en aflossingsverplichtingen van de lening beoogt te voldoen. Als de door de vennootschap zelf in de toekomst uit te keren dividenden de belangrijkste inkomstenbron van de aandeelhouder zijn, is extra waakzaamheid geboden. In dat geval wordt met de kredietverlening feitelijk vooruit gelopen op nog door de vennootschap zelf te realiseren winsten.⁷²

Als de kredietwaardigheid van een (aanvankelijke kredietwaardige) aandeelhouder na de kredietverlening verslechtert, is geen sprake van een uitkering in de zin van § 30 GmbHG. Het gaat erom dat het bestuur op het moment van kredietverlening mocht vertrouwen op de kredietwaardigheid van de aandeelhouder.⁷³ Het aan de lening verbonden prognoserisico wordt dus in beginsel gedragen door de vennootschap en haar crediteuren.⁷⁴ Dat neemt niet weg dat bestuurders aansprakelijkheidsrisico's lopen indien zij onvoldoende maatregelen nemen als de kredietwaardigheid van de aandeelhouder op een later moment in het geding komt.⁷⁵

70 Indien in het kader *cashpooling* krediet wordt verstrekt aan een moedervernootschap of financieringsmaatschappij, zal het vermogen van deze vennootschap doorgaans reeds belast zijn met zekerheden ten behoeve van de bank die het concern financiert. Zie hierover Goette 2008, nr. 28.

71 Zie Vetter 2009, p. 123 en hoofdstuk 2.

72 Het bestuur komt een zekere beoordelingsmarge toe bij de beoordeling of een vordering op de aandeelhouder volwaardig is. (Vetter 2009, p. 122).

73 “*Spätere nicht vorhersehbare negative Entwicklungen der Forderung gegen den Gesellschafter und bilanzielle Abwertungen führen nicht nachträglich zu einer verbotenen Auszahlung.*” Toelichting Gesetzentwurf, p. 41.

74 Lutter & Hommelhoff menen (kennelijk enigszins anders) dat het onder omstandigheden noodzakelijk kan zijn dat het bestuur bij kredietverstrekking aan aandeelhouders een “*Informations- und Reaktionssystem*” opstelt, omdat ten tijde van iedere kredietverstrekking voorzienbaar is dat het wanbetalingsrisico kan toenemen. Dergelijke afspraken zijn huns inziens niet louter relevant voor eventuele aansprakelijkheidsgevolgen voor bestuurders, maar tevens van belang bij de kwalificatie van de vordering als ‘volwaardig’ in het licht van § 30 GmbHG. Indien de terugbetalingsaanspraak verder in de toekomst ligt, zullen dergelijke afspraken eerder vereist zijn dan als het krediet op korte termijn dient te worden terugbetaald. (Lutter & Hommelhoff 2009, § 30, nr. 31).

75 Zie par. 11.6 en par. 11.7 hierna.

11.5.3.3 Zekerheden aan en ten behoeve van aandeelhouders

Naast kredietverlening aan aandeelhouders, kan ook het verstrekken van zekerheden door de vennootschap aan of ten behoeve van een aandeelhouder resulteren in een vermogensonttrekking die getoetst dient te worden aan § 30 GmbHG. Hierbij dient onderscheid te worden gemaakt tussen enerzijds het verstrekken van zekerheden aan een aandeelhouder vanwege een vordering van de aandeelhouder op een derde, en anderzijds het verstrekken van zekerheden aan een derde vanwege een schuld van een aandeelhouder aan die derde.⁷⁶ In het eerste geval is blijkens de rechtspraak van het BGH pas sprake van een uitkering in de zin van § 30 GmbHG op het moment dat de zekerheden daadwerkelijk worden uitgewonnen.⁷⁷ Op het moment dat de zekerheden worden aangesproken dient de vennootschap immers te betalen aan de (al dan niet voormalige) aandeelhouder. Een dergelijke betaling dient ten tijde van de betaling getoetst te worden aan § 30 GmbHG. Dit impliceert dat door de vennootschap aan de aandeelhouder verstrekte zekerheden slechts in beperkte mate daadwerkelijk zekerheid bieden aan de aandeelhouder. Laat de vermogenspositie van de vennootschap op het moment van het inroepen van de zekerheden geen uitkering toe, dan zijn deze tevergeefs gevestigd.

Dit ligt anders als de vennootschap zekerheden verstrekt aan een derde ten behoeve van een schuld van een aandeelhouder aan die derde. Deze situatie doet zich in de praktijk soms voor bij de financiering van *leveraged buyouts* (zie par. 11.9.3). Als de vennootschap zekerheid aan een derde – doorgaans de bank – verstrekt ten behoeve van een schuld van de aandeelhouder, ontstaat voor de vennootschap op dat moment enerzijds een latente verplichting jegens de derde aan wie de zekerheid is verstrekt, en anderzijds een latente regresvordering op de aandeelhouder ten behoeve van wie de zekerheid is verstrekt. Volgens het *Handelsgesetzbuch* dient een latente verplichting – ook als deze voortvloeit uit het verstrekken van zekerheid – op de balans gepassiveerd te worden indien, kort gezegd, er serieus rekening mee dient te worden gehouden dat het zekerheidsrecht zal worden ingeroepen door de derde. Op dat moment dient ook de regresvordering van de vennootschap op de aandeelhouder op de balans geactiveerd te worden. Of het verstrekken van een zekerheidsrecht aan een derde ten behoeve van een aandeelhouder kwalificeert als een uitkering in de zin van § 30 GmbHG, is sinds 2008 afhankelijk van de volwaardigheid van de regresvordering van de vennootschap op de aandeelhouder.⁷⁸

In de regel zal de regresvordering niet volwaardig zijn; zou de aandeelhouder immers verhaal bieden, dan zou de derde niet genoodzaakt zijn de door de vennootschap verstrekte zekerheden uit te winnen. Met andere woorden: de latente

⁷⁶ Baumbach/Hueck 2013, § 30, nr. 59.

⁷⁷ BGH 18 juni 2007, II ZR 86/06.

⁷⁸ Lutter/Hommelhoff 2009, § 30, nr. 34.

regresvordering die de vennootschap vanwege de zekerheidsverstrekking krijgt, is doorgaans naar haar aard niet volwaardig. Dit heeft tot gevolg dat op het moment dat de zekerheden worden uitgewonnen het eigen vermogen van de vennootschap afneemt. § 30 GmbHG kan op dat moment niet meer voorkomen dat de uitbetaling leidt tot een ongeoorloofde aantasting van het kapitaal, nu deze bepaling niet van toepassing is op betalingen aan derden. Daarom dient reeds op het moment van *het verstrekken van de zekerheden* getoetst te worden of daarvoor voldoende ruimte is in het licht van § 30 GmbHG.⁷⁹ Dit leidt ertoe dat de vennootschap slechts zekerheden mag verstrekken ten behoeve van schulden van aandeelhouders, voor zover haar vrije reserves de uit de zekerheidstelling voortvloeiende (latente) verplichtingen dekken.⁸⁰

Baumbach/Hueck overweegt hierover: “*Entsprechend ist für die Frage, ob die Stellung einer Sicherheit das Gesellschaftsvermögen mindert, keine rein bilanzielle, sondern wirtschaftliche Sicht zugrunde zulegen, wonach die Übernahme von Risiken für den Gesellschafter ohne entsprechende Gegenleistung weiterhin als Auszahlung zu qualifizieren ist, deren Zulässigkeit infolge dessen nach [§ 30 GmbHG] davon abhängt, ob der entsprechende Aufwandsersatz- oder Rückgriffsanspruch gegen den Gesellschafter vollwertig ist und das Risiko ‘deckt’.*”⁸¹

11.5.3.4 Betaling op aandeelhouderslening: geen uitkering

Het MoMiG heeft tevens een derde zin aan § 30 GmbHG toegevoegd, waarin tot uitdrukking wordt gebracht dat rente- of aflossingsbetalingen op door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen (zogenaamde *downstream loans*), niet kwalificeren als uitkering in de zin van dat artikel.⁸² De normering van aandeelhoudersleningen is door het MoMiG losgekoppeld van de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregels en verplaatst naar de *Insolvenzordnung*, nu het hier volgens de Duitse wetgever een insolventierechtelijk thema betreft. Op de bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen zal in hoofdstuk 14 nader worden ingegaan.

⁷⁹ Zie hierover Tillmann 2008, p. 405.

⁸⁰ Lutter & Hommelhoff overwegen dienaangaande: “*Falls die Gesellschaft die Sicherheit im Moment ihrer Zusage oder Gewährung vollständig aus ihrem freien Vermögen (oberhalb des Stammkapitals) leisten könnte, steht § 30 Abs. 1 Satz 1 dieser Zusage etc. nicht entgegen.*” Lutter/Hommelhoff 2009, § 30, nr. 38. Zie ook Fleischer & Goette 2010, § 30, nr. 140.

⁸¹ Baumbach/Hueck 2013, § 30, nr. 62.

⁸² “*Satz 1 ist zudem nicht anzuwenden auf die Rückgewähr eines Gesellschafterdarlehens und Leistungen auf Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem Gesellschafterdarlehen wirtschaftlich entsprechen.*”

11.5.3.5 Overige transacties met aandeelhouders

In de toelichting bij het MoMiG wordt ten slotte benadrukt dat de balanstechische werking van § 30 GmbHG niet wegneemt dat transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders tegen marktconforme voorwaarden dienen te geschieden. Als de vennootschap bijvoorbeeld een actief op haar balans heeft staan voor de historische boekwaarde terwijl de werkelijke (markt)waarde daarvan hoger is, dan kwalificeert verkoop van het actief aan een aandeelhouder tegen de boekwaarde als een uitkering in de zin van § 30 GmbHG. Hoewel in dit geval strikt genomen balanstechisch sprake is van een *neutraler Aktiventausch*, wordt daardoor toch het reële vermogen van de vennootschap aangetast; feitelijk vindt een uitkering van een stille reserve plaats. Lutter en Hommelhoff menen daarom dat het bestuur zich bij transacties met aandeelhouders twee vragen dient te stellen: (i) resulteert de transactie in een vermindering van het eigen vermogen op de balans en (ii) staat de tegenprestatie van de aandeelhouder in verhouding tot de marktwaarde van de door de vennootschap geleverde prestatie?⁸³

11.6 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen

11.6.1 Aansprakelijkheid ex § 43 lid 3 GmbHG

§ 30 GmbHG richt zich primair op de bestuurders van de vennootschap; het is hen verboden namens de vennootschap betalingen aan aandeelhouders te doen bij of leidende tot een *Unterbilanz*. In § 43 GmbHG worden de verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuurders geregeld. In het eerste lid van dat artikel is bepaald dat de bestuurders “*die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes anzuwenden [haben]*” en lid 2 bepaalt vervolgens dat bestuurders die in strijd met deze verantwoordelijkheid handelen, jegens de vennootschap aansprakelijk zijn voor de hieruit voortvloeiende schade. In het derde lid van het artikel is een bijzondere uitwerking van de aansprakelijkheidsregeling opgenomen voor schending van de kapitaalvoorschriften: bestuurders zijn in het bijzonder schadeplichtig indien zij handelen in strijd met § 30 of § 33 GmbHG.⁸⁴ Ook de bestuurders die niet voorkomen dat hun medebestuurders of andere vertegenwoordigers dergelijke

⁸³ Lutter/Hommelhoff 2009, § 30, nr. 33.

⁸⁴ De tekst van § 43 GmbHG luidt als volgt: “(1) Die Geschäftsführer haben in den Angelegenheiten der Gesellschaft die Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes anzuwenden. (2) Geschäftsführer, welche ihre Obliegenheiten verletzen, haften der Gesellschaft solidarisch für den entstandenen Schaden. (3) Insbesondere sind sie zum Ersatz verpflichtet, wenn den Bestimmungen des § 30 zuwider Zahlungen aus dem zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögen der Gesellschaft gemacht oder den Bestimmungen des § 33 zuwider eigene Geschäftsanteile der Gesellschaft erworben worden sind. Auf den Ersatzanspruch finden die Bestimmungen in § 9b Abs. 1 entsprechende Anwendung. Soweit der Ersatz zur Befriedigung der Gläubiger der Gesellschaft erforderlich ist, wird die Verpflichtung der Geschäftsführer dadurch nicht aufgehoben, →

ongeoorloofde betalingen verrichten, zijn in beginsel aansprakelijk op grond van de algemene norm van lid 2.⁸⁵ De vordering kan in faillissement door de curator namens de vennootschap worden ingesteld.

11.6.2 Solvabiliteitsbescherming

§ 43 lid 3 GmbHG voorziet kortom in een aansprakelijkheid van bestuurders vanwege ongeoorloofde uitkeringen aan aandeelhouders, met andere woorden: vanwege transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders die in strijd met § 30 GmbHG resulteren in een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap. De regeling behelst dus een bescherming van de solvabiliteit van de vennootschap. Transacties met aandeelhouders die schade aan de vennootschap toebrengen doordat zij louter haar liquiditeit aantasten, kunnen daarom niet tot aansprakelijkheid op grond van dit artikel leiden.⁸⁶

Alle in par. 5 besproken transacties met aandeelhouders die een vermogensvermindering van de vennootschap tot gevolg hebben, kunnen aanleiding geven tot aansprakelijkheid van bestuurders op grond van § 43 lid 3 GmbHG: winstuitkeringen, leningen aan aandeelhouders waarvoor de vennootschap geen volwaardige vordering krijgt, de vestiging van zekerheden ten behoeve van verplichtingen van aandeelhouders en transacties tegen niet marktconforme voorwaarden ten gunste van aandeelhouders.⁸⁷

11.6.3 Omvang van de aansprakelijkheid

De aansprakelijkheid uit hoofde van § 43 lid 3 GmbHG beloopt de gehele omvang van het ten onrechte uitgekeerde bedrag.⁸⁸ Het bedrag van uitkering bestaat uit de mutatie van het eigen vermogen van de vennootschap ten gevolge van de transactie.⁸⁹ Als een betaling in strijd met § 30 GmbHG heeft plaatsgevonden, wordt vermoed dat de door de vennootschap geleden schade gelijk is aan het bedrag waarmee haar eigen vermogen is afgenomen. Voor zover de ten onrechte betaalde bedragen van de aandeelhouders kunnen worden teruggevorderd, dient de omvang

daß dieselben in Befolgung eines Beschlusses der Gesellschafter gehandelt haben. (4) Die Ansprüche auf Grund der vorstehenden Bestimmungen verjähren in fünf Jahren.” § 43(3) GmbHG is een *lex specialis* van § 43(2) GmbHG en daarom geldt daarvoor de in § 43(4) GmbHG neergelegde verjaringstermijn van vijf jaar. Zie BGH 29 september 2008, II ZR 234/07 en daarover Paefgen 2009.

⁸⁵ Baumbach/Hueck 2013, § 43, nr. 49.

⁸⁶ Zie voor bestuurdersaansprakelijkheid vanwege aantasting van de liquiditeit par. 11.7.2 hierna.

⁸⁷ Betalingen op aandeelhoudersleningen kwalificeren sinds het MoMiG niet langer als uitkeringen in de zin van § 30 GmbHG en daarom kunnen deze in beginsel geen aanleiding geven tot aansprakelijkheid van bestuurders op grond van § 43 lid 3 GmbHG. Zie Ziemons/Jaeger 2011, nr. 334. Dit kan mijns inziens echter anders liggen, bijvoorbeeld indien de rentevergoeding veel hoger ligt dan de gebruikelijke marktrente.

⁸⁸ Baumbach/Hueck 2013, § 43, nr. 49.

⁸⁹ OLG Hamburg 31 augustus 2005, 11 U 55/04, NZG 2005, 1008.

van de bestuurdersaansprakelijkheid te worden verminderd. Het is tevens mogelijk dat bestuurders worden aangesproken voor een bedrag dat de ongeoorloofde uitkering juist overstijgt; de aansprakelijkheid voor het overschot dient dan te worden gebaseerd op de algemene aansprakelijkheidsregeling van § 43 lid 2 GmbHG. Voor aansprakelijkheid op die grondslag dient het causale verband tussen de onttrekking en de schade te worden bewezen.

11.7 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege Insolvenzverschleppung en Insolvenzverursachung

11.7.1 Insolvenzverschleppungshaftung

11.7.1.1 Aansprakelijkheid voor alle betalingen na insolventie

Naast de in § 43 GmbHG vervatte aansprakelijkheidsregeling vanwege ongeoorloofde uitkeringen, voorziet § 64 GmbHG in een aansprakelijkheid van bestuurders vanwege *Insolvenzverschleppung* en sinds 2008 tevens in een aansprakelijkheid vanwege *Insolvenzverursachung*. Als een GmbH feitelijk insolvent is, rust op het bestuur de verplichting om onverwijld, maar in ieder geval binnen 3 weken, haar faillissement aan te vragen.⁹⁰ Zet het bestuur de onderneming niettemin voort, dan loopt het een wezenlijk aansprakelijkheidsrisico, nu in § 64 (eerste zin) GmbHG is bepaald dat bestuurders jegens de vennootschap aansprakelijk zijn voor alle door de vennootschap verrichte betalingen na het intreden van haar insolventie.⁹¹ Deze aansprakelijkheid geldt echter niet voor zover de betalingen na insolventie “*mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmanns vereinbar sind*”. Hoewel het een aansprakelijkheid jegens de vennootschap betreft, heeft § 64 GmbHG uitsluitend ten doel de vennootschapscrediteuren te beschermen; de vordering wordt dan ook altijd (namens de vennootschap) door de curator ingesteld.⁹²

De eerste zin van § 64 GmbHG voorziet aldus in een aansprakelijkheid voor alle betalingen verricht na een zeker peilmoment, ongeacht of deze betalingen aan aandeelhouders of aan derden zijn verstrekt en tevens ongeacht of deze betalingen

90 § 15 InsO. Oorspronkelijk was de verplichting om faillissement aan te vragen in § 64 GmbHG neergelegd, maar deze is door het MoMiG (vanwege haar rechtsvorm-neutrale karakter) naar de *Insolvenzordnung* verplaatst.

91 De aansprakelijkheid geldt ook voor de betalingen die de bestuurders namens de vennootschap hebben verricht in de drie weken na insolventie; de periode waarin dus nog geen verplichting bestond tot het aanvragen van het faillissement.

92 De eerste twee zinnen van § 64 GmbHG luiden als volgt: “*Die Geschäftsführer sind der Gesellschaft zum Ersatz von Zahlungen verpflichtet, die nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder nach Feststellung ihrer Überschuldung geleistet werden. Dies gilt nicht von Zahlungen, die auch nach diesem Zeitpunkt mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmanns vereinbar sind.*”

het eigen vermogen van de vennootschap hebben verminderd. Anders dan § 43 lid 3 GmbHG, heeft § 64 (eerste zin) GmbHG niet ten doel te voorkomen dat crediteuren benadeeld worden door transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders; de regeling beoogt het ‘doormodderen’ op kosten van de crediteuren te voorkomen.⁹³

Lutter en Hommelhoff formuleren het doel van de regeling als volgt: “*Erhaltung der verteilungsfähigen Vermögensmasse einer insolvenzreifen Gesellschaft im Interesse der Gläubigersamtheit.*”⁹⁴

11.7.1.2 Zahlungsunfähigkeit en Überschuldung

De aansprakelijkheid van § 64 (eerste zin) GmbHG geldt voor alle betalingen die de vennootschap heeft verricht nadat zij in staat van insolventie is komen te verkeren. Deze insolventie kan de vorm hebben van *Zahlungsunfähigkeit* en van *Überschuldung*. Van *Zahlungsunfähigkeit* is sprake indien de vennootschap niet langer in staat is haar opeisbare verplichtingen te voldoen.⁹⁵ Als de vennootschap opgehouden is te betalen, wordt *Zahlungsunfähigkeit* vermoed aanwezig te zijn. Tijdelijke betalingsproblemen duiden niet zonder meer op *Zahlungsunfähigkeit*. Het BGH heeft geoordeeld dat daarvan geen sprake is als de vennootschap weer tot betalen in staat zal zijn binnen de termijn die een kredietwaardig persoon nodig heeft om de benodigde financiering aan te trekken (te weten 3 maanden) of als de vennootschap slechts een beperkt deel van haar opeisbare schulden niet kan betalen (te weten minder dan 10 procent).⁹⁶ In dat geval is geen sprake van *Zahlungsunfähigkeit*, maar van een (rechtens irrelevante) *Zahlungsstockung*. Vorderingen die niet opeisbaar zijn en opeisbare vorderingen waarvan de crediteur (nog) geen betaling verlangt, dienen buiten beschouwing te worden gelaten.⁹⁷

Waar *Zahlungsunfähigkeit* primair ziet op de liquiditeitspositie van de vennootschap, dient *Überschuldung* te worden vastgesteld op basis van een (door het bestuur op te stellen) balans. Van *Überschuldung* is sprake indien het actief de

93 Baumbach/Hueck 2013, § 64, nr. 1. Zie over deze aansprakelijkheid tevens Timmerman & Lennarts 1997, par. 4.

94 Lutter/Hommelhoff 2009, § 64, nr. 7.

95 In § 17 InsO is bepaald: “*Der Schuldner ist zahlungsunfähig, wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen.* Zahlungsunfähigkeit ist in der Regel anzunehmen, wenn der Schuldner seine Zahlungen eingestellt hat.”

96 BGH 24 mei 2005, IX ZR 123/04, *NJW* 2005, 3062.

97 Wicke 2011, § 64, nr. 3. In de literatuur bestaat discussie over de vraag of opeisbare verplichtingen aan aandeelhouders dienen te worden meegenomen bij de beoordeling of sprake is van *Zahlungsunfähigkeit*. Sommige auteurs menen dat sinds het verbod op betalingen aan aandeelhouders leidende tot *Zahlungsunfähigkeit* (zie hierna) dergelijke verplichtingen niet dienen te worden meegenomen, nu deze in de periode voorafgaand aan *Zahlungsunfähigkeit* niet betaald hoeven/mogen worden. Zie echter anders: Roth & Altmeyers 2012, § 64, nr. 23.

bezittingen niet meer dekt;⁹⁸ ofwel het eigen vermogen van de vennootschap negatief is.⁹⁹ *Überschuldung* gaat in de regel aan *Zahlungsunfähigkeit* vooraf en daarom is de vraag wanneer van *Überschuldung* sprake is, het meest van belang voor de praktijk. Bij de vaststelling van *Überschuldung* dient te worden uitgegaan van waardering van de activa tegen liquidatiewaarde, tenzij voortzetting van de onderneming in de concrete omstandigheden waarschijnlijk is; dan mag worden uitgegaan van de (hogere) *going concern* waarde van het actief. Of voortzetting van de onderneming waarschijnlijk is, dient te worden beoordeeld aan de hand van een *Fortbestehungsprognose*.

Het uitbreken van de kredietcrisis heeft de Duitse wetgever er in 2008 toe genoopt de definitie van *Überschuldung* in § 19 InsO aan te passen.¹⁰⁰ Ten gevolge van de crisis daalde de waarde van veel aandelen en vastgoed, waardoor een groot aantal GmbH's en AG's die in dergelijke activa hadden geïnvesteerd, op slag in staat van *Überschuldung* geraakten (ook als het actief gewaardeerd werd tegen *going concern* waarde). De bestuurders van deze vennootschappen waren daarom – op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid – verplicht binnen drie weken het faillissement van de vennootschap aan te vragen, ook indien de prognoses van de door de vennootschap gedreven onderneming gunstig waren en betalingsproblemen geenszins te verwachten waren.¹⁰¹ Sinds 2008 is de tekst van de regeling daarom zo aangepast dat van *Überschuldung* sprake is indien het vermogen de verplichtingen niet meer dekt, *tenzij* voortzetting van de onderneming in de concrete omstandigheden waarschijnlijk is.¹⁰² De wetgever heeft kortom een ontsnapingsmogelijkheid gecreëerd voor de situatie waarin een vennootschap weliswaar balanstechisch insolvent is, maar redelijkerwijs te verwachten is dat de vennootschap op termijn weer 'boven peil' zal geraken.

98 In § 19 InsO is (sinds de wijziging van de InsO van 20 december 2011 (BGBl. I S. 2854)) bepaald: "*Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt [...]*."

99 Aangezien bij de vaststelling van *Überschuldung* het *Stammkapital* tot het eigen vermogen wordt gerekend, is eerder sprake van een *Unterbilanz* in de zin van § 30 GmbHG dan van *Überschuldung*. "*Auf der Passivseite des Überschuldungsstatus bleibt außer Ansatz das Stamm- oder Grundkapital, denn hier handelt es sich nicht um "echte" Verbindlichkeiten der Gesellschaft, sondern um Haftkapital, das in der Regel vor allem bei Überschuldung verloren ist.*" Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 19, nr. 96.

100 Zie hierover onder meer Andres, Leithaus & Dahl 2011, § 19, nr. 1.

101 Het BGH overwoog in 2007 nog expliciet dat bij *Überschuldung* ook het faillissement diende te worden aangevraagd indien redelijkerwijs te verwachten was dat de onderneming de problemen te boven zou komen: "*eine positive Fortführungsprognose [ist] [...] lediglich für die Bewertung seinen Vermögens nach Fortführungs- oder Liquidationswerten von Bedeutung.*" BGH 5 februari 2007, II ZW 234/05.

102 "*Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich.*"

In de toelichting bij de wet van 2008 wordt hierover opgemerkt: “[De verplichting tot het aanvragen van faillissement gold tot voor de herziening – JB] *selbst dann [...], wenn für das Unternehmen an sich eine positive Fortführungsprognose gestellt werden kann und der Turnaround sich bereits in wenigen Monaten abzeichnet. [...] Der Gesetzesentwurf will das ökonomisch völlig unbefriedigende Ergebnis vermeiden, dass auch Unternehmen, bei denen die überwiegende Wahrscheinlichkeit besteht, dass sie weiter erfolgreich am Markt operieren können, zwingend ein Insolvenzverfahren zu durchlaufen haben.*”¹⁰³

In de Duitse literatuur is lange tijd discussie gevoerd over de vraag hoe bij de vaststelling van *Überschuldung* door aandeelhouders verstrekte leningen en andere achtergestelde schulden behandeld dienen te worden: behoren deze tot het eigen vermogen of tot het vreemd vermogen van de vennootschap?¹⁰⁴ Sinds een tweede wijziging van de *Insolvenzordnung* in december 2011 bestaat over deze kwestie duidelijkheid: dergelijke achtergestelde schulden dienen niet tot het vreemd vermogen te worden gerekend.¹⁰⁵ In die zin voorziet ook deze hybride vorm van financiering in risicodragend vermogen.

11.7.2 Insolvenzverursachungshaftung

11.7.2.1 Ongeoorloofde betalingen aan aandeelhouders

Het MoMiG heeft een nieuwe aansprakelijkheidsgrondslag aan § 64 GmbHG toegevoegd, in de literatuur aangeduid als de *Insolvenzverursachungshaftung*.¹⁰⁶ Bestuurders zijn jegens de vennootschap aansprakelijk als zij betalingen verrichten aan aandeelhouders die *Zahlungsunfähigkeit* veroorzaken, tenzij deze betalingen “*mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmanns vereinbar sind*”.¹⁰⁷ De nieuwe aansprakelijkheid geldt – anders dan die van de eerste zin van § 64 GmbHG – louter

103 Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpaketes zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz – FMSiG), in werking getreden op 18 oktober 2008.

104 Zie voor een Nederlandse weergave van deze discussie Lennarts 1999, p. 114 e.v.

105 “Forderungen auf Rückgewähr von Gesellschafterdarlehen oder aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen, für die gemäß § 39 Abs. 2 zwischen Gläubiger und Schuldner der Nachrang im Insolvenzverfahren hinter den in § 39 Abs. 1 Nr. 1 bis 5 bezeichneten Forderungen vereinbart worden ist, sind nicht bei den Verbindlichkeiten nach Satz 1 zu berücksichtigen.”

106 Casper 2009, p. 188 en Wicke 2011, § 64, nr. 28.

107 Sinds de invoering van het MoMiG luidt § 64 GmbHG als volgt: “Die Geschäftsführer sind der Gesellschaft zum Ersatz von Zahlungen verpflichtet, die nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder nach Feststellung ihrer Überschuldung geleistet werden. Dies gilt nicht von Zahlungen, die auch nach diesem Zeitpunkt mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmanns vereinbar sind. Die gleiche Verpflichtung trifft die Geschäftsführer für Zahlungen an Gesellschafter, soweit diese zur Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft führen mussten, es sei denn, dies war auch bei Beachtung der in Satz 2 bezeichneten Sorgfalt nicht erkennbar. Auf den Ersatzanspruch finden die Bestimmungen in § 43 Abs. 3 und 4 entsprechende Anwendung.”

voor betalingen *aan aandeelhouders*.¹⁰⁸ Blijkens de toelichting bij het MoMiG behelst de nieuwe aansprakelijkheidsregeling in § 64 GmbHG een aanvulling op het systeem van kapitaalbescherming, zoals neergelegd in § 30 GmbHG. Anders dan § 43 lid 3 GmbHG voorziet de nieuwe regel in een aansprakelijkheid voor betalingen die weliswaar niet het *Stammkapital* van de vennootschap aantasten, of zelfs in het geheel geen vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap veroorzaken, maar er (voorzienbaar) in resulteren dat de vennootschap niet kan voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden. De regeling strekt dus niet tot bescherming van de solvabiliteit van de vennootschap, maar beoogt primair haar liquiditeitspositie te waarborgen.¹⁰⁹

11.7.2.2 Onttrekkingen aan de liquiditeit

Het begrip ‘betaling’ in § 64 (derde zin) GmbHG dient ruim te worden uitgelegd: het gaat om alle handelingen die directe gevolgen hebben voor de liquiditeit van de vennootschap. Dat betekent dat het aangaan van contractuele verplichtingen (nog) niet tot de aansprakelijkheid uit het derde lid kan leiden. Dit geldt in beginsel evenmin voor het vestigen van zekerheden, hoewel Lutter en Hommelhoff betogen dat de vestiging van zekerheden voor vorderingen van aandeelhouders wel als een betaling in de zin van § 64 (derde zin) GmbHG kwalificeert indien het waarschijnlijk is dat de zekerheid zal worden ingeroepen.¹¹⁰ Ook transacties waarbij de vennootschap (tegen marktconforme voorwaarden) activa verkoopt en daarvoor liquide middelen terugkrijgt, kunnen geen *Zahlungsunfähigkeit* veroorzaken. Daarentegen kunnen leningen aan aandeelhouders (*upstream loans*), ook als de vennootschap daarvoor een volwaardige vordering krijgt, wél worden aangemerkt als betalingen in de zin van § 64 (derde zin) GmbHG. Deze betalingen zullen echter niet tot betalingsproblemen leiden als het krediet te allen tijde opeisbaar is en de kredietnemende aandeelhouder kredietwaardig is. Ook betalingen op door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen (*downstream loans*) tasten de liquiditeit van de vennootschap aan en kunnen daarom aanleiding geven tot aansprakelijkheid ex § 64 (derde zin) GmbHG;¹¹¹ dit geldt onverminderd als de vordering van de aandeelhouder opeisbaar is.¹¹²

108 Net als eerder is opgemerkt ten aanzien van § 30 GmbHG, dient ‘betaling aan een aandeelhouder’ ruim te worden begrepen; ook betalingen aan een aan de aandeelhouder gelieerde (rechts)persoon vallen hier onder.

109 Zie Lutter/Hommelhoff 2009, § 64, nr. 27.

110 Het inroepen van de zekerheid door de derde kan immers niet als een betaling van de vennootschap worden aangemerkt. (Lutter/Hommelhoff 2009, § 64, nr. 24).

111 Kort en goed: *upstream loans* waarvoor de vennootschap een volwaardige vordering krijgt en betalingen op *downstream loans* kwalificeren sinds invoering van het MoMiG niet langer als uitkering in de zin van § 30 GmbHG en kunnen daarom geen aanleiding geven tot aansprakelijkheid uit hoofde van § 43(3) GmbHG, maar wel tot aansprakelijkheid op grond van § 64 (eerste zin en derde zin) GmbHG.

112 Wicke 2011, § 64, nr. 27.

11.7.2.3 Causaliteit en voorzienbaarheid

Voor aansprakelijkheid ex § 64 (derde zin) GmbHG is vereist dat de betaling aan de aandeelhouder causaal verband houdt met de daarop volgende *Zahlungsunfähigkeit*. In het *Referentenentwurf* werd nog bepaald dat de aansprakelijkheid gold voor alle betalingen aan aandeelhouders waardoor “*Zahlungsunfähigkeit herbeigeführt werde*”. Vanwege kritiek op dit voorstel is dit in het *Gesetzentwurf* veranderd in een aansprakelijkheid voor betalingen die “*zur Zahlungsunfähigkeit führen müssen*”. Daarmee is tot uitdrukking gebracht dat er een zeer direct causaal verband dient te bestaan tussen de betaling en de *Zahlungsunfähigkeit*. De betaling aan een aandeelhouder dient bij een normaal verloop van zaken zeer waarschijnlijk te leiden tot betalingsproblemen.

*“Weiter soll der Geschäftsführer keineswegs verpflichtet werden, jegliche Zahlungen an Gesellschafter zu ersetzen, die in irgendeiner Weise kausal für eine – möglicherweise erst mit erheblichem zeitlichem Abstand eintretende – Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft geworden sind. Vielmehr muss die Zahlung ohne Hinzutreten weiterer Kausalbeiträge zur Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft führen. Das bedeutet nicht, dass im Moment der Leistung die Zahlungsunfähigkeit eintreten muss, es muss sich in diesem Moment aber klar abzeichnen, dass die Gesellschaft unter normalem Verlauf der Dinge ihre Verbindlichkeiten nicht mehr wird erfüllen können.”*¹¹³

Vanzelfsprekend is het niet mogelijk om in absolute termen te duiden welke mate van causaliteit tussen de betaling en de *Zahlungsunfähigkeit* vereist is voor aansprakelijkheid. In de Duitse literatuur is betoogd dat de betaling “*mit überwiegender Wahrscheinlichkeit von mehr als 50%*” tot betalingsproblemen moet leiden.¹¹⁴ Een dergelijk kwantitatief criterium wekt mijns inziens ten onrechte de suggestie van een objectieve, absolute norm, terwijl de invulling daarvan door rechters op basis van de concrete omstandigheden van het geval zal plaatsvinden.

Indien de vennootschap een aandeelhouder betaalt op het moment dat de bestuurders haar faillissement konden voorzien, hoeft nog geen sprake te zijn van een betaling in strijd met § 64 (derde zin) GmbHG. Als het faillissement het gevolg was van andere, mogelijk buiten de invloedssfeer van het bestuur gelegen factoren, bestaat onvoldoende causaliteit tussen de betaling en de daarop volgende betalingsproblemen en is aansprakelijkheid uit hoofde van § 64 (derde zin) GmbHG niet aan de orde. Dat neemt overigens niet weg dat op het moment dat het faillissement voorzienbaar is, de vennootschap meestal niet meer over uitkeerbare reserves zal beschikken zodat een op dat moment verrichte betaling aan een aandeelhouder die kwalificeert als een uitkering in de zin van § 30 GmbHG, zal leiden tot aansprakelijkheid van de bestuurders op grond van § 43 lid 3 GmbHG.

¹¹³ Toelichting Gesetzentwurf, p. 46-47.

¹¹⁴ Zie Knof 2007a, p. 1540.

Indien een betaling aan een aandeelhouder leidt tot *Zahlungsunfähigkeit*, zijn bestuurders niet aansprakelijk indien dit gevolg van de betaling niet voorzienbaar was voor de bestuurder die handelt conform zijn uit § 64 (tweede zin) GmbHG voortvloeiende zorgplicht. Met andere woorden: voor aansprakelijkheid is vereist dat de door de betaling veroorzaakte betalingsproblemen redelijkerwijs voorzienbaar waren.

In de toelichting wordt dienaangaande overwogen: “*Da die Herbeiführung der künftigen Zahlungsunfähigkeit zu den objektiven Bedingungen des Tatbestandes gehört, betrifft der Entlastungsbeweis Fälle, in denen der Geschäftsführer diese subjektiv aufgrund besonderer Umstände nicht erkennen konnte.*”¹¹⁵

11.7.2.4 Een Zahlungsfähigkeitsprognose bij uitkeringen

Hoewel aan de in § 30 GmbHG vervatte uitkeringsregeling een balanstechische benadering ten grondslag ligt, heeft het MoMiG door de nieuwe aansprakelijkheidsregeling in § 64 (derde zin) GmbHG toch een *Solvenztest* bij uitkeringen geïntroduceerd.¹¹⁶ Ook (de betaalbaarstelling van) een (winst)uitkering behelst immers een betaling aan aandeelhouders in de zin van § 64 GmbHG; deze heeft vanzelfsprekend een nadelig effect op de liquiditeitspositie van de vennootschap. Omdat een uitkering tevens leidt tot een afname van de solvabiliteit, zal het voor de vennootschap na de uitkering minder eenvoudig zijn om een eventueel liquiditeitstekort te mitigeren door het aantrekken van (tijdelijke) financiering. Het bestuur zal zich er daarom bij uitkeringen in het bijzonder van willen vergewissen dat de vennootschap na de uitkering in staat is haar opeisbare verplichtingen te blijven voldoen.¹¹⁷

In de Duitse juridische literatuur wordt daarom geadviseerd bij uitkeringen aan aandeelhouders een *Zahlungsfähigkeitsprognose* op te stellen, waaruit blijkt dat de vennootschap na de betaling waarschijnlijk aan haar opeisbare verplichtingen zal kunnen blijven voldoen. Een dergelijke *Zahlungsfähigkeitsprognose* zou aan dezelfde eisen moeten voldoen als de *Fortbestehungsprognose* die wordt gehanteerd in het kader van §§ 18 en 19 InsO.¹¹⁸ De *Zahlungsfähigkeitsprognose* richt zich primair op de liquiditeit van de vennootschap, in het licht van de strategie van de onderneming; alle redelijkerwijs voorzienbare verplichtingen dienen te worden afgezet tegen de liquide financieringsmiddelen van de vennootschap. Daaronder vallen vanzelfsprekend de banktegoeden, maar ook kredietlijnen bij externe kre-

¹¹⁵ Toelichting *Gesetzentwurf*, p. 46.

¹¹⁶ “*Der erweiterte § 64 richtet sich gegen den Abzug von Vermögenswerten, welche die Gesellschaft bei objektiver Betrachtung zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten benötigt. [...] Es finden sich in dieser Bestimmung überdies Parallelen zum sog. solvency test. Der Entwurf setzt nicht beim Gesellschafter als Empfänger der existenzbedrohenden Vermögensverschiebung an, sondern beim Geschäftsführer als deren Auslöser oder Gehilfe.*” Toelichting *Gesetzentwurf*, p. 46.

¹¹⁷ Aldus ook Casper 2008, p. 1128.

¹¹⁸ Zie Knof 2007a, p. 1541, Knof 2007b, p. 1580 en Heckschen 2009, nr. 786. Zie par. 11.7.1.2.

dietverstrekkers en activa die op korte termijn en zonder wezenlijk waardeverlies in liquide middelen kunnen worden omgezet, nu ook daarmee immers een liquiditeitstekort kan worden gemitigeerd. Volgens Duitse bedrijfseconomen is sprake van een positieve prognose “*wenn die Finanzplanung des Unternehmens plausibel macht, dass das finanzielle Gleichgewicht im Prognosezeitraum gewährt bleibt oder wiedererlangt wird.*”¹¹⁹ Vanzelfsprekend biedt de prognose geen zekerheid en daarmee dienen rechters bij de beoordeling van het bestuurlijk handelen dan ook rekening te houden. Het komt erop aan dat de bestuurders op basis van redelijke argumenten meenden dat de vennootschap na de betaling niet in betalingsproblemen zou geraken. De prognose dient kortom objectief op een zorgvuldige wijze tot stand te zijn gekomen. Daarbij dienen de bestuurders ook de omstandigheden in acht te nemen waarop zij geen invloed kunnen uitoefenen, zoals de stand van de markt en de conjunctuur. Door daarbij voldoende marge aan te houden voor tegenvallers, kan het bestuur aansprakelijkheid uit hoofde van § 64 (derde zin) GmbHG voorkomen.

*“Denn die Prognose der Mittelzuflüsse und -abflüsse ist [...], d. h. nicht nur aus der Entwicklung des Unternehmens, sondern auch aus der Entwicklung der Umweltbedingungen des Unternehmens abzuleiten. Die Prognose wird dadurch erschwert, dass sich die Umweltbedingungen der Einflussphäre der Geschäftsleitung entziehen (z. B. konjunkturelle Entwicklung, Steuern und Abgaben, Eintritt oder Austritt von Wettbewerbern, Marktzugangsbeschränkungen oder Marktöffnungen, Forderungsausfall). Einige Planannahmen sind folglich keine deterministischen Größen, die sich zwingend aus der Vergangenheit als einer Art ‘Gesetzmäßigkeit’ ableiten ließen.”*¹²⁰

11.7.2.5 Omvang van de aansprakelijkheid

De aansprakelijkheid vanwege *Insolvenzverursachung* sluit aan bij de aansprakelijkheid vanwege *Insolvenzverschleppung* op grond van § 64 (eerste zin) GmbHG en betreft daarom een “*Ersatzanspruch eigener Art*”. Zodra vaststaat dat de betalingen aan aandeelhouders de *Zahlungsunfähigkeit* hebben veroorzaakt, is niet relevant hoeveel schade de crediteuren ten gevolge van de betaling hebben geleden; de bestuurders zijn gehouden het gehele aan de aandeelhouders betaalde bedrag aan de vennootschap te vergoeden. De aansprakelijkheid kan het bedrag van deze betaling niet overstijgen.

¹¹⁹ Knof 2007, p. 1581.

¹²⁰ Knof 2007, p. 1581.

11.7.3 Instructies en decharge

De bestuurder van een GmbH kan voor een dilemma komen te staan, als de aandeelhouders aandringen op betalingen die mogelijk tot schending van de hiervoor besproken normen leiden. Ingevolge § 37 lid 1 GmbHG behoren bestuurders immers instructies van aandeelhouders in beginsel op te volgen. In § 43 lid 3 (juncto § 64 GmbHG) is evenwel expliciet vastgelegd dat voor zover de aansprakelijkheid van de bestuurders jegens de vennootschap nodig is om de vorderingen van de vennootschapscrediteuren te voldoen, aan deze aansprakelijkheid niet in de weg staat dat de bestuurders conform een besluit van de aandeelhouders hebben gehandeld.¹²¹ Een instructie van een aandeelhouder ontslaat de bestuurder dus niet van zijn verplichtingen jegens de crediteuren van de vennootschap. De toelichting bij het MoMiG geeft aan dat bestuurders die vrezen dat handelen conform een instructie of aandeelhoudersbesluit zal leiden tot de aansprakelijkheid op grond van § 43 of 64 GmbHG, daaraan geen gevolg dienen te geven en zo nodig zelfs hun ambt moeten neerleggen.¹²²

Net als een instructie, biedt een door de *Gesellschafterversammlung* verleende decharge (*Entlastung*) bestuurders slechts in geringe mate bescherming.¹²³ Uit § 64 juncto § 43(3) juncto § 9b(1) GmbHG volgt dat een door de vennootschap verleende decharge geen werking heeft voor zover de aansprakelijkheid van de bestuurders ex § 43 of 64 GmbHG ertoe strekt om de vorderingen van de vennootschapscrediteuren te voldoen.¹²⁴ De Duitse regeling houdt er rekening mee dat een vordering van de vennootschap op haar bestuurders niet louter strekt ten gunste van de aandeelhouders, maar in faillissement ook het belang van de crediteuren daarmee gemoeid is.

121 § 43(3) bepaalt: “Soweit der Ersatz zur Befriedigung der Gläubiger der Gesellschaft erforderlich ist, wird die Verpflichtung der Geschäftsführer dadurch nicht aufgehoben, daß dieselben in Befolgung eines Beschlusses der Gesellschafter gehandelt haben.”

122 Toelichting Gesetzentwurf, p. 47.

123 Zie § 46(5) GmbHG.

124 § 9b(1) GmbHG bepaalt: “Ein Verzicht der Gesellschaft auf Ersatzansprüche nach § 9a oder ein Vergleich der Gesellschaft über diese Ansprüche ist unwirksam, soweit der Ersatz zur Befriedigung der Gläubiger der Gesellschaft erforderlich ist.” Deze bepaling wordt in § 43(3) GmbHG van toepassing verklaard op de aansprakelijkheid voortvloeiende uit § 43 GmbHG en in § 64 GmbHG worden § 43(3) en (4) GmbHG van toepassing verklaard op de aansprakelijkheid ex. § 64 GmbHG.

11.8 Restitutieverplichting voor aandeelhouders bij ongeoorloofde uitkeringen

11.8.1 De restitutieverplichtingen van § 31 GmbHG

11.8.1.1 Restitutieverplichting voor alle ontvangers

Aandeelhouders die in strijd met § 30 GmbHG een uitkering ontvangen, dienen deze aan de vennootschap terug te betalen op grond van § 31 GmbHG.¹²⁵ In beginsel is daarvoor niet van belang of de ontvanger van de uitkering op de hoogte was van haar ongeoorloofde karakter; ook de aandeelhouder te goeder trouw kan tot restitutie worden aangesproken. Ingevolge het tweede lid van § 31 GmbHG is de restitutieverplichting van de ontvanger te goeder trouw beperkt tot het bedrag dat nodig is om de vorderingen van de crediteuren te voldoen.¹²⁶ Nu uitkeringen echter vrijwel uitsluitend worden teruggevorderd in faillissement en ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren, is deze beperking van de (omvang van de) aansprakelijkheid praktisch van weinig betekenis.¹²⁷

11.8.1.2 Subsidiare aansprakelijkheid medeaandeelhouders

Net als ten aanzien van de inbrengverplichting,¹²⁸ zijn aandeelhouders subsidiair aansprakelijk voor uitkeringen aan hun medeaandeelhouders. § 31 lid 3 bepaalt dat aandeelhouders naar rato van hun participatie in het kapitaal aansprakelijk zijn voor ongeoorloofde uitkeringen aan hun medeaandeelhouders, voor zover deze medeaandeelhouders niet in staat zijn de uitkeringen terug te betalen (men spreekt van *Ausfallhaftung*).¹²⁹ Deze subsidiare aansprakelijkheid geldt voor zover de restitutievordering ertoe strekt om de schulden aan de crediteuren te voldoen. Voor zover een medeaandeelhouder (ook) geen verhaal biedt, kunnen de overige medeaandeel-

125 § 31 lid 1 GmbHG luidt: “Zahlungen, welche den Vorschriften des § 30 zuwider geleistet sind, müssen der Gesellschaft erstattet werden.”

126 § 31 lid 2 GmbHG luidt: “War der Empfänger in gutem Glauben, so kann die Erstattung nur insoweit verlangt werden, als sie zur Befriedigung der Gesellschaftsgläubiger erforderlich ist.” Het BGH heeft aan dit criterium de volgende invulling gegeven: “Die Erstattung von gemäß § 30 GmbHG verbotenen Auszahlungen ist i.S. von § 31 Abs. 2, 3 GmbHG zur Gläubigerbefriedigung erforderlich, wenn und soweit die GmbH nach den Grundsätzen einer Überschuldungsbilanz (bei Ansatz von Liquidationswerten) überschuldet ist, wobei auch Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten (§ 249 Abs. 1 HGB) zu berücksichtigen sind.” BGH 22 september 2003, II ZR 229/02.

127 Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 14.

128 Zie par. 11.3.1.

129 § 31 lid 3 GmbHG luidt “Ist die Erstattung von dem Empfänger nicht zu erlangen, so haften für den zu erstattenden Betrag, soweit er zur Befriedigung der Gesellschaftsgläubiger erforderlich ist, die übrigen Gesellschafter nach Verhältnis ihrer Geschäftsanteile. Beiträge, welche von einzelnen Gesellschaftern nicht zu erlangen sind, werden nach dem bezeichneten Verhältnis auf die übrigen verteilt.”

houders voor zijn deel worden aangesproken. De vennootschap dient te stellen en te bewijzen dat de teruggevorderde middelen nodig zijn om de vennootschapscrediteuren te kunnen voldoen en dat terugbetaling door de aandeelhouder die de middelen heeft ontvangen, waarschijnlijk niet mogelijk is.¹³⁰ De aan de regel ten grondslag liggende gedachte is dat het *Ausfallrisiko* ter zake van de ontvanger van de ongeoorloofde uitkering niet mag worden afgewenteld op de crediteuren. Dit risico wordt daarom voor rekening van de overige aandeelhouders gebracht. Daarmee voorziet de regeling in een prikkel voor aandeelhouders om ongeoorloofde onttrekkingen door hun medeaandeelhouders te voorkomen.¹³¹

Nu § 30 GmbHG niet alleen van toepassing is op formele winstuitkeringen, maar op alle transacties met aandeelhouders die leiden tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap, geldt de in § 31 GmbHG vervatte restitutieregeling ook voor verkapte uitkeringen. Hieruit volgt dat op grond van lid 3 ook de aandeelhouder die niet in een verkapte vermogensonttrekking heeft geparticipeerd, kan worden aangesproken uit hoofde van zijn subsidiaire aansprakelijkheid. Als bijvoorbeeld een vennootschap met twee aandeelhouders een lening verstrekt aan aandeelhouder A, terwijl zij niet over vrije reserves beschikt en evenmin een volwaardige vordering op A krijgt, dan kan A op grond van § 30 GmbHG tot terugbetaling van deze verkapte uitkering worden aangesproken. Biedt A echter geen verhaal, dan kan tevens aandeelhouder B worden aangesproken op grond van § 31 lid 3 GmbHG, ook al had B part noch deel aan de ongeoorloofde onttrekking. De subsidiaire aansprakelijkheidsregeling in § 31 lid 3 GmbHG brengt daarom in het bijzonder voor minderheidsaandeelhouders van een GmbH een wezenlijk risico mee.¹³²

11.8.2 Omvang van de verplichting

11.8.2.1 Omvang primaire aansprakelijkheid

De terugbetalingsverplichting van § 31 lid 1 GmbHG beloopt het gehele ten onrechte uitgekeerde bedrag. Als de uitkering aan de aandeelhouder niet alleen het *Stammkapital* aantast, maar zelfs tot een negatief eigen vermogen leidt – in termen van de Duitse dogmatiek: niet alleen een *Unterbilanz*, maar zelfs een *Überschuldung* veroorzaakt – is de aandeelhouder gehouden tot vergoeding van de gehele waarde

130 De onverhaalbaarheid van de vordering op de aandeelhouder die de ongeoorloofde uitkering heeft ontvangen kan bijvoorbeeld worden veroorzaakt door diens gebrekkige vermogenspositie of doordat deze in het buitenland gevestigd is. Blijkt op een later moment dat verhaal op de aandeelhouder die de uitkering ontving toch mogelijk is, dan kunnen de medeaandeelhouders die uit hoofde van § 31 lid 3 GmbHG zijn aangesproken, op hem regres nemen. De draagplicht blijft immers onverminderd rusten op de ontvanger van de ongeoorloofde onttrekking.

131 Fleischer & Goette 2010, § 31, nr. 52.

132 Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 17.

van het te veel onttrokken bedrag.¹³³ Heeft de aandeelhouder een uitkering in natura ontvangen, dan is hij gehouden het ontvangen goed aan de vennootschap te restitueren en voor zover dit niet mogelijk is daarvan de waarde te vergoeden. Is het goed in waarde gedaald terwijl het in handen van de aandeelhouder was, dan is de aandeelhouder naast teruggave van het goed gehouden tot vergoeding van de waardedaling.¹³⁴ Deze verplichting rust niet op de aandeelhouder voor zover het goed ook (en net zoveel) in waarde was gedaald wanneer het in handen van de vennootschap was gebleven. Dit laatste dient door de aandeelhouder gesteld en bewezen te worden.¹³⁵

In 2000 heeft het BGH geoordeeld dat de restitutieplichting uit hoofde van § 31 GmbHG blijft bestaan als het eigen vermogen van de vennootschap na de ongeoorloofde uitkering weer zodanig aangroeit dat de *Unterbilanz* wordt 'geheeld'.¹³⁶ Ongeacht de wijze waarop het eigen vermogen van de GmbH zich na de onttrekking heeft ontwikkeld, kan de aandeelhouder tot restitutie worden aangesproken. De vennootschap kan de schuld van de aandeelhouder uit hoofde van § 31 GmbHG niet kwijtschelden.¹³⁷ Uit deze zienswijze vloeit voort dat de terugbetalingsverplichting evenmin vatbaar is voor verrekening met een vordering van de aandeelhouder op de vennootschap.¹³⁸

11.8.2.2 Omvang subsidiaire aansprakelijkheid

Over de omvang van de subsidiaire aansprakelijkheid van (mede)aandeelhouders uit hoofde van § 31 lid 3 GmbHG heeft lange tijd discussie bestaan. Het BGH leek aanvankelijk van oordeel te zijn dat ook de subsidiaire aansprakelijkheid ziet op de gehele ongeoorloofde uitkering, voor zover deze niet van de ontvangende aandeelhouder kan worden teruggevorderd. In de literatuur is door velen betoogd dat deze aansprakelijkheid beperkt zou moeten worden tot de omvang van het *Stammkapital* van de vennootschap; de regeling zou aandeelhouders anders aan een onredelijk groot risico blootstellen, aangezien verkapte vermogensonttrekkingen door medeaandeelhouders niet eenvoudig te voorkomen zijn. In een uitspraak in 2002 heeft het BGH zich voor deze argumenten gevoelig getoond door te overwegen dat de

133 Simpel weergegeven: is het eigen vermogen van de vennootschap 4, waarvan 2 bestaat uit *Stammkapital*, en keert de vennootschap 8 uit aan de aandeelhouder, dan dient de aandeelhouder 6 aan de vennootschap terug te betalen. Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 13 formuleert het als volgt: "*Die §§ 30, 31 GmbHG sind unmittelbar auf jede Zuwendung anzuwenden, die eine Unterbilanz herbeiführt oder verschärft.*"

134 BGH 10 mei 1993, II ZR 74/92, BGHZ 122, 333.

135 BGH 17 maart 2008, II ZR 24/07. Kritisch ten aanzien van deze benadering is Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 15.

136 Daarmee is het BGH teruggekomen op eerdere rechtspraak waarin het had overwogen dat de vordering uit hoofde van § 31 GmbHG komt te vervallen indien de *Unterbilanz* (bijvoorbeeld door het maken van winsten) op een zeker moment is verdwenen. Zie BGH 29 mei 2000, II ZR 118/98 en BGH 29 mei 2000, II ZR 347/97.

137 § 31 lid 4 GmbHG.

138 Vgl. § 19(2) GmbHG.

Ausfallhaftung van § 31 lid 3 GmbHG beperkt is tot het bedrag van het (totale) *Stammkapital* van de vennootschap.¹³⁹ Uit latere rechtspraak van het BGH blijkt dat deze aansprakelijkheid niettemin omvangrijk kan zijn. Zo werd in een zaak uit 2003 een aandeelhouder veroordeeld tot terugbetaling van 5 miljoen DM. Nu deze aandeelhouder geen verhaal bood, trachtte de vennootschap een medeaandeelhouder aan te spreken die $\frac{1}{4}$ van het kapitaal in de GmbH hield; 70.000 DM van het totale kapitaal van 350.000 DM. Het BGH oordeelde dat de *Ausfallhaftung* van deze aandeelhouder niet beperkt was tot haar eigen deelname in het kapitaal, maar zich uitstreekte tot het gehele bedrag van het nominale kapitaal. De aandeelhouder diende daarom 350.000 DM aan de vennootschap te vergoeden.¹⁴⁰

11.8.3 Bijzondere bescherming ontvangen dividenden uit vrije reserves

In § 32 GmbHG is vastgelegd dat aandeelhouders in geen geval verplicht kunnen worden om formele winstuitkeringen terug te betalen die zij te goeder trouw hebben ontvangen én die niet in strijd met § 30 GmbHG zijn betaald. Zolang een winstuitkering niet ten laste van het *Stammkapital* is geschied en dus uit vrije reserves kon worden gefinancierd, kan deze niet van de aandeelhouders worden teruggevorderd, bijvoorbeeld vanwege gebreken in de aan de uitkering ten grondslag liggende besluitvorming. De bepaling is louter van toepassing op formele dividenduitkeringen en niet op andere transacties met aandeelhouders die daarmee economisch kunnen worden gelijkgesteld. Evenmin is de bepaling van toepassing op interim-dividenden, nu deze naar hun aard onder voorbehoud van (in retrospectief vast te stellen) uitkeerbare ruimte worden betaald.

11.8.4 Verhouding tot bestuurdersaansprakelijkheid ex § 43 lid 3 GmbHG

Uitkeringen in strijd met § 30 GmbHG leiden niet alleen tot een restitutieverplichting voor aandeelhouders op grond van § 31 GmbHG, maar tevens tot de eerder besproken aansprakelijkheid van bestuurders ex § 43 lid 3 GmbHG. Bestuurders die op grond van laatstgenoemde bepaling door de vennootschap zijn aangesproken, kunnen regres nemen op de ontvanger van de uitkering. Biedt de ontvanger geen verhaal, dan komt de rekening voor de uitkering linksom of rechtsom alsnog bij de bestuurder terecht. Zijn de medeaandeelhouders aangesproken op grond van het derde lid van § 31 GmbHG, dan dienen bestuurders de door de medeaandeelhouders

139 BGH 25 februari 2002, II ZR 196/00. Zie over deze discussie Karsten Schmidt e.a. 2009, p. 18.

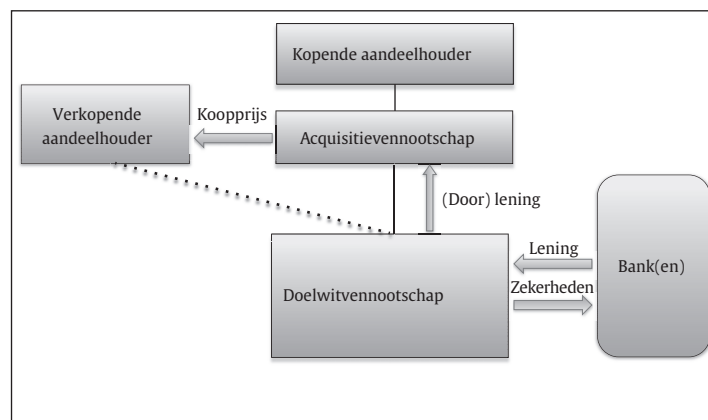
140 BGH 22 september 2003, II ZR 229/02 en hierover kritisch Karsten 2004, p. 128.

geleden schade te vergoeden, in het geval zij hun zorgplicht uit § 43 lid 1 GmbHG hebben geschonden.¹⁴¹

11.9 Kapitaalbescherming en LBO's

11.9.1 LBO-structuren in Duitsland

De Duitse kapitaalregels werpen drempels op aan de vrijheid van aandeelhouders om vermogen aan de vennootschap te onttrekken, ook als een onttrekking plaatsvindt in het kader van een acquisitiefinanciering, zoals een *leveraged buyout* (LBO). In hoofdstuk 2 kwam reeds aan bod dat LBO's op verschillende manieren gestructureerd kunnen worden. Zo wordt in Duitsland regelmatig gebruik gemaakt van de doorleen-structuur of zogenaamde *debt-push-down*. In dat geval trekt het doelwit zelf de voor zijn overname benodigde middelen aan bij de bank en vestigt hij in dat kader zekerheden op zijn activa. De verworven middelen leent het doelwit vervolgens uit aan de acquisitieveennootschap die daarmee de koopprijs voor de aandelen voldoet (zie figuur 1).

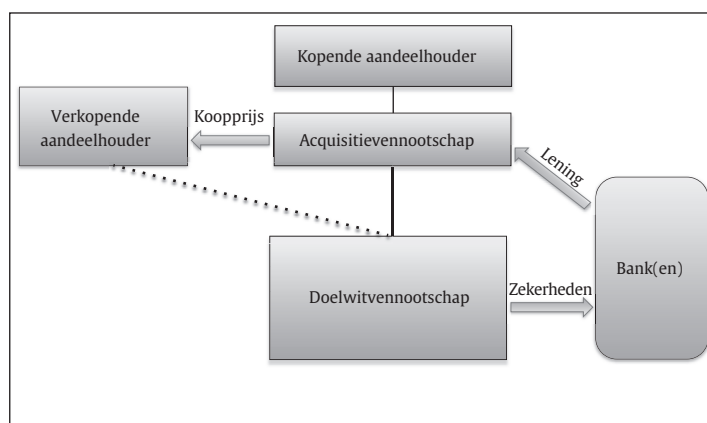


Figuur 1 – Upstream loan

Het Duitse GmbH-recht heeft nimmer een verbod op financiële steunverlening gekend, zoals dat tot 1 oktober 2012 in Nederland voor de BV was neergelegd in art. 2:207c BW. Hierdoor is in Duitsland al lange tijd een LBO-structuur mogelijk die in Nederland pas sinds de afschaffing van het steunverbod is toegestaan. Deze

¹⁴¹ § 31 lid 6 bepaalt: “Für die in den Fällen des Absatzes 3 geleistete Erstattung einer Zahlung sind den Gesellschaftern die Geschäftsführer, welchen in betreff der geleisteten Zahlung ein Verschulden zur Last fällt, solidarisch zum Ersatz verpflichtet. Die Bestimmungen in § 43 Abs. 1 und 4 finden entsprechende Anwendung.”

structuur bestaat eruit dat de acquisitievennootschap geld leent bij de bank en de doelwitvennootschap ten behoeve van de bank zekerheden vestigt op haar activa. Er wordt in dit geval gesproken van *upstream securities*, nu door het vestigen van zekerheden feitelijk waarde wordt overgeheveld van het doelwit naar de acquisitievennootschap.¹⁴² Met het van de bank geleende geld voldoet de acquisitievennootschap vervolgens de koopprijs voor de aandelen aan de verkopende aandeelhouders (zie figuur 2).



Figuur 2 – Upstream securities

Hoewel vanzelfsprekend andere LBO-structuren mogelijk zijn, zal hierna worden ingegaan op de toepasselijkheid van de in § 30 GmbHG vervatte uitkeringsregeling op de twee hier genoemde varianten.

11.9.2 Toelaatbaarheid van upstream loans

Bij LBO-figuur 1 is de vermogensonttrekking gelegen in de kredietverstrekking van de doelwitvennootschap aan de acquisitievennootschap. Zoals hiervoor is uiteengezet, kwalificeert een lening van een vennootschap aan haar aandeelhouder als uitkering in de zin van § 30 GmbHG, indien de vennootschap daarvoor geen volwaardige vordering krijgt.¹⁴³ De Duitse wetgever heeft bij de herziening van het GmbH-recht overwogen dat leningen van een overnamedoelwit aan een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap in de regel niet tot een volwaardige vordering zullen leiden.

“Die Vollwertigkeit der Rückzahlungsforderung ist eine nicht geringe Schutzschwelle. Ist der Gesellschafter z.B. eine mit geringen Mitteln ausgestattete Erwerbsgesellschaft

¹⁴² De doelwitvennootschap neemt hierdoor immers het terugbetalingsrisico van de acquisitievennootschap voor haar rekening. Zie Söhner 2011, p. 2086 en uitgebreid Waitz 2009, p. 159-168.

¹⁴³ Zie par. 11.5.3.2.

*oder ist die Durchsetzbarkeit der Forderung aus anderen Gründen absehbar in Frage gestellt, dürfte die Vollwertigkeit regelmäßig zu verneinen sein.*¹⁴⁴ (Onderstr. JB)

Nu de aandelen in het doelwit doorgaans de enige activa op de balans van de acquisitievennootschap zijn, is de acquisitievennootschap voor terugbetaling van de lening volledig afhankelijk van de dividenden die het doelwit aan haar zal uitkeren; met andere woorden, de financiële prestaties van het doelwit zelf bepalen of de acquisitievennootschap in staat zal zijn om de rente- en aflossingsverplichtingen van de lening te voldoen.¹⁴⁵ Met de lening wordt dus vooruit gelopen op de door het doelwit in de toekomst uit te keren dividenden.

Vetter heeft in vergelijkbare zin opgemerkt: *“Soweit die Anteile an der GmbH selbst den wesentlichen Vermögensgegenstand des Gesellschafters bilden oder Gewinnausschüttungen der GmbH die wesentliche Einnahmequelle des Gesellschafters bilden (dies ist bei Leveraged Buy-outs regelmäßig der Fall), hängt die Vollwertigkeit des Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruchs maßgeblich von der wirtschaftlichen Lage der GmbH selbst ab.”*¹⁴⁶

In de Duitse juridische literatuur wordt om deze reden algemeen aangenomen dat een doelwitvennootschap voor het door haar aan een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap verstrekte krediet doorgaans geen volwaardige vordering krijgt.¹⁴⁷ Slechts indien de acquisitievennootschap over een eigen vermogen beschikt van een significante omvang, kan dit anders zijn.¹⁴⁸ Hieruit volgt dat het doelwit slechts leningen aan de acquisitievennootschap mag verstrekken voor zover zij over vrije reserves beschikt in de zin van § 30 GmbHG.

11.9.3 Toelaatbaarheid van upstream securities

Als gekozen wordt voor LBO-figuur 2, wordt de financiële positie van het doelwit aangetast doordat zij zekerheden verstrekt aan de bank voor een schuld die niet haar, maar de acquisitievennootschap aangaat. In par. 11.5.3.3 is reeds besproken dat het verstrekken van zekerheden aan derden ten behoeve van een schuld van een

¹⁴⁴ Toelichting *Gesetzentwurf*, p. 41.

¹⁴⁵ Söhner geeft aan dat hierin een belangrijk verschil gelegen is tussen *upstream* kredietverstrekking in het kader van een LBO en in het kader van *cash-pooling*. In het laatste geval is doorgaans de mogelijkheid tot terugbetaling niet afhankelijk van de prestaties van de kredietverstrekken vennootschap zelf (Söhner 2011, p. 2087).

¹⁴⁶ Vetter 2009, p. 123.

¹⁴⁷ Zie voor een overzicht van de literatuur Söhner 2011, p. 2087, voetnoot 22.

¹⁴⁸ Käßlinger stelt dat de acquisitievennootschap doorgaans wordt uitgerust met een minimaal kapitaal, maar dat haar aandeelhouders soms niettemin een omvangrijk eigen vermogen bijeenbrengen (bijvoorbeeld door storting van agio). In dat geval beschikt de acquisitievennootschap over een *‘Wertpuffer’* en kan wel degelijk sprake zijn van een volwaardige vordering (Käßlinger 2010, p. 1413).

aandeelhouder wordt aangemerkt als een uitkering en daarom (op het moment van zekerheidsverstrekking) getoetst dient te worden aan § 30 GmbHG, als de latente regresvordering die de vennootschap op haar aandeelhouder vanwege de zekerheidsverstrekking krijgt, niet als volwaardig kan worden aangemerkt. Nu de acquisitievennootschap over geen ander vermogen beschikt dan de aandelen in het doelwit, zal de regresvordering van de doelwitvennootschap bij een LBO doorgaans niet volwaardig zijn.

Tillmann heeft dienaangaande opgemerkt: *“Das Akquisitionsvehikel ist allerdings ein bloße Hülle, die außer den Anteilen an der operierenden Gesellschaft keine Vermögensgegenstände besitzt. Für die Bewertung des Rückgriffsanspruchs der operierenden Gesellschaft gegen das Akquisitionsvehikel, spricht die Bewertung der Bonität des Akquisitionsvehikels, dürften aber kaum dessen Anteile an der operierenden Gesellschaft berücksichtigt werden. Dies würde wirtschaftlich auf einen Rückgriff der operierenden Gesellschaft auf ihre eigenen Vermögenswerte hinauslaufen. Der Rückgriffsanspruch gegen das Akquisitionsvehikel dürfte somit wertlos sein.”*¹⁴⁹

Hieruit volgt dat het doelwit van een LBO slechts zekerheden kan verstrekken aan de bank voor het door de acquisitievennootschap aangetrokken krediet, voor zover het doelwit op grond van § 30 GmbHG over uitkeerbare reserves beschikt. Kort en goed kan worden geconcludeerd dat onder het huidige GmbH-recht een vennootschap haar eigen overname in de regel slechts mag financieren voor zover zij beschikt over vrij uitkeerbare reserves in de zin van § 30 GmbHG, ongeacht de wijze waarop de acquisitiefinanciering gestructureerd wordt.¹⁵⁰

11.9.4 Aansprakelijkheid van bestuurders vanwege een LBO

De bestuurders van het doelwit van een LBO kunnen jegens de doelwitvennootschap aansprakelijk zijn vanwege hun medewerking aan de LBO.¹⁵¹ Deze aansprakelijkheid kan zijn grondslag vinden in § 43 GmbHG voor zover de LBO de solvabiliteit van de onderneming in die mate heeft uitgehold dat het eigen vermogen onder de grens van het nominale kapitaal zakt.¹⁵² Tevens bestaat de mogelijkheid dat de bestuurders worden aangesproken op grond van § 64(3) GmbHG, als de betalingen die in het kader van de LBO aan de aandeelhouders zijn geschied, hebben geleid tot *Zahlungsunfähigkeit*.¹⁵³

¹⁴⁹ Tillmann 2008, p. 404.

¹⁵⁰ Dit ligt slechts anders indien er *upstream loans* worden verstrekt aan een kredietwaardige aandeelhouder. In dat geval is er sprake van een volwaardige vordering van de vennootschap uit hoofde van de kredietverstrekking en kwalificeert de lening niet als uitkering. De grens van § 30 GmbHG is dan niet van toepassing.

¹⁵¹ Zie hierover Seibt 2007, p. 310.

¹⁵² Zie par. 11.6.

¹⁵³ Zie par. 11.7.

11.9.5 Restitutieverplichting aandeelhouders bij een LBO

Indien komt vast te staan dat in het kader van een LBO een uitkering, *upstream loan* of *upstream security* in strijd met § 30 GmbHG is geschied, dient de vraag zich aan wie tot terugbetaling van de onttrokken middelen kan worden aangesproken: de nieuwe aandeelhouder (de acquisitievennootschap), de oude aandeelhouder (die zijn aandelen in het kader van de LBO heeft vervreemd) of wellicht beiden?

In het kader van een LBO wordt het vermogen aan de doelwitvennootschap in de regel onttrokken door de acquisitievennootschap, doordat ná de aandelenoverdracht dividend wordt uitgekeerd, *upstream loans* worden verstrekt of zekerheden worden gevestigd ten behoeve van de door de acquisitievennootschap aangetrokken financiering. Voor zover deze onttrekkingen niet toelaatbaar waren ex § 30 GmbHG, kan de acquisitievennootschap tot terugbetaling worden aangesproken op grond van § 31 GmbHG. Zoals reeds eerder werd opgemerkt in het Amerikaanse deel van dit onderzoek, schiet de doelwitvennootschap daarmee doorgaans weinig op, nu de acquisitievennootschap niet tot terugbetaling in staat zal zijn. Zij houdt immers uitsluitend de aandelen in het doelwit.¹⁵⁴

De aandeelhouder die in het kader van de LBO zijn aandelen heeft vervreemd, kan in beginsel niet worden gehouden tot restitutie van de door hem ontvangen middelen als de vermogensoverheveling in strijd met § 30 GmbHG is geschied. De terugbetalingsverplichting rust op de acquisitievennootschap en niet op de verkopende aandeelhouder, nu laatstgenoemde de onttrokken middelen slechts indirect van het doelwit heeft ontvangen als koopprijs voor de door hem verkochte aandelen, zo is communis opinio in de Duitse juridische literatuur.¹⁵⁵

Uit de rechtspraak van het BGH blijkt niettemin dat de verkopende aandeelhouder mogelijk toch geconfronteerd kan worden met een terugbetalingsverplichting indien de ongeoorloofde vermogensonttrekking uitdrukkelijk is overeengekomen tussen de koper en de verkoper van de aandelen.¹⁵⁶ In 2007 diende het BGH te oordelen over een overname waarbij de koper en de verkoper waren overeengekomen dat de doelwitvennootschap bepaalde vermogensbestanddelen overdroeg aan de verkoper als zekerheid voor de betaling van de koopprijs. Nu de koper de verplichting tot betaling van de koopprijs niet was nagekomen, was de verkoper overgegaan tot uitwinning van de zekerheden. Volgens het BGH konden in dat geval zowel de koper als de verkoper van de aandelen op grond van § 30 GmbHG door de vennootschap worden aangesproken om de onttrokken middelen te restitueren. Koper en verkoper waren hoofdelijk verbonden voor de

¹⁵⁴ Zo ook: Link 2007, p. 1398.

¹⁵⁵ Link 2007, p. 1400.

¹⁵⁶ BGH 18 juni 2007, II ZR 86/06.

terugbetalingsverplichting; voor zover slechts één van hen voor het gehele bedrag zou worden aangesproken, kon deze regres nemen op de ander.

Het is in het licht van deze uitspraak denkbaar dat in het kader van een LBO de vermogensoverheveling van het doelwit naar de acquisitievennootschap aanleiding geeft tot een terugbetalingsverplichting van de verkoper, ook al was deze ten tijde van de onttrekking niet langer aandeelhouder van de vennootschap. In de juridische literatuur is deze redenering overwegend met instemming begroet, maar wordt wél benadrukt dat de restitutieplichting van de verkoper alleen dan gerechtvaardigd is als deze op de hoogte was, of had moeten zijn, van het gegeven dat de door hem ontvangen koopprijs ten laste van het gebonden kapitaal van de doelwitvennootschap werd gebracht.¹⁵⁷

11.10 Conclusie

Het Duitse recht inzake het kapitaal en uitkeringen bij de GmbH heeft in 2008 een duidelijker profiel gekregen. De Duitse regeling gaat primair uit van een balans-technische benadering, waarbij het door de aandeelhouders bijeen gebrachte *Stammkapital* niet mag worden uitgekeerd. Daarbij valt op dat het begrip uitkering ziet op een veelheid aan transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders die erin resulteren dat het eigen vermogen van de GmbH wordt onttrokken door de aandeelhouders. Ongeoorloofde uitkeringen kunnen worden teruggevorderd van de aandeelhouders; daarbij is niet relevant of de aandeelhouders op de hoogte waren van het ongeoorloofde karakter van de onttrekking. Tevens kunnen dergelijke uitkeringen leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders. Naast deze bescherming van de solvabiliteit van de vennootschap, voorziet het *GmbH-Gesetz* in een aansprakelijkheid van bestuurders als deze namens de vennootschap betalingen aan aandeelhouders verrichtten die ertoe leiden dat de vennootschap niet langer zal kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden. Hierdoor is sinds 2008 de facto sprake van een op Angelsaksische leest geschoeide *Solvenztest* bij uitkeringen aan aandeelhouders.

¹⁵⁷ Link 2007, p. 1399.

HOOFDSTUK 12

VERMOGENSONTTREKKING & INSOLVENZANFECHTUNG

12.1 Inleiding

In dit hoofdstuk vindt een analyse plaats van de mate waarin de *Insolvenzanfechtung* – het Duitse equivalent van het Amerikaanse *fraudulent transfer law* en de Nederlandse faillissementspauliana – de financieringsvrijheid van aandeelhouders begrenst. Er wordt bezien in hoeverre de aandeelhouder geconfronteerd kan worden met een op de *Insolvenzordnung* gebaseerde restitutieverplichting ter zake van door hem ontvangen formele uitkeringen of verdeckte vermogensonttrekkingen. Eerst zal kort worden uiteengezet welke vernietigingsgronden de *Insolvenzordnung* curatoren biedt en aan welke vereisten dient te zijn voldaan voor een succesvol beroep op de verschillende aantastingsgronden. Daarna wordt ingegaan op de toepasselijkheid van de *Schenkungsanfechtung* en de *Vorsatzanfechtung* op vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. Tot slot wordt bezien op welke wijze de *Insolvenzanfechtung* toegepast moet worden op vermogensonttrekkingen die plaatsvinden in het kader van een *leveraged buyout*.

12.2 Insolvenzanfechtung

12.2.1 Het systeem van § 129 – 136 InsO

Net als de Nederlandse faillissementswet, biedt de Duitse *Insolvenzordnung* de curator in faillissement de mogelijkheid om handelingen die de vennootschap voor faillissement heeft verricht, ongedaan te maken. Als een curator met succes een handeling met behulp van de *Insolvenzanfechtung* heeft aangetast, dient ingevolge § 143 InsO hetgeen op grond van de vernietigde handeling uit het vermogen van de schuldenaar is gevloeid, aan de boedel gerestitueerd te worden.¹ In § 129 InsO wordt een aantal basisvereisten gesteld waaraan voldaan moet zijn om een handeling te kunnen vernietigen op grond van de *Insolvenzanfechtung*: er dient sprake te zijn

¹ Hoewel strikt genomen geen sprake is van ‘vernietiging’ in de zin van de Nederlandse dogmatiek, zal in het hiernavolgende toch deze term worden gehanteerd voor de aantasting van handelingen op grond van de *Insolvenzanfechtung*.

geweest van een handeling waardoor de crediteuren zijn benadeeld.² Deze benadeling kan verschillende vormen hebben: zowel handelingen die leiden tot een afname van het eigen vermogen van de schuldenaar, als handelingen die voor de schuldenaar zelf vermogensneutraal zijn, maar bepaalde schuldeisers bevoordelen ten koste van andere crediteuren (en dus strijdig zijn met de *paritas creditorum*), komen voor vernietiging in aanmerking. Hieruit volgt dat de *Insolvenzanfechtung* zowel van toepassing kan zijn op uitkeringen aan aandeelhouders (die immers leiden tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap) als op rente- en aflossingsbetalingen op door aandeelhouders verstrekte leningen (die immers voor de vennootschap vermogensneutraal zijn). Vergelijkbaar met het in Amerika gehanteerde onderscheid tussen *fraudulent transfers* en *preferences*,³ biedt de Duitse *Insolvenzanfechtung* verschillende vernietigingsmogelijkheden voor deze diverse vormen van benadeling.

In § 130 tot § 136 InsO zijn de verschillende aantastingsmogelijkheden verder uitgewerkt. In § 130 en § 131 InsO zijn kort gezegd de vernietigingsgronden neergelegd voor handelingen in strijd met de *paritas creditorum*. Als bijvoorbeeld de schuldenaar vlak voor faillissement een reeds bestaande schuld voldoet, resteert hierdoor minder voor verhaal vatbaar vermogen voor de overige crediteuren, zonder dat het eigen vermogen van de schuldenaar door het betalen van de reeds bestaande schuld is afgenomen. In het kader van dit onderzoek zijn de aantastingsmogelijkheden van dergelijke voorkeursbehandelingen weinig relevant. Nu § 135 InsO voorziet in een bijzondere, veel verdergaande aantastingsmogelijkheid van betalingen op leningen verstrekt door aandeelhouders,⁴ spelen § 130 en § 131 InsO in de verhouding vennootschap-aandeelhouder geen noemenswaardige rol.⁵

In § 132 is vervolgens een aantastingsmogelijkheid neergelegd van handelingen die onmiddellijk tot benadeling van crediteuren hebben geleid; deze bepaling heeft derhalve tevens betrekking op handelingen die het eigen vermogen van de schuldenaar aantasten. Niettemin zal hierna ook deze bepaling buiten beschouwing worden gelaten, nu daarin slechts de mogelijkheid wordt geboden om handelingen aan te tasten die de schuldenaar heeft verricht in de periode tot en met drie maanden voor de faillissementsaanvraag. Nu in deze periode de vennootschap zelden nog over vrije reserves beschikt, kunnen uitkeringen aan aandeelhouders in deze periode reeds worden teruggevorderd op grond van § 31 GmbHG.⁶

2 Het Duitse begrip '*Rechtshandlung*' heeft een ruimere betekenis dan het Nederlandse begrip 'rechtshandeling'. Hierna zal daarom worden gesproken over handelingen. Overigens wordt in § 129(2) InsO een nalaten (*Unterlassung*) met het verrichten van een *Rechtshandlung* gelijk gesteld.

3 Zie over dit onderscheid in Amerika par. 8.9.

4 Op § 135 InsO wordt nader ingegaan in hoofdstuk 14 inzake de behandeling van (betalingen op) aandeelhoudersleningen in faillissement.

5 Zo ook Grigoleit 2006, p. 157.

6 Grigoleit 2006, p. 159.

Voor het onderhavige onderzoek zijn de drie resterende vernietigingsmogelijkheden van belang; de vernietiging van handelingen waarmee de schuldenaar zijn crediteuren opzettelijk benadeelt (§ 133 InsO), de vernietiging van handelingen waarvoor de schuldenaar geen tegenprestatie krijgt (§ 134 InsO) en de vernietiging van betalingen op door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen (§ 135 InsO). Op laatstgenoemde regeling zal in hoofdstuk 14 nader worden ingegaan; in dit hoofdstuk staan de eerste twee vernietigingsgronden centraal.⁷

12.2.2 *Vorsatzanfechtung*

§ 133 InsO voorziet in een aantastingsmogelijkheid van handelingen waarmee de schuldenaar opzettelijk zijn crediteuren heeft benadeeld. Ingevolge deze bepaling kan de curator alle handelingen vernietigen die de schuldenaar in de periode tot tien jaar voor de faillissementsaanvraag heeft verricht, als de schuldenaar daarmee opzettelijk zijn schuldeisers heeft benadeeld en de wederpartij op de hoogte was van het benadelingsoogmerk van de schuldenaar. De kennis van de wederpartij wordt daarbij vermoed aanwezig te zijn geweest, als deze wist dat *Zahlungsunfähigkeit* bij de schuldenaar dreigde en de handeling benadelend zou zijn voor de crediteuren.⁸ Hoewel de grondslag voor aantasting van de handeling primair gelegen is in de benadelingsopzet van de schuldenaar, is de wetenschap van de wederpartij hier van belang, nu de gevolgen van een succesvol beroep op de *Insolvenzanfechtung* voor zijn rekening komen.

In het (vrij moeilijk leesbare) tweede lid van § 133 InsO is een tweede bewijsvermoeden neergelegd voor het geval dat de handeling is verricht met een aan de schuldenaar verbonden partij. Als de schuldenaar een kapitaalvennootschap is, kwalificeren ingevolge § 138 InsO haar bestuurders, commissarissen en aandeelhouders die meer dan een kwart van het nominale kapitaal van de vennootschap verschaffen, als verbonden partijen. Handelingen die in de periode tot twee jaar voor de faillissementsaanvraag zijn verricht met verbonden partijen en die tot directe benadeling van crediteuren hebben geleid, kunnen in beginsel worden aangetast zonder dat de curator hoeft te bewijzen dat de schuldenaar opzettelijk zijn

⁷ Zie voor een diepgaande Nederlandse analyse van alle aantastbare handelingen, De Weijts 2010a, p. 53 e.v.

⁸ § 133 InsO luidt: “(1) *Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, die der Schuldner in den letzten zehn Jahren vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach diesem Antrag mit dem Vorsatz, seine Gläubiger zu benachteiligen, vorgenommen hat, wenn der andere Teil zur Zeit der Handlung den Vorsatz des Schuldners kannte. Diese Kenntnis wird vermutet, wenn der andere Teil wußte, daß die Zahlungsunfähigkeit des Schuldners drohte und daß die Handlung die Gläubiger benachteiligte.*”

crediteuren benadeelde en de wederpartij dat wist.⁹ De aangesproken wederpartij zal in dat geval moeten bewijzen dat de schuldenaar geen opzet had of dat hijzelf geen wetenschap had van de opzet van de schuldenaar.

Anders dan in het Amerikaanse *fraudulent transfer law*, zijn in de Duitse rechtspraak inzake § 133 InsO geen *badges of fraud* ontwikkeld.¹⁰ Behoudens het bewijsvermoeden in lid 2, kan de benadelingsopzet van de schuldenaar niet worden afgeleid uit bepaalde objectieve feiten.¹¹ Van opzet is sprake indien de schuldenaar de benadeling van zijn crediteuren heeft gewild, maar ook indien hij de (benadelende) gevolgen van zijn handeling onder ogen heeft gezien en op de koop toe heeft genomen (men spreekt dan van *Dolus eventualis*).¹² De benadeling van zijn schuldeisers hoeft kortom niet het (uitsluitende) doel van de handeling te zijn geweest. Werkt het bestuur van een vennootschap mee aan een vermogensonttrekking terwijl het weet dat betalingsproblemen dreigen of dat een bepaalde transactie daartoe aanleiding zal geven, dan wordt de vereiste opzet verondersteld aanwezig te zijn geweest.

12.2.3 Schenkungsanfechtung

In § 134 InsO is een bijzondere regeling neergelegd voor de aantasting van handelingen om niet (*unentgeltliche Leistungen*).¹³ Handelingen waarvoor de schuldenaar geen tegenprestatie krijgt, worden in het Duitse recht nauwelijks beschermd. Alle handelingen die de schuldenaar in de periode tot vier jaar voor de faillissementsaanvraag om niet heeft verricht, kunnen door de curator ongedaan worden gemaakt. Hiervoor is niet vereist dat de schuldenaar en de derde waarmee de handeling werd verricht op enigerlei wijze bekend waren (of behoorden te zijn) met het op handen zijnde faillissement van de schuldenaar of opzet van benadeling hadden.¹⁴ § 134 InsO stelt uitsluitend als subjectief vereiste dat de schuldenaar en de

9 Lid 2 van § 133 InsO bepaalt: “Anfechtbar ist ein vom Schuldner mit einer nahestehenden Person (§ 138) geschlossener entgeltlicher Vertrag, durch den die Insolvenzgläubiger unmittelbar benachteiligt werden. Die Anfechtung ist ausgeschlossen, wenn der Vertrag früher als zwei Jahre vor dem Eröffnungsantrag geschlossen worden ist oder wenn dem anderen Teil zur Zeit des Vertragsschlusses ein Vorsatz des Schuldners, die Gläubiger zu benachteiligen, nicht bekannt war.” Lid 2 spreekt van *Vertrag* in plaats van *Rechtshandlung*, maar dit begrip wordt ruim uitgelegd (Haas 2006b, p. 1379).

10 Zie hierover par. 6.2.1.

11 Zie Wagner 2006, p. 221.

12 “Benachteiligungsvorsatz liegt vor, wenn der Schuldner bei Vornahme der Rechtshandlung die Benachteiligung der Gläubiger gewollt oder sie jedenfalls als mutmaßliche Folge seines Handelns erkannt und gebilligt hat, sei es auch als sogar unerwünschte Nebenfolge eines anderen erstrebten Vorteils.” (Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 133, nr. 13).

13 § 134 InsO bepaalt: “(1) Anfechtbar ist eine unentgeltliche Leistung des Schuldners, es sei denn, sie ist früher als vier Jahre vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorgenommen worden. (2) Richtet sich die Leistung auf ein gebräuchliches Gelegenheitsgeschenk geringen Werts, so ist sie nicht anfechtbar.”

14 Zie Henckel 2008, p. 330.

wederpartij op de hoogte waren van het feit dat de handeling om niet geschiedde.¹⁵ De gedachte die aan de regeling ten grondslag ligt, is dat de vrijgevigheid van de schuldenaar niet voor rekening van zijn crediteuren mag worden gebracht.¹⁶

Het BGH heeft ten aanzien van de achterliggende ratio van de regeling overwogen: “Die ‘Schenkungsanfechtung’ [...] bezweckt nicht die Durchsetzung des Prinzips der gleichen Behandlung aller Gläubiger, sondern will aus Billigkeitsgründen dem Konkursverwalter die Möglichkeit geben, freigebige Zuwendungen, die der Gemeinschuldner [...] gemacht hat, zugunsten der Konkursgläubiger rückgängig zu machen. Das Gesetz geht davon aus, daß die Empfänger solche Zuwendungen billigerweise nicht auf Kosten der Allgemeinheit der Gläubiger behalten sollen.”¹⁷

In § 134 InsO wordt – anders dan in § 133 InsO – niet gesproken van *Rechtshandlungen*, maar van *Leistungen*. Nu ook het begrip *Leistung* ruim wordt geïnterpreteerd, bestaan tussen beide begrippen geen wezenlijke verschillen. Handelingen om niet kunnen zich in vele gedaanten voordoen. Niet alleen de schenking kwalificeert als zodanig, maar bijvoorbeeld ook het (zonder dat daartoe een verplichting bestaat) voldoen van een schuld van een ander of het vestigen van zekerheden ten behoeve van een schuld van een ander.¹⁸ Om te kunnen spreken van een *unentgeltliche Leistung* is niet altijd een daadwerkelijke handeling vereist; zo kwalificeren ook het niet opeisen van een vordering of het laten verlopen van een verjaringstermijn als zodanig. De regeling neemt niet een door de schuldenaar verrichte betaling tot uitgangspunt; onderscheidend is of door de opstelling van de schuldenaar een derde is begunstigd.¹⁹ Ontvangers van schenkingen en andere handelingen om niet dienen onder het Duitse recht er daarom rekening mee te houden dat zij nog vier jaar lang tot restitutie kunnen worden aangesproken. De regeling staat aan kritiek bloot, nu zij op gespannen voet zou staan met het uitgangspunt van de partijautonomie.²⁰

¹⁵ Henckel 2008, p. 340.

¹⁶ Haas overweegt: “§ 134 InsO will verhindern, dass der Schuldner in zeitlicher Nähe zur Insolvenz auf Kosten seiner Gläubiger ‘freizügig’ ist.” (Haas 2006b, p. 1394).

¹⁷ BGH 15 maart 1972, VIII ZR 159/70.

¹⁸ Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 134, nr. 18B.

¹⁹ Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 134, nr. 6. Henckel overweegt dienaangaande: “Es kommt deshalb nicht darauf an, ob die Leistung selbst eine unentgeltliche Rechtshandlung ist, sondern ob sie auf eine unentgeltliche Causa bezogen werden kann.” (Henckel 2008, p. 332).

²⁰ Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 134, nr. 2.

12.3 Vermogensonttrekking door aandeelhouders en de Insolvenzanfechtung

12.3.1 Insolvenzanfechtung en uitkeringsregels: functionele equivalenten

De *Insolvenzanfechtung* beoogt dus te voorkomen dat vermogensverschuivingen ten onrechte resulteren in de benadeling van crediteuren; dit is nagenoeg gelijk aan het doel van de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregels. Deze functionele samenhang van het insolventierecht met het vennootschapsrecht wordt in Duitsland slechts door een beperkt aantal auteurs uitdrukkelijk onderkend. Terwijl in de Verenigde Staten de bescherming van de vennootschapscrediteuren primair wordt geboden door het insolventierechtelijke *fraudulent transfer law*,²¹ vormt het vennootschapsrechtelijke systeem van kapitaalbescherming nog steeds de hoeksteen van de Duitse crediteurenbescherming.²² In de vele *Kommentaren* op het *GmbH-Gesetz* wordt bijvoorbeeld nimmer gewezen op de mogelijke samenloop van § 31 GmbHG met de *Insolvenzanfechtung*.²³ Volgens sommige juridische auteurs is dit opmerkelijk, nu de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregeling zich steeds meer heeft ontwikkeld tot een functioneel equivalent van de *Insolvenzanfechtung*. Beide regelingen beogen de voorrangpositie van de crediteuren ten aanzien van het vennootschapsvermogen te waarborgen.

Haas merkt dienaangaande op: “*Der Normzweck der Kapitalerhaltungsvorschriften hat sich im Laufe der Zeit zunehmend dem des Anfechtungsrechts angepasst. [...] Wenn [...] im eröffneten Insolvenzverfahren die Fremdkapitalgeber vor den Eigenkapitalgebern rangieren, dann muss verhindert werden, dass die Gesellschafter diese Wertung durch ‘freigiebige Vermögensverlagerungen’ im Vorfeld des Insolvenzverfahrens unterlaufen. Eben dieses Ziel liegt aber auch [...] entsprechenden Anfechtungstatbeständen [...] zugrunde.*”²⁴

Een beperkt aantal juridische auteurs heeft betoogd dat de *Insolvenzanfechtung* niet of slechts in een zeer beperkt aantal gevallen van toepassing is op uitkeringen aan aandeelhouders. Zo hebben Grigoleit en Eidenmüller de stelling betrokken dat het vennootschapsrecht voorrang heeft op het insolventierecht.²⁵ Haas en Thole menen echter dat er geen duidelijke argumenten zijn voor een primaat van het vennootschapsrecht.²⁶ Samenloop van de *Insolvenzanfechtung* met vennootschapsrechtelijke bepalingen komt immers ook voor op andere punten; zo bestaat er geen discussie over dat met behulp van de *Insolvenzanfechtung* aandeelhoudersbesluiten

21 Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 6.

22 Eidenmüller 2006, p. 499.

23 Zo merkt Haas op (Haas 2006a, p. 482).

24 Haas 2006a, p. 482.

25 Grigoleit 2006, p. 154 en Eidenmüller 2006, p. 500 (zie de volgende paragraaf).

26 Haas 2006a, p. 482 en Thole 2010, p. 611.

(bijvoorbeeld inzake de jaarlijkse winstvaststelling) aangetast kunnen worden.²⁷ De *Insolvenzanfechtung* zou de in § 30 en 31 GmbHG vervatte uitkeringsregeling aanvullen door de curator een mogelijkheid te bieden onder bepaalde omstandigheden uitkeringen die weliswaar geschieden uit vrije reserves, maar niettemin crediteuren benadeelden, ongedaan te maken.²⁸

12.3.2 Vermogensonttrekking door aandeelhouders en de *Schenkungsanfechtung*

12.3.2.1 Is een uitkering een handeling om niet?

Er bestaat geen communis opinio over de wijze waarop formele uitkeringen aan aandeelhouders en verdeckte vermogensonttrekkingen door aandeelhouders dienen te worden ingepast in het doorwrochte systeem van de *Insolvenzanfechtung*. Opmerkelijk genoeg ontbreekt (gepubliceerde) rechtspraak ter zake. Een van de belangrijkste vragen is of een uitkering aan een aandeelhouder (in de zin van § 30 GmbHG) kwalificeert als een *unentgeltliche Leistung*.²⁹ Een positief luidend antwoord op deze vraag zou tot de vergaande consequentie leiden dat alle uitkeringen aan aandeelhouders die in de periode tot vier jaar voor de faillissementsaanvraag plaatsvonden, in faillissement door de curator op grond van § 134 InsO kunnen worden teruggevorderd, zonder dat daarvoor vereist is dat (het bestuur van) de vennootschap of de aandeelhouders die de uitkering ontvingen, ten tijde van de uitkering wisten of behoorden te weten dat het faillissement van de vennootschap op handen was.

Niettemin is de toepasselijkheid van de *Schenkungsanfechtung* op uitkeringen aan aandeelhouders tot 2006 in de juridische literatuur geheel onbehandeld gebleven. Mogelijk kan de reden daarvoor worden gevonden in het relatieve belang van deze vraag vóór de herziening van de Duitse insolventieregeling in 1999. Tot die herziening was aantasting van een handeling om niet slechts mogelijk indien deze plaatsvond binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag.³⁰ Doorgaans beschikt een vennootschap in het jaar voor haar faillissement niet over vrije reserves omdat haar eigen vermogen reeds onder het bedrag van het nominale kapitaal is gedaald. Eventuele uitkeringen aan aandeelhouders kunnen in dat geval worden teruggevorderd op grond van § 30 GmbHG; daar voegde de *Schenkungsanfechtung* weinig aan toe. Sinds de werkingsperiode van de *Schenkungsanfechtung* is verlengd naar maar liefst vier jaar voor faillissement, heeft de regeling aanzienlijk aan betekenis gewonnen.

²⁷ Haas 2006a, p. 483.

²⁸ Haas 2006b, p. 1376.

²⁹ Zie Thole 2010, p. 613, Keller 2010, p. 181, voetnoot 19, Eidenmüller 2007, Haas 2006a, Haas 2006b, Eidenmüller 2006 en Grigoleit 2006, p. 163.

³⁰ Zie § 32 *Konkursordnung*.

12.3.2.2 Grigoleit: vennootschapsrechtelijk toelaatbare uitkeringen niet aantastbaar met § 134 InsO

In zijn *Habilitationsschrift* van 2006 wijdt Grigoleit voor het eerst een heel hoofdstuk aan de samenloop van de *Insolvenzanfechtung* met § 30 GmbHG, en in het bijzonder aan de vraag onder welke voorwaarden een uitkering voor vernietiging in aanmerking dient te komen op grond van § 134 InsO.³¹ Grigoleit betoogt dat een uitkering aan een aandeelhouder louter kwalificeert als een handeling om niet (*unentgeltliche Leistung*), als deze ten laste van het gebonden vermogen wordt gebracht. Zo lang een vermogensonttrekking door een aandeelhouder ten laste komt van het vrij uitkeerbare vermogen in de zin van § 30 GmbHG, is zijns inziens geen sprake van een handeling om niet. Volgens Grigoleit dient in dat geval te worden aangenomen dat de aandeelhouder een tegenprestatie (*Gegenleistung*) voor de uitkering heeft verricht, hoewel daarvan in directe zin evident geen sprake is: de uitkering leidt immers tot een zuivere vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap. De tegenprestatie van de aandeelhouder zou niettemin gelegen zijn in de toevoer van kapitaal, de bereidheid om het met de kapitaalverschaffing verbonden risico te dragen en de persoonlijke betrokkenheid van de aandeelhouder bij de door de vennootschap gedreven onderneming.³² Toepassing van de *Schenkungsanfechtung* op uitkeringen aan aandeelhouders die volgens de vennootschapsrechtelijke kapitaalregels zijn toegestaan, zou zijns inziens indruisen tegen de aan § 134 InsO ten grondslag liggende gedachte. De *Schenkungsanfechtung* is gegrond op de algemene privaatrechtelijke notie dat bij een belangenconflict handelingen die berusten op de vrijgevigheid van de schuldenaar minder bescherming verdienen dan andere handelingen. De aandeelhouder dankt de uitkering niet aan vrijgevigheid van de vennootschap en evenmin is sprake van een transactie waarvoor de aandeelhouder in het geheel geen offer heeft hoeven brengen. Ten slotte heeft de wetgever in het *GmbH-Gesetz* reeds voorzien in een regeling die ertoe strekt de crediteuren te beschermen; deze zou boven de *Insolvenzanfechtung* gaan. Grigoleit concludeert daarom dat uitkeringen aan aandeelhouders slechts als *unentgeltliche Leistungen* in de zin van § 134 InsO kunnen worden aangemerkt, voor zover zij geschieden in strijd met § 30 GmbHG. Omdat dergelijke uitkeringen reeds op grond van § 31 GmbHG kunnen worden teruggevorderd van de aandeelhouders, voegt de *Schenkungsanfechtung* zijns inziens niets toe aan de normering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders:

31 Grigoleit 2006, hoofdstuk 6.

32 “Der Gesellschafter erbringt [...] nämlich für die Berechtigung zur Gewinnabschöpfung eine Gegenleistung. Diese liegt in der Zurverfügungstellung des Kapitals, der Tragung des Kapitalrisikos und ggf. Auch in der persönlichen Mitwirkung des Gesellschafters im Geschäftsunternehmen.” (Grigoleit 2006, p. 165).

“Insgesamt erscheint es wertungswidersprüchlich und auch ökonomisch unvertretbar, dass gesetzlich zulässige Gewinnausschüttungen aus vielen Jahren florierender Unternehmenstätigkeit unter dem gesetzlichen Vorbehalt einer erheblichen späteren und möglicherweise unvorhersehbaren Krise stehen.”³³

12.3.2.3 Haas: ook verdeckte uitkeringen conform § 30 GmbHG niet aantastbaar met § 134 InsO

Ook Haas is van mening dat een uitkering aan een aandeelhouder die niet in strijd is met § 30 GmbHG, in beginsel kwalificeert als een handeling om baat. Volgens hem kan de tegenprestatie van de aandeelhouder gevonden worden in de lidmaatschapsverhouding tussen de vennootschap en de aandeelhouder (*die Mitgliedschaft*), hoewel hij daarbij niet concretiseert waaruit deze tegenprestatie precies bestaat.³⁴ Hij lijkt van mening te zijn dat de uitkering volgt uit de deelname van de aandeelhouder in het kapitaal van de vennootschap, nu die deelname ook verplichtingen voor de aandeelhouder meebrengt die tegenover een uitkering moeten worden gezet. Ook als sprake is van een verdeckte winstuitkering, dus wanneer zonder een formeel uitkeringsbesluit eigen vermogen wordt overgeheveld naar de aandeelhouder, is zijns inziens nog steeds sprake van een rechtshandeling om baat, nu een dergelijke vermogensoverheveling met oog op het aandeelhouderschap plaatsvindt.³⁵ Als het eigen vermogen van de vennootschap echter negatief is, of als de vennootschap ‘*Insolvenzreif*’ is, kan volgens Haas aan het aandeelhouderschap geen waarde meer worden toegekend, zodat uitkeringen aan aandeelhouders onder die omstandigheden wél kwalificeren als handelingen om niet in de zin van § 134 InsO.

12.3.2.4 Eidenmüller: vennootschapsrechtelijk toelaatbare uitkeringen niet aantastbaar met § 134 InsO

Volgens Eidenmüller gaat het te ver om de kapitaalstorting van de aandeelhouder aan te merken als tegenprestatie voor een uitkering.³⁶ Toch komt hij feitelijk tot dezelfde uitkomst als Grigoleit. Zijns inziens dient § 134 InsO te worden uitgelegd in het licht van de in artikel § 30 GmbHG vervatte kapitaalbescherming. Hieruit volgt volgens Eidenmüller dat uitkeringen die uit vrije reserves gefinancierd worden en ook niet anderszins in strijd met het vennootschapsrecht plaatsvinden, niet kunnen worden aangetast door inroeping van § 134 InsO.

³³ Grigoleit 2006, p. 166.

³⁴ Haas 2006b, p. 1379.

³⁵ Anders Uhlenbruck, Hirte en Vallender, die menen dat verdeckte uitkeringen wel kwalificeren als *unentgeltliche Leistungen*, nu daaraan geen winstrecht aan ten grondslag zou liggen (Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 134, nr. 22). Zo meent ook Thole (zie hierna).

³⁶ Eidenmüller 2007, p. 672.

Eidenmüller overweegt dienaangaande in 2006: “§ 134 InsO muß im Lichte des gesellschaftsrechtlichen Kapitalschutzes, bei einer deutschen GmbH also insbesondere im Lichte der §§ 30, 31 GmbHG, interpretiert werden. Ausschüttungen, die danach gesellschaftsrechtlich zulässig sind, können nicht insolvenzrechtlich eine Schenkungsanfechtung begründen. Ansonsten drohten erhebliche Wertungswidersprüche, und es ist nicht anzunehmen, daß der Gesetzgeber der Insolvenzordnung die maßgeblichen gesellschaftsrechtlichen Wertungen insolvenzrechtlich außer Kraft setzen wollte.”³⁷ In 2007 concludeert hij: “Ausschüttungen an Gesellschafter sind jedoch dann nicht als unentgeltlich zu qualifizieren wenn sie nach dem bereits Ausgeführten gesellschaftsrechtlich zulässig sind. Es gilt im Rahmen des § 134 InsO ein Primat des Gesellschaftsrechts. [...] Werden die gesellschaftsrechtlichen Kapitalschutzvorschriften nicht verletzt, liegen unentgeltliche Zuwendungen im Verhältnis Gesellschaft-Gesellschafter bzw. Gesellschaft-Bank schon aus diesem Grund nicht vor.”³⁸

12.3.2.5 Thole: uitkeringen wel aantastbaar met § 134 InsO

Thole plaatst vraagtekens bij het door Grigoleit, Haas en Eidenmüller gehanteerde verband tussen de vennootschapsrechtelijke geldigheid van een uitkering ex § 30 GmbHG en de kwalificatie van de uitkering als handeling om baat of om niet.³⁹ Hij wijst erop dat uit de rechtspraak blijkt dat er niet te lichtvaardig van mag worden uitgegaan dat tegenover een benadelende handeling een tegenprestatie stond. Van een handeling om baat is sprake indien op de vennootschap daadwerkelijk een verplichting rustte. In dat licht zou het niet voor de hand liggen om een grote groep transacties – te weten: vennootschapsrechtelijk toelaatbare vermogensonttrekkingen door aandeelhouders – per definitie als *entgeltlich* aan te merken.

Hoewel het zijns inziens niet onlogisch is om het aandeelhouderschap (*Mitgliedschaft*) als tegenprestatie voor de uitkering aan te merken, meent Thole dat dit daarvoor een te vaag begrip is.⁴⁰ De aandeelhouder stort weliswaar kapitaal met oog op in de toekomst te ontvangen winsten; maar dit gaat volgens Thole niet op voor verdeckte winstuitkeringen. Deze zijn vennootschapsrechtelijk niet toelaatbaar, nu deze (als er meerdere aandeelhouders zijn) in strijd kunnen zijn met de op de aandeelhouder rustende *Treuepflichten* jegens zijn medeaandeelhouders. Anders dan Haas,⁴¹ meent Thole daarom dat verdeckte winstuitkeringen ook als *unentgeltlich* dienen te worden aangemerkt, als deze uit vrije reserves kunnen worden gefinancierd.

Ten aanzien van formele uitkeringen aan aandeelhouders, wijst Thole erop dat aandeelhouders pas daadwerkelijk recht op de winst krijgen, als de daarvoor vereiste

³⁷ Eidenmüller 2006, p. 500.

³⁸ Eidenmüller 2007, p. 672.

³⁹ Thole 2010, p. 613.

⁴⁰ Thole 2010, p. 614.

⁴¹ Haas 2006b (zie hiervoor).

besluitvorming is afgerond.⁴² Het algemene recht op winst kan daarom niet worden aangemerkt als tegenprestatie voor de uitkering. Daarnaast gaat het *Anfechtungsrecht* uit van de objectieve waarde van de vermeende tegenprestatie; het dragen van het kapitaalrisico en de mogelijke betrokkenheid van de aandeelhouder bij de onderneming, die door Grigolet tevens worden aangemerkt als tegenprestatie, voldoen niet aan dit vereiste. Ook wijst Thole erop dat de redenering van Grigolet, dat een uitkering aan een aandeelhouder niet berust op de (voor de *Schenkungsanfechtung* vereiste) vrijgevigheid van de vennootschap en dus niet aantastbaar is op grond van § 134 InsO, een cirkelredenering betreft. De vraag is juist of een uitkering op vrijgevigheid berust en daarom kwalificeert als *unentgeltlich*, of niet.

12.3.3 Vermogensonttrekking door aandeelhouders en de *Vorsatzanfechtung*

In de beperkte hoeveelheid juridische literatuur inzake de toepasselijkheid van de *Insolvenzanfechtung* op uitkeringen aan aandeelhouders, bestaat beduidend meer consensus over de in § 133 InsO vervatte *Vorsatzanfechtung* dan over de *Schenkungsanfechtung*. Men lijkt het er over eens dat uitkeringen kunnen worden aangetast indien voldaan is aan de vereisten van § 133 InsO. Daarvoor dient ten eerste (het bestuur van) de vennootschap opzet tot benadeling te hebben; deze opzet wordt doorgaans aangenomen als het bestuur ten tijde van de uitkering wist dat betalingsproblemen dreigden of door de uitkering zouden worden veroorzaakt. Tevens is vereist dat de aandeelhouder die de uitkering ontving, wist van de benadelingsopzet van de vennootschap; niet vereist is dus dat de aandeelhouder zelf benadelingsopzet had. De wetenschap van de aandeelhouder wordt (weerlegbaar) vermoed aanwezig te zijn geweest als hij ten tijde van de uitkering wist dat *Zahlungsunfähigkeit* bij de schuldenaar dreigde en de handeling benadelend zou zijn voor zijn crediteuren.

Als een uitkering binnen twee jaar voor faillissement heeft plaatsgevonden, kan het tweede lid van § 133 InsO een belangrijke rol spelen. Verschafft de ontvangende aandeelhouder immers 25 procent of meer van het kapitaal of is hij tevens bestuurder van de vennootschap, dan kwalificeert hij als een verbonden partij en treedt het wettelijke vermoeden in werking. Dit betekent dat de vereiste opzet van de vennootschap en de wetenschap van de aandeelhouder verondersteld worden aanwezig te zijn geweest. De aandeelhouder zal in dat geval moeten bewijzen dat de vennootschap geen opzet tot benadeling had, of dat hij zelf niet bekend was met de intentie van de vennootschap om haar crediteuren te benadelen. Indien de aandeelhouder kwalificeert als verbonden partij, neemt de kans op een succesvol beroep op de *Vorsatzanfechtung* daarom aanzienlijk toe.

⁴² Sterker nog, ook indien de AVA een geldig uitkeringsbesluit heeft genomen, dient het bestuur zich van betaalbaarstelling te onthouden indien op het moment van betaalbaarstelling vrije reserves in de zin van § 30 GmbHG ontbreken; het 'recht' van de aandeelhouders op de winst is tot het moment dat zij de uitkering ontvangen dus relatief (zie par. 11.4.3).

Uitkeringen aan aandeelhouders voor faillissement zijn zonder meer benadelend, nu daardoor minder verhaalsvermogen voor de crediteuren zal resteren. Grigoleit meent niettemin dat terughoudendheid geboden is bij toepassing van § 133 InsO op vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die niet in strijd zijn met § 30 GmbH en dus als vennootschapsrechtelijk toelaatbaar dienen te worden aangemerkt. Vennootschapsrechtelijk toelaatbare uitkeringen zouden zich onderscheiden van andere benadelende handelingen, in die zin dat de aandeelhouders reeds gerechtigd zijn tot de winst. Daarom kunnen volgens Grigoleit uitkeringen uit vrije reserves alleen met een beroep op § 133 InsO vernietigd worden, als de benadeling van schuldeisers het overwegende motief achter de uitkering was.⁴³ Nu aan een uitkering bijna altijd primair de wens ten grondslag zal liggen om de door de vennootschap gegenereerde winst aan de aandeelhouders ten goede te doen komen, zal van de vereiste benadelingsopzet zelden sprake zijn. Dit impliceert dat het voor de aandeelhouder vrij eenvoudig is om het wettelijk vermoeden van § 133 lid 2 InsO te weerleggen, aldus Grigoleit. Dit zou slechts anders liggen, als op het moment van de uitkering betalingsproblemen voorzienbaar waren.

Grigoleit overweegt: *“Gelingt dem Gesellschafter der Nachweis, dass die Zuwendung aus ungebundenem Kapital bestritten worden ist, so sind an den weitergehenden Nachweis, dass die Transaktion vorrangig den ‘normalen’ Gewinnanspruch des Gesellschafters verwirklichen soll und nicht überwiegend auf die Schädigung der Gläubiger gerichtet ist, keine strengen Anforderungen zu stellen.”*⁴⁴

Thole heeft daartegen ingebracht dat een dergelijke absolute benadering van uitkeringen aan aandeelhouders zich problematisch verhoudt tot de flexibele en op de feiten toegesneden lijn die wordt gehanteerd in de rechtspraak inzake de *Vorsatzanfechtung*. Zijns inziens is voor aantasting op grond van § 133 InsO niet vereist dat aan een uitkering uitsluitend of hoofdzakelijk het motief ten grondslag lag om de crediteuren te benadelen, ook niet als de uitkering vennootschapsrechtelijk toelaatbaar was.⁴⁵ Volgens Thole verdienen uitkeringen aan aandeelhouders geen bijzondere bescherming tegen aantasting op grond van de *Insolvenzanfechtung*; sterker nog, nu transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders naar hun aard het risico dragen benadelend te zijn voor de crediteuren, zouden zij eerdere aan een extra kritische analyse onderworpen moeten worden.

⁴³ Grigoleit 2006, p. 171.

⁴⁴ Grigoleit 2006, p. 172.

⁴⁵ Thole 2010, p. 618.

Thole merkt op: “[Die] Vorsatzanfechtung [sollte] nicht an die Schranke des § 30 GmbHG gekettet und damit seiner Effektivität und seiner eigenständigen Wertungen beraubt werden. Vielmehr muss die Vorsatzanfechtung nach der hier vertretenen Auffassung gerade im Kontext unternehmensbezogener Geschäfte stärkere Beachtung erfahren, um gerade dort, wo ein vorsätzlicher Verstoß des Schuldners gegen die Haftungsordnung in Betracht kommt, ihm zgedachte Rolle als Zentralnorm des schuldnerbezogenen Anfechtungsrechts ausfüllen zu können.”⁴⁶

12.4 Insolvenzanfechtung en LBO's

12.4.1 Geen consolidatie van een LBO bij toepassing van de Insolvenzanfechtung?

Anders dan in Amerika, waar het *fraudulent transfer law* zich heeft ontwikkeld tot het primaire wapen van de curator (of de *debtor in possession*) om de nadelige effecten van een *leveraged buyout* ongedaan te maken,⁴⁷ is in Duitsland geen (gepubliceerde) rechtspraak beschikbaar waarin de *Insolvenzanfechtung* is ingeroepen tegen handelingen die onderdeel uitmaakten van een *leveraged buyout*. Ook in de juridische literatuur is aan de toepasselijkheid van de *Insolvenzanfechtung* op LBO's maar weinig aandacht besteed. De normering van dergelijke complexe financieringsstructuren wordt voornamelijk primair gezien vanuit de kapitaalbeschermingsregels en het leerstuk van onrechtmatige vermogensonttrekkingen zoals dat in het volgende hoofdstuk aan bod zal komen (*existenzvernichtenden Eingriffe*).⁴⁸

Uitzonderingen zijn Eidenmüller en Thole, die in de *Insolvenzanfechtung* het geëigende wapen zien tegen LBO's die de doelwitvennootschap opzadelen met een te grote hoeveelheid schulden. Volgens hen ligt het niet voor de hand dat de Duitse rechters bij de toepassing van de *Insolvenzanfechtung* op LBO's de verschillende stappen van een LBO als één fictieve handeling benaderen, zoals in de Verenigde Staten gebeurt onder de noemer ‘*collapsing the transaction*’.⁴⁹ Zij menen dat een dergelijke “*Gesamtbetrachtung*” zich problematisch zou verhouden tot het gegeven dat het Duitse *Anfechtungsrecht* het begrip ‘*Rechtshandlung*’ centraal stelt.⁵⁰ Daarom dienen de individuele handelingen die gezamenlijk de LBO vormen, per stuk getoetst te worden aan de *Insolvenzanfechtung* (zie voor de wijze waarop een LBO in Duitsland gestructureerd pleegt te worden par. 11.9.1).

Ten eerste kan de *Insolvenzanfechtung* mogelijk worden ingeroepen teneinde de door de doelwitvennootschap aan de bank verstrekte zekerheden aan te tasten.⁵¹ In

⁴⁶ Thole 2010, p. 621.

⁴⁷ Zie hoofdstuk 6.

⁴⁸ Thole 2010, p. 671.

⁴⁹ Zie hoofdstuk 6.

⁵⁰ Eidenmüller 2007. Zo ook: Thole 2010, p. 674.

⁵¹ Zie daarover Thole 2010, p. 672.

het kader van dit onderzoek is echter belangrijker dat de *Insolvenzanfechtung* tevens kan worden ingeroepen tegen de leningen die de doelwitvennootschap aan de acquisitievennootschap heeft verstrekt en ook tegen de betaling van de koopprijs door de acquisitievennootschap aan de verkopende aandeelhouders.

12.4.2 De *Vorsatzanfechtung* en LBO's

Zowel Eidenmüller als Thole meent dat bij een juiste toepassing van de *Vorsatzanfechtung* de “*wünschenswerten*” LBO's van de “*slechten*” LBO's gescheiden zullen worden. De in § 133 InsO vervatte vernietigingsmogelijkheid zou vanwege haar flexibele karakter alleen de handelingen raken die vanuit *ex ante* perspectief benadelend voor de crediteuren van het doelwit zijn.⁵² Nu § 133 lid 1 InsO kan worden ingeroepen tegen handelingen die indirect benadelend zijn, komen daarmee alle handelingen die onderdeel uitmaken van de LBO binnen het vernietigingsbereik.⁵³ De kredietverstrekking van het doelwit aan de acquisitievennootschap en de betaling van de koopprijs door de acquisitievennootschap aan de verkopende aandeelhouders zijn voor de effectuering van de LBO noodzakelijke handelingen en hebben in die zin een indirect benadelend karakter.⁵⁴ Indien aan de objectieve en subjectieve vereisten van § 133 InsO is voldaan, komen deze handelingen daarom voor vernietiging in aanmerking.⁵⁵

Zoals hiervoor reeds aangegeven, is voor aantasting op grond van § 133 lid 1 InsO vereist dat de curator bewijst dat de vennootschap opzet van benadeling had en de wederpartij – de acquisitievennootschap of de verkopende aandeelhouders – wist van deze opzet. Eidenmüller meent dat aan beide subjectieve vereisten (behoudens weerlegging) zal zijn voldaan als op het moment van de LBO *Zahlungsunfähigkeit* dreigde, omdat een LBO altijd een aanzienlijke vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap (en dus van het voor verhaal van crediteuren vatbare vermogen) meebrengt. Zijns inziens is van de vereiste benadelingsopzet sprake als de kans dat de LBO tot het faillissement van het doelwit zal leiden, groter is dan vijftig procent.⁵⁶ De evidente en lastige vraag hoe dit percentage dient te worden berekend (zowel op het moment van de transactie, als achteraf door de rechter), laat Eidenmüller onbeantwoord.

Indien aan de vereisten van § 133 InsO is voldaan, kan de curator van het doelwit de acquisitievennootschap aanspreken tot terugbetaling van het door het doelwit

⁵² Thole 2010, p. 672-673 en Eidenmüller 2007, p. 673.

⁵³ Van indirecte benadeling is sprake indien een op zichzelf (nog) niet benadelende handeling de basis vormt voor een andere benadelende handeling (Eidenmüller 2007, p. 673).

⁵⁴ Eidenmüller 2007, p. 673.

⁵⁵ Zie over deze vereisten par. 12.3.3.

⁵⁶ Eidenmüller 2007, p. 675.

verstrekte krediet. Doorgaans zal de marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap hiertoe niet in staat zijn en tevens failleren. In dat geval zal de curator van de acquisitievennootschap zijn pijlen kunnen richten op de betaling van de koopprijs aan de verkopende aandeelhouders.

12.4.3 Terugbetalingsverplichting koper: achterliggende investeerder?

Niet alleen de acquisitievennootschap, maar ook haar achterliggende aandeelhouder/investeerder kan volgens Eidenmüller op grond van § 133 InsO aangesproken worden tot terugbetaling van de aan het doelwit onttrokken middelen. Dat de achterliggende investeerder zelf geen aandeelhouder van de doelwitvennootschap is, staat weliswaar in de weg aan een vennootschapsrechtelijke terugbetalingsverplichting uit hoofde van van § 31 GmbHG, maar de faillissementsrechtelijke *Insolvenzanfechtung* kijkt volgens Eidenmüller door de acquisitievennootschap heen. Uiteindelijk is het de achterliggende investeerder die de vruchten plukt van de transacties van de acquisitievennootschap. Eidenmüller betoogt daarom dat deze tevens kan worden aangesproken, als bij hem de vereiste opzet wordt aangetoond.

“Durch die Besicherung hat die Zweckgesellschaft das Darlehen als Akquisitionswährung erlangt. Mittelbar kam dieses indes dem dahinter stehenden Fonds zu Gute. Ohne das Darlehen hätten die Anteile der Altgesellschafter nicht erworben werden können und wäre die Beteiligung an der Zweckgesellschaft wertlos geblieben. [...] Ist auf seiner Seite Vorsatz im Spiel, dann ist er auch nicht schutzwürdig.”⁵⁷

Thole voert hiertegen aan dat doorbraak naar de achterliggende investeerder niet zal worden aangenomen louter omdat deze de uiteindelijke belanghebbende bij de transactie is. Wel meent hij dat het onder omstandigheden mogelijk is dat de acquisitievennootschap wordt aangemerkt als een door de investeerder gebruikte *Hülle*; in dat geval wordt bij de toepassing van de *Insolvenzanfechtung* de investeerder als ontvanger van het onttrokken vermogen beschouwd en kan dus de investeerder tot terugbetaling daarvan worden aangesproken.⁵⁸

12.5 Insolvenzanfechtung en materiële onderkapitalisatie

Uit het voorgaande blijkt dat de meningen verdeeld zijn over de rol die de *Insolvenzanfechtung* zou kunnen vervullen bij de normering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. Een deel van de kleine groep juridische auteurs die zich hierover heeft uitgelaten, pleit voor een terughoudende toepassing, mede ingegeven

⁵⁷ Eidenmüller 2007, p. 676.

⁵⁸ Thole 2010, p. 675.

door de bescherming die het vennootschapsrechtelijke systeem van kapitaalbescherming reeds biedt aan de vennootschapscrediteuren. Andere auteurs zien meer ruimte, in het bijzonder voor toepassing van de *Vorsatzanfechtung*.

Paulus heeft betoogd dat in de *Insolvenzanfechtung* tevens een belangrijk wapen schuilt tegen materiële onderkapitalisatie.⁵⁹ Hij voert aan dat met name in concerns niet zelden dochtermaatschappijen worden ondergekapitaliseerd, bijvoorbeeld doordat de onderneming wordt verdeeld over een *Besitzgesellschaft* en een *Betriebsgesellschaft*. Zijns inziens is in dat geval sprake van een benadeling van de vennootschapscrediteuren die door inroeping van de *Insolvenzanfechtung* ongedaan zou kunnen worden gemaakt. Zoals hiervoor aangegeven, wordt in § 129 lid 2 InsO een nalaten met het verrichten van een *Rechtshandlung* gelijk gesteld. Als de aandeelhouders de vennootschap onvoldoende eigen vermogen hebben verstrekt in het licht van de door haar gedreven onderneming, zou volgens Paulus de mogelijkheid bestaan om de *Vorsatzanfechtung* van § 133 InsO te richten tegen het nalaten van de aandeelhouders om extra kapitaal te storten.

*“Wer immer Gesellschafter ist oder [...] in mittelbarer Weise als ein solcher behandelt wird, setzt sich der Anfechtbarkeit aus, wenn er die GmbH – von Anfang an oder erst im späteren Verlauf – in qualifizierter, das heißt in einer, gemessen am Geschäftsvolumen, eklatant unverhältnismäßigen Weise unterkapitalisiert. Diese Haftung trifft die Mutter neben ihrer eventuell bestehenden Verlustausgleichspflicht.”*⁶⁰

Hoewel deze oplossing van een creatieve geest getuigt, mag het mijns inziens niet verbazen dat deze in de literatuur geen navolging heeft gehad. Grigoleit heeft daartegen ingebracht dat een dergelijke toepassing van de *Insolvenzanfechtung* zou indruisen tegen het vennootschapsrechtelijke uitgangspunt dat voor aandeelhouders geen verplichting bestaat om meer te storten dan het minimumkapitaal.⁶¹ Voor zover men een dergelijke norm wenselijk zou achten, zou deze daarom moeten worden opgenomen in het vennootschapsrecht.

12.6 Conclusie

Over de toepasselijkheid van de *Insolvenzanfechtung* op uitkeringen aan aandeelhouders bestaan thans nog veel vragen. Rechtspraak ter zake ontbreekt, maar dat heeft een aantal auteurs er niet van weerhouden zich te buigen over de vraag welke toegevoegde waarde de *Insolvenzanfechtung* zou kunnen hebben naast § 30 en 31 GmbHG vanuit het perspectief van de crediteurenbescherming. Een belangrijke deelvraag die nog voor beantwoording gereed ligt, is of een uitkering aan een

⁵⁹ Paulus 1996, p. 2147.

⁶⁰ Paulus 1996, p. 2148.

⁶¹ Grigoleit 2006, p. 158.

aandeelhouder in de zin van § 30 GmbHG kwalificeert als een *unentgeltliche Leistung* en dus op grond van § 134 InsO voor vernietiging in aanmerking kan komen. De meeste juridische auteurs concluderen, mogelijk ingegeven door het in hun ogen onwenselijke gevolg van een positief luidend antwoord, dat een vennootschapsrechtelijk toelaatbare uitkering niet als zodanig kan worden aangemerkt. De tegenprestatie van de aandeelhouder zou volgens hen kunnen worden gevonden in de verplichtingen die zijn verbonden aan het aandeelhouderschap. Voor aantasting van een uitkering door inroeping van de in § 133 InsO vervatte *Vorsatzanfechtung* lijken deze auteurs meer ruimte te zien, vooral als op het moment van de vermogensonttrekking betalingsproblemen dreigen.

HOOFDSTUK 13

FINANCIERING & EXISTENZVERNICHTENDER EINGRIFF

13.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt aan bod onder welke omstandigheden aandeelhouders van de GmbH persoonlijk aansprakelijk kunnen zijn vanwege vermogensonttrekkingen en vanwege onderkapitalisatie. Het leerstuk van aandeelhoudersaansprakelijkheid is oorspronkelijk ontstaan als onderdeel van het (*faktischen*) *Konzernrecht*, maar heeft zich sinds 2001 door een aantal belangrijke uitspraken van het *Bundesgerichtshof* ontwikkeld tot een categorie van de onrechtmatige daad. Nadat deze ontwikkeling aan de hand van de belangrijkste rechtspraak is uiteengezet, zal nader worden ingegaan op de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen anno nu; de zogenaamde *existenzvernichtenden Eingriffe*. Vervolgens wordt ingegaan op de rol die onderkapitalisatie speelt bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders van een GmbH. Daarna wordt bezien onder welke omstandigheden aandeelhouders aansprakelijk kunnen zijn vanwege hun betrokkenheid bij een LBO. Tot slot komt kort een aantal andere *Fallgruppen* van aandeelhoudersaansprakelijkheid aan bod.

13.2 Van feitelijk concernrecht naar de onrechtmatige daad

13.2.1 1985-2001: Ontwikkeling van het GmbH-concernrecht

13.2.1.1 AG-concernrecht

De wortels van het leerstuk van aandeelhoudersaansprakelijkheid liggen in het Duitse concernrecht.¹ Sinds 1965 voorziet het *Aktiengesetz* in bijzondere regels voor AG's die onderdeel uitmaken van een concern. Aan deze regels ligt de gedachte ten grondslag dat in concernverhoudingen het risico bestaat dat het belang van een afhankelijke (dochter)vennootschap, en daarvan afgeleid dat van haar (niet tot het concern behorende) minderheidsaandeelhouders en crediteuren, ondergeschikt zal worden gemaakt aan het belang van andere concernmaatschappijen; er

¹ Voor uitgebreide Nederlandse analyses van het Duitse concernrecht zoals dat gold tot voor de eeuwwisseling wordt verwezen naar Lennarts 1999, p. 49-97 en Bartman 1989, p. 13-71.

zou daarom sprake zijn van een zogenaamd *Schutzproblem*.² Het in §§ 15-22 en 291-328 AktG neergelegde concernrecht heeft daarom een beschermend karakter en maakt onderscheid tussen het formele concern, waaraan een contractuele verhouding tussen de groepsvennootschappen ten grondslag ligt, en het feitelijke concern (*faktischer Konzern*), waarvan sprake is als een vennootschap feitelijk de macht kan uitoefenen over een andere vennootschap.

Het concernrecht voorziet in de behoefte om in groepsverhoudingen uitzonderingen te maken op een aantal basisregels van het *Aktien-Gesetz*. In § 119 lid 2 AktG is bijvoorbeeld bepaald dat aandeelhouders van de AG geen instructies mogen geven aan het bestuur. En ingevolge § 117 AktG kunnen aandeelhouders aansprakelijk zijn jegens de vennootschap, hun medeaandeelhouders en de crediteuren als zij van hun invloed binnen de vennootschap gebruik maken om de vennootschap nadelige handelingen te doen verrichten. Een contractueel concern komt tot stand doordat de groepsvennootschappen een *Unternehmensvertrag*³ sluiten waarin – kort gezegd – wordt afgesproken dat de controlerende (moeder)vennootschap⁴ wél bindende instructies kan geven aan de afhankelijke vennootschap en tevens vermogen aan de afhankelijke vennootschap mag onttrekken zonder dat de uitkeringsregels daarop van toepassing zijn.⁵ Daar staat (onder meer) tegenover dat de controlerende vennootschap gehouden is jaarlijks de verliezen van de afhankelijke vennootschap aan te zuiveren en jegens de dochter aansprakelijk is indien zij instructies geeft die in strijd zijn met het concernbelang.⁶

Van een feitelijk concern is sprake als er binnen een samenstel van vennootschappen een afhankelijkheidsverhouding bestaat, maar geen *Unternehmensvertrag* gesloten is.⁷ Hoewel de controlerende onderneming binnen een feitelijk concern niet beschikt over een afdwingbaar instructierecht, is het haar op grond van § 311 AktG toegestaan nadelige instructies te geven aan afhankelijke ondernemingen, mits zij het toegebrachte nadeel compenseert. Voldoet de controlerende onderneming niet aan de verplichting om voor het einde van het boekjaar het door de afhankelijke vennootschap geleden nadeel te compenseren, dan is zij op grond van § 317 AktG schadeplichtig jegens de afhankelijke onderneming en eventuele medeaandeelhouders.⁸

2 Zie Emmerich & Habersack 2010, nr. 18.

3 De twee meest voorkomende *Unternehmensverträgen* zijn het *Beherrschungsvertrag* en het *Gewinnabführungsvertrag*.

4 § 17 AktG spreekt van een “*herrschendes Unternehmen*”.

5 § 291 lid 3 AG bepaalt dat §§ 57, 58 en 60 AktG niet van toepassing zijn op uitkeringen aan aandeelhouders aan de controlerende onderneming van het contractuele concern.

6 Zie §§ 302, 309 en 310 AktG.

7 § 17 AktG bepaalt dat van een afhankelijkheidsverhouding sprake is indien een controlerende onderneming (*herrschendes Unternehmen*) beschikt over de mogelijkheid om macht uit te oefenen over een afhankelijke onderneming. Niet vereist is dat de macht daadwerkelijk wordt uitgeoefend. Indien een onderneming een meerderheidsbelang houdt in een vennootschap, wordt een afhankelijkheidsverhouding vermoed aanwezig te zijn.

8 § 317 AktG is derhalve een *lex specialis* van § 117 AktG.

13.2.1.2 Beperkte crediteurenbescherming door Treuepflichten in de GmbH

Hoewel daartoe wel een aantal keer een aanzet is gegeven, is nimmer een concernrecht gecodificeerd voor de GmbH. De GmbH wordt niettemin regelmatig ingezet als concerndochter, nu het *GmbH-Gesetz* de aandeelhouders veel vrijheid geeft om zich met het beleid van de dochter te bemoeien. Zo beschikt de aandeelhoudersvergadering van de GmbH over een wettelijk instructierecht en kent het GmbH-recht geen met § 117 AktG vergelijkbare bepaling, die het de aandeelhouders verbiedt nadelige instructies te geven. Toch leiden de verplichtingen die de aandeelhouders van de GmbH jegens elkaar hebben (de zogenaamde *Treuepflichten*) ertoe dat het de aandeelhouders van een GmbH in de regel niet is toegestaan de vennootschap nadeel toe te brengen. Vanwege deze *Treuepflichten* mag een aandeelhouder niet op een verdeckte wijze vermogen aan de vennootschap onttrekken, zonder toestemming van zijn medeaandeelhouders. De *Treuepflichten* beschermen echter niet uitsluitend de aandeelhouders; doordat zij in de weg staan aan verkapte vermogensonttrekkingen, gaat daarvan ook een indirecte bescherming van crediteuren uit. Habersack spreekt dienaangaande van een “*reflexartigen Gläubigerschutz*”.⁹

Zo overwoog het BGH in de ITT-uitspraak dat in een GmbH-concern in beginsel een “*Schädigungsverbot*” geldt.¹⁰ Een moedervernootschap had haar dochter geïnstrueerd een bepaalde kostenvergoeding aan haar te betalen, zonder dat de dochter daarvoor een gelijkwaardige tegenprestatie ontving. Het BGH oordeelde dat de moeder door deze “*verdeckte Gewinnausschüttung*” in strijd had gehandeld met de *Treuepflicht* die zij droeg jegens de 15 procent minderheidsaandeelhouder van de dochter. Tenzij de moeder er in zou slagen het vermoeden te weerleggen dat zij schuld had aan de schending van de zorgplicht, kon zij door de dochtervernootschap tot vergoeding van de schade worden aangesproken. Hierdoor werden, eerder toevalligerwijs dan daadwerkelijk beoogd, tevens de crediteuren van de dochter beschermd.

De *Treuepflichten* bieden echter geen bescherming aan de crediteuren van een GmbH als er slechts één aandeelhouder is of als alle aandeelhouders in het schadeveroorzakende gedrag participeren of dit goedkeuren;¹¹ er bestaat in dat geval

⁹ Habersack 2008, p. 536.

¹⁰ BGH 5 juni 1975, II ZR 23/74 (ITT). Analoge toepassing van §§ 311 tot 318 AktG werd door het BGH expliciet verworpen. Zie voor uitvoerige, Nederlandse besprekingen Bartman 1989, p. 43-53 en Lennarts 1999, p. 75-76.

¹¹ Müller en Winkeljohann overwegen: “Zu beachten ist allerdings, dass das Schädigungsverbot disponibel ist. Bei Zustimmung aller Gesellschafter und bei einem fehlenden Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot des § 30 GmbHG gilt das Schädigungsverbot nicht.” (Müller & Winkeljohann 2009, § 17, nr. 312).

geen *Treuepflicht* van de aandeelhouder jegens de vennootschap als zodanig.¹² Alhoewel een aantal juridische auteurs dit graag anders zou zien,¹³ duidt de rechtspraak van het BGH erop dat de *Treuepflichten* uitsluitend zien op de verhouding tussen de aandeelhouders onderling. Anders gezegd: zij regarderden de horizontale verhoudingen, niet de verticale verhouding.¹⁴ Zij staan er daarom niet aan in de weg dat een enig aandeelhouder aan ‘zijn eigen vennootschap’ nadeel toebrengt.

13.2.1.3 GmbH-concernrecht: van Autokran tot TBB

Mede door dit gebrek aan bescherming van de crediteuren van de eenpersoons-GmbH heeft het BGH sinds 1985 in een bestendige reeks jurisprudentie eigenhandig een concernrecht voor de GmbH ontwikkeld, waarbij het in hoge mate aansluiting heeft gezocht bij de wettelijke concernregels in het *Aktiengesetz*. De gedachte die achter het in de jurisprudentie ontwikkelde GmbH-concernrecht schuil ging, was dat de crediteuren en minderheidsaandeelhouders van een tot een groep behorende GmbH aan dezelfde risico's blootstonden als de crediteuren en minderheidsaandeelhouders van een concern-AG en daarom ook dezelfde bescherming verdienden.

In de *Autokran*-zaak van 1989 heeft het BGH het fundament gelegd voor het GmbH-concernrecht.¹⁵ In deze zaak had een natuurlijk persoon zijn onderneming ondergebracht in een zevental (zuster)vennootschappen, waarvan een aantal insolvent was geraakt. Een crediteur van de dochters trachtte daarom de aandeelhouder van de vennootschappen aan te spreken voor zijn onbetaald gebleven vorderingen. Het BGH stelde vast dat de natuurlijke persoon kwalificeerde als controlerende onderneming en er dus sprake was van een feitelijk concern.¹⁶ Nu de in het *Aktiengesetz* vervatte regeling inzake het feitelijke concern niet analoog van

12 Zie hierover Fleischer & Goette 2010, nr. 464 e.v. Het BGH heeft dienaangaande in 1992 overwogen: “Jedenfalls außerhalb der Gefährdung von Gläubigerinteressen ist ein von der Gesamtheit der Gesellschafterinteressen unabhängiges Gesellschaftsinteresse, dem eine Treuepflicht des Gesellschafters gegenüber der Gesellschaft Rechnung zu tragen hätte, grundsätzlich nicht anzuerkennen.” BGH 28 september 1992, II ZR 299/91.

13 Zie voor een overzicht Baumbach/Hueck 2013, § 13, nr. 54-56. Baumbach en Hueck concluderen: “Begrenzt man Fragestellung auf Grundlage der Haftung wegen existenzvernichtender Eingriffe, lässt sich zunächst feststellen, dass Treuepflicht nach bisheriger Erkenntnis grundsätzlich nur im Gesellschafter- und nicht primär im Gläubigerinteresse besteht. Wenn man daher Sonderverbindung für Begründung einer Pflicht zur Beachtung eines Eigeninteresses der Gesellschaft zur Befriedigung ihrer Gläubiger heranziehen will, liegt darin eine rechtsfortbildende Erweiterung unter Gläubigerschutzgesichtspunkten, die zwar keineswegs ausgeschlossen, aber eben nicht ohne weiteres aus bisheriger Erkenntnis abzuleiten ist.”

14 Dat neemt niet weg dat een schending van een *Treuepflicht* aanleiding kan geven tot een schadevergoedingsplicht jegens de vennootschap. Deze vergoeding strekt er in dat geval toe de door de aandeelhouders geleden afgeleide schade ongedaan te maken.

15 BGH 16 september 1985, II ZR 275/48 (*Autokran*).

16 Het BGH stelde voorop dat eiser te weinig feiten had gesteld voor een doorbraak van aansprakelijkheid vanwege vermogensvermenging of misbruik van recht. Het BGH onderscheidde de *Autokran*-zaak derhalve expliciet van de reguliere doorbraakcasus.

toepassing was op een feitelijke GmbH-concern, lag aan het BGH vervolgens de belangrijke vraag voor welke gevolgen deze vaststelling had. Volgens het BGH was in casu niet slechts sprake van een regulier feitelijk concern, maar van een *gekwalificeerd* feitelijk concern, nu de aandeelhouder “*dauernd und umfassend*” de leiding had uitgeoefend over de dochtermaatschappijen. De aandeelhouder was daarom aansprakelijk jegens de crediteuren van de dochtervennootschappen. Deze aansprakelijkheid volgde uit een analoge toepassing van de in het *Aktiengesetz* neergelegde regels voor het formele *Vertragskonzern*.¹⁷

De uitspraak gaf aanleiding tot een stevig debat in de juridische literatuur over de vraag wanneer een groepsverband dient te worden aangemerkt als een gekwalificeerd feitelijk concern, zodat de aandeelhouder aansprakelijk was voor de schulden van de vennootschap.¹⁸ Daarin stond primair de vraag centraal of het BGH een *Strukturhaftung* of een *Verschuldenshaftung* op het oog had: was de aansprakelijkheid van de aandeelhouder gelegen in de gevaren die de concernstructuur in potentie meebracht voor de vennootschapscrediteuren of was voor die aansprakelijkheid vereist dat de aandeelhouder daadwerkelijk schade aan de vennootschap had toegebracht? In een aantal uitspraken na 1985 heeft het BGH nadere invulling gegeven aan het feitelijke GmbH-concernrecht en daarbij duidelijk gemaakt dat het ging om een *Strukturhaftung*. Zo oordeelde het BGH in de *Tiefbau*-uitspraak dat reeds sprake was van een gekwalificeerd feitelijk concern indien de *dauernde und umfassende Leitung* zich uitsluitend had beperkt tot het financiële beleid van de dochtervennootschap.¹⁹ Uit de daarop volgende, zwaar bekritiseerde *Video*-uitspraak bleek dat iedere enig aandeelhouder en tevens enig bestuurder die ook nog andere ondernemingsactiviteiten ontplooiden (behoudens weerlegging van het vermoeden) aansprakelijk was voor de schulden van zijn vennootschap.²⁰ Vanwege de stevige kritiek in de juridische literatuur op de uitdijende aansprakelijkheid van controlerende ondernemingen, kwam het BGH in de *TBB*-uitspraak hier weer enigszins op terug.²¹ Het BGH hield daarin vast aan zijn opvatting dat de vennootschapsrechtelijke (kapitaalbeschermings)regels en het commune privaatrecht onvoldoende bescherming boden als binnen een concern de controlerende onderneming dusdanig intensief zeggenschap uitoefende op het beleid van de dochtervennootschap, dat het in een faillissement van de dochter niet mogelijk was om concrete schadeveroorzakende transacties te identificeren. Daarmee was de

17 §§ 303 en 322 AktG werden analoog toegepast. Het BGH oordeelde dat in het gekwalificeerde feitelijke concern (weerlegbaar) werd vermoed dat het eigen belang van de afhankelijke vennootschappen was geschonden ten behoeve van het concernbelang.

18 Zie hierover Ulmer 1986 en Buchner 1994. Voor een Nederlandse weergave van deze discussie wordt (nogmaals) verwezen naar Lennarts 1999, p. 79-85 en Bartman 1989, p. 58-68.

19 BGH 20 februari 1989, II ZR 167/88 (*Tiefbau*).

20 BGH 23 september 1991, II ZR 135/90 (*Video*).

21 BGH 29 maart 1992, II ZR 265/91 (*TBB*).

behoefte aan een bijzonder concernrecht gegeven. Het BGH oordeelde niettemin dat het vermoeden van benadeling bij een *dauernde und umfassende Leitung* te ver ging. Voortaan dienden crediteuren van dochtervennootschappen omstandigheden aan te voeren waaruit bleek dat de afhankelijke vennootschap daadwerkelijk benadeeld was en dat deze benadeling niet ongedaan kon worden gemaakt met een beroep op de algemene vennootschapsrechtelijke en privaatrechtelijke regels.²²

13.2.2 2001-2007: Durchgriffshaftung vanwege misbruik van rechtspersoonlijkheid

13.2.2.1 Bremer Vulkan 2001: einde van het GmbH-concernrecht

Hoewel de storm van kritiek op het GmbH-concernrecht na het TBB-arrest was geluwd, gooide het BGH in 2001 radicaal het roer om. In de uitspraak inzake *Bremer Vulkan* nam het, nota bene in een overweging ten overvloede, definitief afscheid van het leerstuk van aandeelhoudersaansprakelijkheid op grond van het gekwalificeerde feitelijke GmbH-concern.²³ Het BGH overwoog:

*“Der Schutz einer abhängigen GmbH gegen Eingriffe ihres Alleingesellschafters folgt nicht dem Haftungssystem des Konzernrechts des Aktienrechts, sondern ist auf die Erhaltung ihres Stammkapitals und die Gewährleistung ihres Bestandsschutzes beschränkt, der eine angemessene Rücksichtnahme auf die Eigenbelange der GmbH erfordert. An einer solchen Rücksichtnahme fehlt es, wenn die GmbH infolge der Eingriffe ihres Alleingesellschafters ihren Verbindlichkeiten nicht mehr nachkommen kann.”*²⁴

De bescherming van de concern-GmbH werd aldus niet langer gegrond op een analoge toepassing van het AG-concernrecht, maar was voortaan uitsluitend gelegen in de kapitaalbeschermingsregels en de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen.²⁵ Volgens het BGH dienden aandeelhouders bij vermogensonttrekkingen het eigen belang van de vennootschap in acht te nemen. Dit hield in dat zij zich dienden te onthouden van onttrekkingen

22 Limmer overwoog naar aanleiding van de TBB-uitspraak: “Obwohl der BGH am grundsätzlichen Haftungskonzept im faktischen GmbH-Konzern festgehalten hat und weiterhin die Gefahr einer Verlustausgleichshaftung insbesondere für den Privatgesellschafter besteht, der auch noch außerhalb seiner GmbH anderweitig unternehmerisch tätig ist, wird man für die Zukunft davon ausgehen können, daß das Risiko der Inanspruchnahme aus konzernrechtlichen Gründen angemessen eingegrenzt und für die Praxis einigermaßen handhabbar ist.” (Limmer 1993, p. 769).

23 BGH 17 september 2001, II ZR 178/99 (*Bremer Vulkan*). Zie over deze uitspraak Wiedemann 2003 en Hoffmann 2002.

24 BGH 17 september 2001, II ZR 178/99 (*Bremer Vulkan*), p.1.

25 BGH 17 september 2001, II ZR 178/99 (*Bremer Vulkan*), p. 10.

die de continuïteit van de vennootschap in gevaar brachten; het BGH sprak van *existenzvernichtenden Eingriff*.²⁶ Was de GmbH ten gevolge van een vermogensonttrekking niet langer in staat haar verplichtingen te voldoen en dus haar onderneming voort te zetten, dan waren de bij de onttrekking betrokken aandeelhouders persoonlijk aansprakelijk. Deze aansprakelijkheid gold volgens het BGH subsidiair ten aanzien van de gehoudenheid van aandeelhouders om vermogensonttrekkingen te restitueren op grond van de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregels (§§ 30 en 31 GmbHG). Voor zover het door de crediteuren geleden nadeel ongedaan kon worden gemaakt door inroeping van § 31 GmbHG, was aansprakelijkheid vanwege *Existenzvernichtung* niet aan de orde.²⁷

De *Bremer Vulkan*-uitspraak werd door de juridische gemeenschap overwegend instemmend begroet, ofschoon het BGH daarin een aantal belangrijke vragen onbeantwoord liet. Zo was niet helder welke dogmatische grondslag de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege *Existenzvernichtung* had. Evenmin was duidelijk of een *existenzvernichtender Eingriff* leidde tot aansprakelijkheid van de aandeelhouder jegens de vennootschap of jegens de crediteuren; betrof het een interne of een externe aansprakelijkheid? Tot slot rees de vraag of de door het BGH geformuleerde regel slechts gold voor de concern-GmbH met één aandeelhouder of eveneens van toepassing was op niet tot een groep behorende GmbH's en GmbH's met meerdere aandeelhouders.

13.2.2.2 L-Kosmetik 2002: aansprakelijkheid medeaandeelhouders

In zijn uitspraak inzake *L-Kosmetik* benadrukte het BGH nogmaals, wederom in een obiter dictum, dat het de notie van GmbH-concernaansprakelijkheid had

26 De term *Existenzvernichtung* vindt haar oorsprong in de Duitse strafrechtelijke jurisprudentie inzake *Untreue*, kort gezegd een vorm van het Duitse fraude-leerstuk (§ 266 StGB). Het Duitse delict van *Untreue* heeft een ruimer bereik dan de Nederlandse oplichtingsbepalingen. In 1988 oordeelde het *Strafsenat* van het BGH dat winstuitkeringen aan aandeelhouders die niet in strijd met de kapitaalregels en met instemming van alle aandeelhouders geschieden, als *Untreue* kwalificeren, indien daardoor “die Existenz der GmbH gefährdet wurde”. BGH 24 augustus 1988, 3 StR 232/88. Het BGH overwoog: “Für die Beurteilung der Frage, ob Gewinnentnahmen die Existenz oder die Liquidität einer GmbH gefährden, wird es nicht erforderlich sein, daß sich der Tatrichter stets durch Einholung eines Sachverständigengutachtens Gewißheit über die Vermögenslage der Gesellschaft verschafft. Er hat diese Frage unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls zu prüfen. Die Annahme einer Existenz- oder Liquiditätsgefährdung, insbesondere einer “Aushöhlung” der GmbH durch vorweggenommene.”

27 “Zu einer Haftung des Alleingesellschafters für die Verbindlichkeiten der von ihm beherrschten GmbH führt aber auch ein solcher bestandsvernichtender Eingriff nur dann, wenn sich die Fähigkeit der GmbH zur Befriedigung ihrer Gläubiger nicht schon durch die Rückführung entzogenen Stammkapitals gemäß § 31 GmbHG wiederherstellen läßt.” (BGH 17 september 2001, II ZR 178/99 (*Bremer Vulkan*), p. 10).

opgegeven.²⁸ Vervolgens overwoog het dat de aansprakelijkheid vanwege een *existenzvernichtender Eingriff* zich niet noodzakelijkerwijs beperkte tot de aandeelhouder die de ongeoorloofde onttrekking had ontvangen. Ook de medeaandeelhouders die het onttrokken vermogen niet hadden ontvangen, waren aansprakelijk als zij door hun instemming met de vermogensonttrekking aan de *Existenzvernichtung* van de vennootschap hadden meegewerkt.²⁹ Deze *Ausfallhaftung* van de medeaandeelhouders was in die zin anders dan de subsidiaire aansprakelijkheid voor uitkeringen op grond van § 31 lid 3 GmbHG,³⁰ dat daarvoor wel vereist was dat de medeaandeelhouders een verwijt ter zake van de onttrekking kon worden gemaakt.³¹ Hoewel het BGH dit niet met zoveel woorden overwoog, werd uit de *L-Kosmetik*-uitspraak door veel juridische auteurs afgeleid dat het leerstuk van *Existenzvernichtung* niet alleen van toepassing was op concern-GmbH's, maar gold voor alle aandeelhouders die vermogen onttrokken aan een GmbH.

13.2.2.3 KBV 2002: Durchgriffshaftung vanwege misbruik

Een jaar na de *Bremer Vulkan*-uitspraak verschaftte het BGH meer duidelijkheid over de dogmatische grondslag van de aansprakelijkheid vanwege *Existenzvernichtung*. In de *KBV*-zaak hadden de twee aandeelhouders en tevens bestuurders van *K-GmbH* besloten haar onderneming voort te zetten in een andere vennootschap.³² In dat kader werd al het actief – dat een waarde had van 1.205.000 DM – van *K-GmbH* aan een andere (*Auffang*-)GmbH overgedragen. Deze vennootschap had dezelfde aandeelhouders als *K-GmbH* en zette de onderneming voort. Als tegenprestatie nam de *Auffang-GmbH* een deel van de verplichtingen van *K-GmbH* over (ter waarde van 823.000 DM); echter niet de verplichting jegens de eiseres in deze zaak. Enige tijd later werd het faillissement van *K-GmbH* aangevraagd en al snel bij gebrek aan baten opgeheven. Eiseres sprak als crediteur van *K-GmbH* de twee aandeelhouders aan voor haar onbetaald gebleven vordering, nu deze door de herstructurering haar verhaal illusoir zouden hebben gemaakt.

Het BGH stelde voorop dat het verbod op *existenzvernichtenden Eingriff* niet gegrond was op de gedachte dat een GmbH recht had op haar eigen voortbestaan. Het stond de aandeelhouders te allen tijde vrij de door de GmbH

28 BGH 25 februari 2002, II ZR 196/00 (*L-Kosmetik*).

29 “Die *Ausfallhaftung* aus dem Gesichtspunkt des existenzvernichtenden Eingriffs (BGH, Urt. v. 17. September 2001 – II ZR 178/99, ZIP 2001, 1874, 1876) trifft auch diejenigen Mitgesellschafter, die, ohne selber etwas empfangen zu haben, durch ihr Einverständnis mit dem Vermögensabzug an der Existenzvernichtung der Gesellschaft mitgewirkt haben.” (BGH 25 februari 2002, II ZR 196/00 (*L-Kosmetik*), p. 1 en 11).

30 Zie daarover par. 11.8.1.2.

31 Overigens achtte het BGH in casu de aandeelhouders niet aansprakelijk.

32 BGH 24 juni 2002, II ZR 300/00 (*KBV*).

gedreven onderneming te beëindigen of over te dragen en de vennootschap te liquideren.

“Das System der auf das Gesellschaftsvermögen beschränkten Haftung beruht auf der unausgesprochenen, für das Recht der Kapitalgesellschaften jedoch grundlegenden Voraussetzung, daß das Gesellschaftsvermögen, das zur Erfüllung der im Namen der Gesellschaft eingegangenen Verbindlichkeiten benötigt wird, in der Gesellschaft zum Zwecke der Befriedigung ihrer Gläubiger verbleiben muß und damit der [...] Dispositionsbefugnis der Gesellschafter entzogen ist. Die GmbH hat zwar keinen Anspruch gegen ihre Gesellschafter auf Gewährleistung ihres Bestandes. Sie können die Existenz der Gesellschaft im Grundsatz jederzeit [...] beenden.”³³ (Onderstr. JB)

Als de aandeelhouders besloten de vennootschap te liquideren, waren zij gehouden de in de *Insolvenzordnung* en het *GmbH-Gesetz* vervatte regels ter zake van faillissement en liquidatie in acht te nemen, die waarborgen dat het vermogen van de vennootschap wordt aangewend ter voldoening van haar crediteuren. In geen geval was het de aandeelhouders toegestaan vermogen aan de vennootschap te onttrekken dat zij nodig had om de verplichtingen jegens haar crediteuren te voldoen. Slechts hetgeen resteerde na voldoening van alle crediteuren, kwam aan de aandeelhouders toe. Dit afgescheiden en doelgebonden karakter van het vennootschapsvermogen was volgens het BGH onlosmakelijk verbonden met het door de aandeelhouders genoten voorrecht van beperkte aansprakelijkheid.³⁴ *Existenzvernichtenden Eingriffs* door aandeelhouders leidden daarom tot verlies van dit voorrecht; dit wordt in Duitsland *Durchgriffshaftung* genoemd.³⁵

“Die Respektierung der Zweckbindung des Gesellschaftsvermögens zur vorrangigen Befriedigung der Gesellschaftsgläubiger während der Lebensdauer der GmbH ist unabdingbare Voraussetzung für die Inanspruchnahme des Haftungsprivilegs des § 13 Abs. 2 GmbHG. Zugriffe der Gesellschafter auf das Gesellschaftsvermögen, welche die aufgrund dieser Zweckbindung gebotene angemessene Rücksichtnahme auf die Erhaltung der Fähigkeit der Gesellschaft zur Bedienung ihrer Verbindlichkeiten in einem ins Gewicht fallenden Maße vermissen lassen, stellen deshalb einen Mißbrauch der Rechtsform der GmbH dar, der zum Verlust des Haftungsprivilegs führt, soweit nicht der GmbH durch den Eingriff insgesamt zugefügter Nachteil bereits nach §§ 30, 31 GmbHG ausgeglichen werden kann.”³⁶ (Onderstr. JB)

33 BGH 24 juni 2002, II ZR 300/00 (KBV), r.o. 2.

34 § 13 lid 2 GmbHG bepaalt: “Für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haftet den Gläubigern derselben nur das Gesellschaftsvermögen.”

35 Zie over het gebruik van het diffuse begrip ‘*Durchgriffshaftung*’ in de Duitse rechtspraak en literatuur: Grigoleit 2006, p. 221-228.

36 BGH 24 juni 2002, II ZR 300/00 (KBV), p. 1.

De aansprakelijkheid vanwege *Existenzvernichtung* werd in de KBV-uitspraak dus gegrond op een notie van misbruik van rechtspersoonlijkheid. Het BGH stelde vast dat de aandeelhouders in casu door de herstructurering 380.000 DM aan het vermogen van *K-GmbH* hadden onttrokken en dat dit een doorbreking van het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid rechtvaardigde. Dit betekende dat de aandeelhouders direct jegens de crediteur van *K-GmbH* aansprakelijk waren, zij het dat deze aansprakelijkheid door het BGH beperkt werd tot voor zover de crediteur geen verhaal vond bij de vennootschap.³⁷

De juridische literatuur reageerde verdeeld op de dogmatische classificatie van de *existenzvernichtenden Eingriff* in het KBV-oordeel.³⁸ Terwijl sommigen de keuze voor een *Durchgriffshaftung* toejuichten, uitten anderen juist de vrees dat het leerstuk zou worden ingezet als “*Wunderwaffe zur Bekämpfung aller [...] angeblichen Schutzdefizite*”.³⁹ In het bijzonder plaatste men vraagtekens bij de omvang van de aansprakelijkheid. Als aandeelhouders ongeoorloofde vermogensonttrekkingen deden op een moment dat de vennootschap reeds een tekort had, zou het niet gerechtvaardigd zijn dat zij voor het gehele tekort in faillissement konden worden aangesproken. De aansprakelijkheid zou zich volgens sommigen moeten beperken tot het nadeel dat daadwerkelijk uit de onttrekking was voortgevloeid. Tevens moesten volgens sommige juridische auteurs niet alle crediteuren de mogelijkheid hebben om een aandeelhouder vanwege de onttrekking aan te spreken.⁴⁰ Crediteuren die na de onttrekking met de vennootschap zouden hebben gecontracteerd terwijl zij op de hoogte waren van het insolventierisico, zouden geen gebruik mogen maken van de doorbraak-vordering.

13.2.3 2007-heden: aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad

13.2.3.1 Trihotel 2007: keuze voor de onrechtmatige daad

Slechts vijf jaar na de KBV-uitspraak, voorzag het BGH het leerstuk van de *existenzvernichtenden Eingriffe* nogmaals van een nieuwe dogmatische grondslag. In de *Trihotel*-uitspraak nam het afscheid van de ‘*Durchgriffshaftung*’ vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen.⁴¹ In deze zaak werd bestuurder X van de gefailleerde *A-GmbH* aangesproken door de curator. De aandelen in *A-GmbH* werden aanvankelijk gehouden door X en zijn echtgenoot, maar in 1999 had X zijn aandelen overgedragen aan *J-GmbH*; de aandelen in *J-GmbH* werden gehouden

37 Het BGH overwoog: “[D]ie Gesellschaftsgläubiger [sind] deshalb außerhalb des Insolvenzverfahrens grundsätzlich berechtigt, ihre Forderungen unmittelbar gegen die an den Eingriffen in das Gesellschaftsvermögen mitwirkenden Gesellschafter geltend zu machen, soweit sie von der Gesellschaft keine Befriedigung erlangen können.”

38 Zie Lutter & Banerja 2003, Wiedemann 2003 en Hoffman 2002.

39 Zo werd gevreesd door Vetter. (Vetter 2005, p. 815).

40 Lutter & Banerja 2003, p. 432.

41 BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*).

door de moeder van X. X was tevens bestuurder van *J-GmbH* en ook van een derde vennootschap: *W-Hotel-GmbH*. *A-GmbH* exploiteerde een hotel dat gebouwd was op grond die zij pachtte van X. Vijf maanden voordat de pachtovereenkomst afliep, zegde X deze op, om de grond vervolgens te gaan verpachten aan *W-Hotel-GmbH*. *A-GmbH* droeg daarna, op grond van een *managementovereenkomst* met *W-Hotel-GmbH*, zorg voor de uitbating van het hotel. Daarvoor ontving *A-GmbH* 40 procent van de omzet; later werd dit teruggebracht naar 28 procent. De moeder van X had daarnaast een lening aan *A-GmbH* verstrekt, waarvoor zij het eigendom van de inventaris van *A-GmbH* in zekerheid had gekregen.

Korte tijd na de herstructurering failleerde *A-GmbH*, een tekort van ruim 1,4 miljoen DM achterlatend. De curator sprak X aan voor het tekort in faillissement, aanvankelijk met succes. Zowel het *Landgericht* als het *Oberlandesgericht* oordeelden dat X zich schuldig had gemaakt aan een *existenzvernichtenden Eingriff*, door als (feitelijk) meerderheidsaandeelhouder vermogen aan *A-GmbH* te onttrekken en daarmee de mogelijkheid weg te nemen dat de GmbH liquiditeiten zou genereren waarmee ze haar schulden zou kunnen voldoen.⁴² Daarom diende X de beperkte aansprakelijkheid zoals vervat in § 13 lid 2 GmbHG ontnomen te worden zodat hij aansprakelijk was jegens de curator voor het gehele tekort in faillissement.

Het BGH vernietigde de uitspraak van het OLG en overwoog dat het weliswaar vasthield aan het leerstuk van de *existenzvernichtenden Eingriffe*, maar de gevolgen van dergelijke ongeoorloofde onttrekkingen wijzigde. Niet langer leidden zij tot het verlies van de beperkte aansprakelijkheid; in plaats daarvan werd de ongeoorloofde onttrekking ingebed in het leerstuk van de algemene onrechtmatige daad in de zin van § 826 BGB (*unerlaubte Handlung*). Het BGH overwoog tevens dat de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege een *existenzvernichtenden Eingriff* niet (langer) subsidiair was aan de aansprakelijkheid op grond van de kapitaalbeschermingsregels.⁴³

“An dem Erfordernis einer als ‘Existenzvernichtungshaftung’ bezeichneten Haftung des Gesellschafters für missbräuchliche, zur Insolvenz der GmbH führende oder diese vertiefende kompensationslose Eingriffe in das der Zweckbindung zur vorrangigen Befriedigung der Gesellschaftsgläubiger dienende Gesellschaftsvermögen wird festgehalten. Der Senat gibt das bisherige Konzept einer eigenständigen Haftungsfigur, die an den Missbrauch der Rechtsform anknüpft und als Durchgriffs(außen)haftung des Gesellschafters gegenüber den Gesellschaftsgläubigern ausgestaltet, aber mit einer

42 De onttrekking bestond uit de verschaffing van zekerheden aan de moeder van X en de vroegtijdige beëindiging van de pachtovereenkomst.

43 Het BGH overwoog: “*Schadensersatzansprüche aus Existenzvernichtungshaftung gemäß § 826 BGB sind gegenüber Erstattungsansprüchen aus §§ 31, 30 GmbHG nicht subsidiär; vielmehr besteht zwischen ihnen – soweit sie sich überschneiden – Anspruchsgrundlagenkonkurrenz.*”

Subsidiaritätsklausel im Verhältnis zu den §§ 30, 31 BGB versehen ist, auf. Stattdessen knüpft er die Existenzvernichtungshaftung des Gesellschafters an die missbräuchliche Schädigung des im Gläubigerinteresse zweckgebundenen Gesellschaftsvermögens an und ordnet sie – in Gestalt einer schadensersatzrechtlichen Innenhaftung gegenüber der Gesellschaft – allein in § 826 BGB als eine besondere Fallgruppe der sittenwidrigen vorsätzlichen Schädigung ein.”⁴⁴

Alleen als ten tijde van de herstructurering het faillissement van *A-GmbH* onvermijdelijk was geweest, zou volgens het BGH grond bestaan voor aansprakelijkheid van X jegens de vennootschap.⁴⁵ Zonder het horen van een deskundige was het niet mogelijk om vast te stellen welke invloed de litigieuze transacties hadden gehad op het daarna ingetreden faillissement. De uitspraak van het OLG berustte kortom op ongefundeerde aannames en kwam daarom voor vernietiging in aanmerking. Ten overvloede merkte het BGH op dat voor zover geoordeeld zou worden dat X aansprakelijk was vanwege de onttrekkingen, deze aansprakelijkheid niet zonder meer gelijk was aan het tekort in faillissement.⁴⁶ De schade bestond uit de door de onttrekkingen veroorzaakte *Gewinnausfall*.

13.2.3.2 2008-2009: bestendiging nieuwe leer

Sinds de *Trihotel*-uitspraak van het BGH is het leerstuk van de *existenzvernichtenden Eingriffe* in de rechtspraak en literatuur verder ontwikkeld. Het ziet er thans naar uit dat het BGH vasthoudt aan de nieuwe dogmatische inbedding. Zo bevestigde het BGH in 2008 dat de vrijheid van aandeelhouders om de vennootschap naar eigen inzicht te financieren, wordt begrensd door de onrechtmatige daad.

In de *Gamma*-uitspraak overwoog het BGH: “*Das Handeln oder Unterlassen des Gesellschafters in Bezug auf die Finanzausstattung der von ihm betriebenen GmbH [findet] haftungsrechtlich seine Grenze lediglich im Deliktsrecht (§§ 823 ff. BGB), namentlich in dem Verbot vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung der Gläubiger i.S. des § 826 BGB.*”⁴⁷

Ook in 2009 overwoog het BGH uitdrukkelijk dat het vasthield aan de notie dat een *existenzvernichtender Eingriff* een onrechtmatige daad jegens de vennootschap oplevert. In die uitspraak werd tevens geoordeeld dat het leerstuk onverkort van toepassing is op vermogensonttrekkingen die plaatsvinden na intreding van het

⁴⁴ BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), r.o. 16 en 17.

⁴⁵ BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), r.o. 50.

⁴⁶ BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), r.o. 54.

⁴⁷ BGH 28 april 2008, II ZR 264/06, *NJW* 2008, 2437 (*Gamma*), p.16.

faillissement.⁴⁸ In het hiernavolgende zal daarom nader worden ingegaan op de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen op grond van de onrechtmatige daad.

13.3 Existenzvernichtender Eingriff

13.3.1 Vermögensonttrekkingen

Van een *existenzvernichtender Eingriff* is sprake indien een aandeelhouder vermogen onttrekt aan het ten behoeve van de crediteuren doelgebonden vermogen van de vennootschap; het BGH spreekt van “*das im Gläubigerinteresse zweckgebundene Gesellschaftsvermögen*” of van “*der Haftungsfonds*”. Uit deze formulering blijkt dat het leerstuk wordt beschouwd als een aanvulling op de vennootschapsrechtelijke kapitaalbescherming; de centrale gedachte is dat een deel van het vennootschapsvermogen niet voor uitkering vatbaar is. Belangrijk verschil is echter dat § 30 GmbHG het nominale kapitaal tot uitgangspunt neemt, terwijl het doelgebonden vermogen volgens het leerstuk van de *existenzvernichtender Eingriff* uit meer kan bestaan dan louter het formele kapitaal.⁴⁹

Een *existenzvernichtender Eingriff* kan vele gedaanten aannemen. Er dient sprake te zijn van een “*Selbstbedienung des Gesellschafters*” door “*Eingriff*” of “*Entzug von Vermögen*”. Helder is dat de onttrekking van eigen vermogen of liquiditeiten als zodanig kan kwalificeren, bijvoorbeeld doordat de GmbH winst uitkeert, jegens of ten behoeve van een aandeelhouder een schuld aangaat, een transactie met een aandeelhouder verricht tegen (voor de aandeelhouder gunstige) niet-marktconforme voorwaarden of schulden van de aandeelhouder aan een derde voldoet. Niet is vereist dat de onttrekking tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap leidt; ook balanstecnisch neutrale transacties kunnen kwalificeren als een *existenzvernichtender Eingriff*.⁵⁰ Hierdoor heeft het leerstuk een ruimer toepassingsbereik dan § 30 GmbHG, dat sinds 2008 immers uitsluitend van toepassing is op transacties die leiden tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap.⁵¹ Zo kan de omzetting van een liquide actief in een illiquide actief leiden tot betalingsproblemen en daarmee het faillissement van de vennootschap veroorzaken. In dat geval is geen sprake van een uitkering in de zin van § 30 GmbHG maar mogelijk wel van *Existenzvernichtung*. Hetzelfde geldt voor de situatie waarin de vennootschap een lening verstrekt aan een kredietwaardige

48 Het BGH overwoog: “*Jedoch ist nunmehr die Existenzvernichtungshaftung des Gesellschafters an die missbräuchliche Schädigung des im Gläubigerinteresse zweckgebundenen Gesellschaftsvermögens anzuknüpfen und – in Gestalt einer Schadenersatzrechtlichen Innenhaftung gegenüber der Gesellschaft – allein in § 826 BGB als seine besondere Fallgruppe der sittenwidrigen vorsätzlichen Schädigung einzuordnen.*” (BGH 9 februari 2009, II ZR 292/07 (*Sanitary*), r.o. 16).

49 Baumbach/Hueck 2013, § 13, nr. 64.

50 Steffek 2011, p. 834.

51 Zie hierover uitgebreid par. 11.5.

aandeelhouder tegen marktconforme voorwaarden en vervolgens faillieert vanwege liquiditeitsproblemen. Andere voorbeelden van *existenzvernichtenden Eingriff* die, mede gebaseerd op de beschikbare rechtspraak, in de literatuur worden genoemd, zijn de onttrekking van niet op de balans geactiveerde activa, het niet te gelde maken van een vordering van de vennootschap op een aandeelhouder, de onttrekking van intellectuele eigendomsrechten, het inzetten van werknemers van de vennootschap ten behoeve van andere (concern)vennootschappen zonder dat de vennootschap daarvoor een tegenprestatie ontvangt en het toe-eigenen van *corporate opportunity's*.

13.3.2 'Verdieping' van insolventie of oorzaak van faillissement

Voor aansprakelijkheid vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs* geldt sinds de *Trihotel*-uitspraak dat het handelen van de aandeelhouder moet voldoen aan de door § 826 BGB gestelde vereisten aan een *unerlaubte Handlung*.⁵² De onttrekking dient te kwalificeren als een "*sittenwidrige Schädigung*". Hiervan is niet alleen sprake indien de vermogensonttrekking de insolventie van de vennootschap heeft veroorzaakt, maar ook als de vermogensonttrekking de insolventie heeft 'verdiept'; men spreekt van een *insolvenzauslösenden oder -vertiefenden Entzug*.⁵³ De naam van het leerstuk is daarom enigszins misleidend, nu zij de lading niet ten volle dekt. Ook onttrekkingen die het faillissement van de vennootschap niet hebben veroorzaakt, maar die plaatsvonden op een moment dat het faillissement reeds voorzienbaar was, kwalificeren als *existenzvernichtender Eingriff*.

13.3.2.1 Verdieping van de insolventie

Van een insolventie-verdiepende onttrekking is sprake als tegenover de onttrekking door de aandeelhouder geen tegenprestatie staat en daardoor de reeds bestaande insolventie van de vennootschap wordt verergerd. Als een aandeelhouder vermogen aan de vennootschap onttrekt terwijl de vennootschap – mogelijk vanwege externe omstandigheden – reeds op een faillissement afkoerst, heeft de onttrekking tot gevolg dat in faillissement een groter tekort – en dus minder vermogen voor het verhaal van de crediteuren – zal resteren.⁵⁴

13.3.2.2 Oorzaak van het faillissement

Een *existenzvernichtender Eingriff* kan ook de oorzaak zijn van het faillissement van de vennootschap. Indien causaliteit tussen de onttrekking en het faillissement komt vast te staan, zal de door de onttrekking veroorzaakte schade doorgaans

⁵² § 826 BGB bepaalt: "*Wer in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise einem anderen vorsätzlich Schaden zufügt, ist dem anderen zum Ersatz des Schadens verpflichtet.*"

⁵³ BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), r.o. 28.

⁵⁴ Roth & Altmeyers 2012, § 13, nr. 86.

aanzienlijk groter zijn dan in het geval de onttrekking de insolventie slechts heeft verdiept.⁵⁵ In de juridische literatuur is erop gewezen dat het voor een curator niet eenvoudig zal zijn om causaliteit tussen een vermogensonttrekking en het faillissement te bewijzen. Aan een faillissement ligt doorgaans een palet van verschillende oorzaken ten grondslag; vaak is niet mogelijk precies aan te tonen welk gewicht de vermogensonttrekking in de schaal heeft gelegd. Door sommige auteurs wordt daarom betoogd dat rechters niet te strenge eisen aan het bewijs van causaal verband zouden moeten stellen. Voldoende zou moeten zijn dat de onttrekking één van de belangrijke oorzaken van het faillissement is.

Röck overweegt dienaangaande: *“Eine Insolvenzverursachungshaftung ist demnach nicht leicht zu begründen. Zu berücksichtigen ist indes, dass hypothetische Kausalverläufe im Detail nicht nachweisbar sind, da sie durch eine Vielzahl von Einzeltatsachen konstituiert werden. Dies gilt für eine unternehmenstragende Gesellschaft als ‘lebendiger Organismus’ in besonderem Maße. Nicht erforderlich ist daher ein ‘Zwangsläufigkeitszusammenhang’ [...]. Nachweis einer Mitursächlichkeit des Gesellschaftshandelns genügen.”*⁵⁶

13.3.3 Opzet vereist?

Voor aansprakelijkheid op grond van § 826 BGB is vereist dat de schade opzettelijk is toegebracht.⁵⁷ De in de juridische literatuur door sommigen geuite vrees dat hierdoor de lat voor aansprakelijkheid te hoog zou komen te liggen, lijkt ongegrond te zijn.⁵⁸ Rechters hanteren bij de toepassing van § 826 BGB een ruime definitie van het begrip ‘opzet’. De opzet van de handelende persoon wordt vaak afgeleid uit de aard en de wijze van het onrechtmatig handelen; in die zin vindt tot op zekere hoogte een objectivering van het opzetvereiste plaats.⁵⁹ Dit is niet anders bij de aansprakelijkheid vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs*. Van opzet is sprake als de aandeelhouder zich ervan bewust is dat de onttrekking onrechtmatig schade toebrengt aan het vermogen van de vennootschap. Daarvoor is voldoende dat de aandeelhouder zich bewust is van de relevante feiten die de onttrekking onrechtmatig doen zijn; niet is vereist dat de aandeelhouder zich bewust is van de onrechtmatigheid van de onttrekking. Van opzet is niet alleen sprake als de onttrekking plaatsvond met het oogmerk om het verhaal van de schuldeisers illusoir te maken, maar ook indien de benadeling van de crediteuren het voorzienbare gevolg van de onttrekking was en de aandeelhouder dit gevolg op de koop heeft toe

⁵⁵ Zie over de omvang van de schade par. 13.3.5.

⁵⁶ Röck 2011, p. 175.

⁵⁷ § 826 BGB bepaalt: *“wer [...] vorsätzlich Schaden zufügt”*.

⁵⁸ Zie bijvoorbeeld Altmeppen 2007, p. 2659.

⁵⁹ Steffek 2011, p. 840 en Röck 2012, p. 99

genomen; het BGH spreekt in dat geval van “*Eventualdolus*”.⁶⁰ In rechtspraak uit 2012 heeft het BGH uitdrukkelijk overwogen dat voor aansprakelijkheid ten minste voorwaardelijk opzet vereist is.⁶¹

Als de aandeelhouder wordt verweten een *insolvenzvertiefenden Entzug* te hebben gedaan, zal de vennootschap moeten bewijzen dat de aandeelhouder op het moment van de onttrekking wist of moest weten dat het faillissement van de vennootschap op handen was. Houdt het verwijt in dat de onttrekking het faillissement heeft veroorzaakt, dan moet bewezen worden dat de aandeelhouder wist of moest begrijpen dat de onttrekking dusdanig ernstige gevolgen voor de vermogenspositie van de vennootschap zou hebben, dat haar faillissement daarvan het gevolg zou zijn.

13.3.4 Aansprakelijkheid jegens de vennootschap

13.3.4.1 Afbreuk aan crediteurenbescherming?

Ofschoon over het algemeen positief is gereageerd op de *Trihotel*-uitspraak, staat de nieuwe benadering van het BGH ook aan kritiek bloot. Met name wordt het ongelukkig gevonden dat uitsluitend aan de vennootschap de schadevergoedingsvordering vanwege een ongeoorloofde vermogensonttrekking toekomt.⁶² De *existenzvernichtender Eingriff* wordt door het BGH gekwalificeerd als een onrechtmatige daad jegens de vennootschap. De crediteuren zouden slechts middellijk schade ondervinden door ongeoorloofde onttrekkingen.⁶³ De schade van de crediteuren is een afgeleide van de schade aan het vennootschapsvermogen; deze vloeit voort uit het gegeven dat hun vordering op de vennootschap minder waard (of mogelijk zelfs waardeloos) is geworden nu door de onttrekking de financiële positie van de vennootschap is verslechterd.⁶⁴ De interne aansprakelijkheidsnorm zou daarnaast beter aansluiten bij de kapitaalbeschermingsregels vervat in §§ 30 en 31 GmbHG en voorkomen dat aandeelhouders geconfronteerd worden met een

60 BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), p. 15-16: “*Dem Vorsatzerfordernis ist genügt, wenn dem handelnden Gesellschafter bewusst ist, dass durch von ihm selbst oder mit seiner Zustimmung veranlasste Maßnahmen das Gesellschaftsvermögen sittenwidrig geschädigt wird; dafür reicht es aus, dass ihm die Tatsachen bewusst sind, die den Eingriff sittenwidrig machen, während ein Bewusstsein der Sittenwidrigkeit nicht erforderlich ist. Eine derartige Sittenwidrigkeit betrifft nicht nur die Fälle, in denen die Vermögensentziehung geschieht, um den Zugriff der Gläubiger auf dieses Vermögen zu verhindern, sondern ist auch dann anzunehmen, wenn die faktische dauerhafte Beeinträchtigung der Erfüllung der Verbindlichkeiten die voraussehbare Folge des Eingriffs ist und der Gesellschafter diese Rechtsfolge in Erkenntnis ihres möglichen Eintritts billigend in Kauf genommen hat (Eventualdolus).*”

61 BGH 23 april 2012, II ZR 252/10.

62 Zie bijvoorbeeld Geibel 2008, p. 91 en Habersack 2008, p. 548.

63 Altmeppen spreekt van *Reflexschäden*. (Altmeppen 2008a, p. 1204).

64 BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), r.o. 33.

veelheid aan aansprakelijkheidsvorderingen van benadeelde crediteuren.⁶⁵ In de literatuur is opgemerkt dat de keuze voor een interne aansprakelijkheidsregeling voorkomt dat “*ein Windhundrennen der Gesellschaftsgläubiger*” ontstaat.⁶⁶

Anders dan onder het oude leerstuk van *Durchgriffshaftung* kunnen crediteuren dus niet langer zelfstandig ageren tegen aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen. De vordering wordt in de regel namens de vennootschap ingesteld door de curator.⁶⁷ Toch maakt de keuze voor een interne aansprakelijkheidsnorm in veel gevallen praktisch geen verschil. Onder de oude leer van *Durchgriffshaftung* konden de crediteuren weliswaar direct hun schade verhalen op de betreffende aandeelhouder, maar uit de analoge toepassing van § 92 en 93 InsO volgde dat in faillissement uitsluitend de curator bevoegd was de vordering namens de gezamenlijke crediteuren in te stellen.⁶⁸ Het primaat lag kortom reeds bij de curator.

De crediteuren dreigen niettemin achter het net te vissen, als de curator besluit niet te ageren tegen de aandeelhouder. Daarnaast bestaat het risico dat de ongeoorloofde vermogensonttrekkingen van dien aard zijn dat de faillissementsprocedure vanwege een gebrek aan baten nimmer wordt geopend.⁶⁹ Altmeyers heeft aangegeven dat een crediteur in dergelijke gevallen de mogelijkheid heeft beslag te leggen op de vordering van de vennootschap op de aandeelhouder uit hoofde van de

65 Het BGH overweegt: “*Ein Direktanspruch der Gläubiger stünde im Widerspruch zu dem in den Kapitalerhaltungsvorschriften der §§ 30, 31 GmbHG verwirklichten – bei der Existenzvernichtungshaftung zu beachtenden – Grundsatz, dass der Gläubigerschutz durch die Gesellschaft mediatisiert bzw. die gläubigerschützende Haftung zugunsten der Gesellschaft “kanalisiert” wird.*” (BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (Trihotel), r.o. 33).

66 Habersack 2008, p. 547.

67 § 80(1) InsO bepaalt: “*Durch die Eröffnung des Insolvenzverfahrens geht das Recht des Schuldners, das zur Insolvenzmasse gehörende Vermögen zu verwalten und über es zu verfügen, auf den Insolvenzverwalter über.*”

68 Op grond van § 92 InsO komt in faillissement de bevoegdheid om de door de gezamenlijke crediteuren geleden schade (*Gesamtschaden*) te vorderen uitsluitend toe aan de curator (en dus niet langer aan de individuele crediteuren). § 93 InsO bepaalt dat uitsluitend de curator bevoegd is om aandeelhouders van vennootschappen zonder rechtspersoonlijkheid aan te spreken vanwege hun verbondenheid voor de verplichtingen van de vennootschap. Algemeen wordt aangenomen dat dit artikel analoog van toepassing is op de GmbH (zie Kleindiek 2008, p. 690). § 92 InsO bepaalt: “*Ansprüche der Insolvenzgläubiger auf Ersatz eines Schadens, den diese Gläubiger gemeinschaftlich durch eine Verminderung des zur Insolvenzmasse gehörenden Vermögens vor oder nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens erlitten haben (Gesamtschaden), können während der Dauer des Insolvenzverfahrens nur vom Insolvenzverwalter geltend gemacht werden.*” § 93 bepaalt vervolgens: “*Persönliche Haftung der Gesellschafter ist das Insolvenzverfahren über das Vermögen einer Gesellschaft ohne Rechtspersönlichkeit oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien eröffnet, so kann die persönliche Haftung eines Gesellschafters für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft während der Dauer des Insolvenzverfahrens nur vom Insolvenzverwalter geltend gemacht werden.*”

69 § 26(1) InsO bepaalt: “*Das Insolvenzgericht weist den Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens ab, wenn das Vermögen des Schuldners voraussichtlich nicht ausreichen wird, um die Kosten des Verfahrens zu decken.*” Volgens Geibel bestaat hierdoor een prikkel voor aandeelhouders om voor faillissement zoveel vermogen aan de vennootschap te onttrekken dat het faillissement vanwege gebrek aan baten zal worden afgewezen. (Geibel 2008, p. 91).

onttrekking, om deze vervolgens te executeren.⁷⁰ Deze onzekere, inefficiënte en voor de crediteur belastende oplossing verdient volgens hem echter allermist de voorkeur. Hoewel een aantal rechters de keuze voor een *Binnenhaftung* openlijk heeft bekritiseerd,⁷¹ wordt daaraan in de lagere rechtspraak sinds de *Trihotel*-uitspraak strikt vastgehouden.⁷²

13.3.4.2 Erkenning eigen belang van de vennootschap?

Sommige auteurs leiden uit de keuze voor een interne aansprakelijkheid vanwege onttrekkingen af dat het BGH een eigen belang van de vennootschap erkent, dat los staat van de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen. Daarmee zou de discussie die reeds geruime tijd in de juridische literatuur wordt gevoerd, zijn beslecht in het voordeel van de voorstanders van een dergelijke notie.⁷³ Dit zou meebrengen dat op aandeelhouders niet louter een *Treuepflicht* jegens hun medeaandeelhouders rust, maar ook jegens de vennootschap zelf. Volgens deze auteurs dient ook de enig aandeelhouder zich rekenschap te geven van het belang van de vennootschap bij haar eigen voortbestaan.

Andere auteurs hebben hiertegen ingebracht dat een interne aansprakelijkheidsnorm allermist een eigen vennootschappelijk belang veronderstelt.⁷⁴ Uit de *KBV*-uitspraak blijkt immers dat het aandeelhouders te allen tijde vrij staat de onderneming te beëindigen en de vennootschap te liquideren.⁷⁵ Roth en Altmeppen menen dat een *Treuepflicht* van een enig aandeelhouder jegens zijn vennootschap daarom een gekunstelde constructie zou zijn. Een dergelijke *Treuepflicht* zou volgens hen nimmer meer kunnen behelzen dan de verplichting om – uitsluitend met oog op de belangen van de vennootschapscrediteuren – niet onnodig het voortbestaan van de vennootschap in gevaar te brengen.⁷⁶ Het zou niet logisch zijn een dergelijke

70 Altmeppen 2007, p. 2659. Zie hierover tevens Steffek 2011, p. 834. Deze mogelijkheid wordt ook genoemd door het *Bundesgerichtshof* in BGH 9 februari 2009, II ZR 292/07 (*Sanitary*) r.o. 32(g).

71 Zo overwoog het OLG Brandenburg kritisch: “[W]enn die masselose GmbH bereits gelöscht ist, [...] könnte die Verweisung des Gläubigers auf eine Inanspruchnahme der gelöschten GmbH unzumutbar sein und der Gedanke einer Bündelung der Ansprüche in der Person des Insolvenzverwalters nicht zum Zuge kommen, so dass in diesen Fällen eine Außenhaftung des Gesellschafters gegenüber den Gesellschaftsgläubigern aus § 826 BGB eröffnet sein könnte.” (OLG Brandenburg 15 januari 2009, 5 U 170/06, *GWR* 2009, 276517).

72 Zie Röck 2012, p. 98.

73 Zie voor een overzicht van de relevante literatuur Roth & Altmeppen 2012, § 13, nr. 58 en Möller 2005, p. 121.

74 Altmeppen 2008a, p. 1204.

75 Zie par. 13.2.2.3.

76 Zo meent ook Habersack: “Das so verstandene Eigeninteresse auch der Einpersonen-GmbH verkörpert demnach nichts anderes als die – aus entsprechenden Wertungen des GmbH- und Insolvenzrechts herzuleitenden – gläubigerbezogenen Schutzpflichten des Gesellschafters im Umgang mit ‘seiner’ GmbH.” (Habersack 2008, p. 542). In dezelfde zin: Fleischer & Goette 2010, nr. 517.

verplichting dogmatisch als *Treuepflicht* te verankeren; het ligt meer voor de hand om te kiezen voor een aansprakelijkheidsnorm.⁷⁷

13.3.5 Omvang van de schade

Doordat een *Existenzvernichtender Eingriff* sinds de *Trihotel*-uitspraak niet langer leidt tot een *Durchgriffshaftung*, maar gekwalificeerd wordt als een onrechtmatige daad jegens de vennootschap, kunnen aandeelhouders vanwege een dergelijke onttrekking niet langer worden aangesproken voor alle verplichtingen van de vennootschap. Een onrechtmatige onttrekking leidt niet langer tot een doorbraak van aansprakelijkheid, maar tot een verplichting tot vergoeding van de door de onttrekking veroorzaakte schade. In § 249 lid 1 BGB is bepaald: “*Wer zum Schadenersatz verpflichtet ist, hat den Zustand herzustellen, der bestehen würde, wenn der zum Ersatz verpflichtende Umstand nicht eingetreten wäre.*” Voor de omvang van de schade is daarom van belang of de onttrekking de insolventie heeft verdiept of heeft veroorzaakt. Is sprake van een *insolvenzvertiefenden* onttrekking, dan is de aandeelhouder ‘slechts’ gehouden de waarde van de onttrokken middelen aan de vennootschap te vergoeden; deze gehoudenheid tot schadevergoeding heeft in dat geval het karakter van een restitutieplichting.

Is er sprake van een *insolvenzauslösenden Entzug*, dan is de aandeelhouder ook gehouden tot vergoeding van eventuele gevolgschade (*Kollateralschäden*).⁷⁸ In een dergelijk geval kunnen de aandeelhouders bijvoorbeeld ook worden aangesproken voor de faillissementskosten.⁷⁹ Daarnaast rijst dan de vraag of het gehele tekort in faillissement dient te worden aangemerkt als gevolgschade van de uitkering. Röck meent dat deze vraag positief beantwoord dient te worden, terwijl andere auteurs de opvatting lijken te zijn toegedaan dat daarvoor sprake moet zijn van een voldoende causaal verband tussen de onttrekking en het tekort in faillissement. Hoe dit ook zij, de omvang van de aansprakelijkheid kan volgens het BGH nimmer groter zijn dan het bedrag dat voor de voldoening van de crediteuren nodig is, inclusief de faillissementskosten.⁸⁰

⁷⁷ “*Ist das aber die Grundlage aller weiteren Überlegungen zum Gläubigerschutz in der Einmann-GmbH, sollte man sie dogmatisch nicht bei der “Treuepflicht” verankern. Es geht vielmehr um eine Verhaltenshaftung im Interesse der unbefriedigten Gläubiger.*” (Roth & Altmeppen 2012, § 13, nr. 59).

⁷⁸ Röck 2012, p. 101 en Baumbach/Hueck 2013, § 13, nr. 68.

⁷⁹ Zo menen ook Baumbach/Hueck 2013, § 13, nr. 68 en Steffek 2011, p. 833.

⁸⁰ BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (*Trihotel*), r.o. 55.

13.3.6 Bewijslast

Op de vennootschap of haar curator rust de volle bewijslast ten aanzien van een *existenzvernichtenden Eingriff*. De curator moet niet alleen bewijzen dat de onttrekking het faillissement heeft veroorzaakt of het tekort in het faillissement heeft verdiept, maar dient tevens aan te tonen dat de aandeelhouder dit wist of moest weten. Het BGH is de curator in deze niet tegemoet gekomen, bijvoorbeeld door de introductie van een bewijsvermoeden.⁸¹ De procespositie van de curator is daarom aanzienlijk verslechterd sinds de aandeelhoudersaansprakelijkheid niet langer gebaseerd wordt op het concernrecht, nu onder de destijds vigerende normen de bewijslast werd omgekeerd indien de aandeelhouder een hoge mate van controle over de vennootschap had uitgeoefend.

Onder het huidige recht zal het vaak niet eenvoudig zijn om de voor aansprakelijkheid benodigde feiten te bewijzen. In het bijzonder laat zich de hoogte van de door de onttrekking veroorzaakte schade lastig aantonen. In de juridische literatuur gaan daarom stemmen op om de bewijslast voor de curator te verlichten, bijvoorbeeld in het geval dat de vermogensonttrekkingen zo complex en talrijk zijn dat niet meer kan worden vastgesteld hoe hoog de daardoor veroorzaakte schade precies is. Roth en Altmeppen bepleiten dat in dat geval dient te worden vermoed dat de schade bestaat uit het gehele tekort in faillissement; het zou dan aan de aandeelhouder zijn om dit vermoeden te weerleggen.⁸²

13.3.7 Existenzvernichtung door een GmbH-Stafette?

Aandeelhouders kunnen op grond van § 826 BGB aansprakelijk zijn als zij de door de vennootschap gedreven onderneming overhevelen naar een nieuwe entiteit, die de onderneming vervolgens voortzet, terwijl de verplichtingen achterblijven in de oorspronkelijke vennootschap; men spreekt in dat geval van een *GmbH-Stafette*.⁸³ Hoewel sommige juridische auteurs de mening zijn toegedaan dat het hier gaat om een conceptueel andere aansprakelijkheidsnorm, blijkt uit de jurisprudentie van het BGH dat de aansprakelijkheid vanwege de *GmbH-Stafette* een *Fallgruppe* van de aansprakelijkheid vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs* is. Het BGH heeft in 2012 overwogen dat het goed denkbaar is dat de overdracht van de gehele onderneming aan een andere (aan de aandeelhouder gelieerde) vennootschap kwalificeert als een *existenzvernichtender Eingriff*.⁸⁴ Daarvoor is echter wel vereist dat de vennootschap die de onderneming voortzet geen reële prijs betaalt voor de overname van de onderneming. De crediteuren van de vennootschap worden immers slechts benadeeld voor zover de vennootschap een te lage prijs heeft

⁸¹ Roth & Altmeppen 2012, § 13, nr. 96.

⁸² Roth & Altmeppen 2012, § 13, nr. 96.

⁸³ Zie Steffek 2011, p. 839 & Michalski 2010, § 13 nr. 4(c).

⁸⁴ BGH 23 april 2012, II ZR 252/10.

ontvangen voor de onderneming. Uit het feit dat de vermogensbestanddelen voor een lager bedrag zijn verkocht dan waarvoor zij op de balans stonden, volgt niet zonder meer dat crediteurenbenadeling heeft plaatsgevonden. Van belang is welk bedrag verkoop van de onderneming aan een derde redelijkerwijs had opgeleverd.

13.4 Existenzvernichtung en materiële onderkapitalisatie

13.4.1 Nominale en materiële onderkapitalisatie

In de Duitse juridische literatuur is lange tijd gediscussieerd over de vraag of onderkapitalisatie van de vennootschap aanleiding zou moeten geven tot aansprakelijkheid van haar aandeelhouders.⁸⁵ In de Duitse doctrine wordt onderscheid gemaakt tussen nominale onderkapitalisatie en materiële onderkapitalisatie. Van nominale onderkapitalisatie is sprake als de vennootschap met een te klein eigen vermogen is uitgerust, maar de aandeelhouders wel in de vermogensbehoefte van de vennootschap hebben voorzien door het verstrekken van leningen. Een dergelijke vorm van onderkapitalisatie kan aanleiding geven tot achterstelling van de aandeelhoudersleningen in faillissement,⁸⁶ maar niet tot aansprakelijkheid van de aandeelhouders jegens de vennootschap of haar crediteuren.

Materiële onderkapitalisatie houdt in dat de aandeelhouders in onvoldoende mate zorg hebben gedragen voor een adequate financiering van de vennootschap in het licht van de door haar ontplooiende activiteiten. Waar bij nominale onderkapitalisatie louter het eigen vermogen ontoereikend is, terwijl het totale vermogen wél voldoende is, staat bij materiële onderkapitalisatie de totale financiering – eigen vermogen plus vreemd vermogen – in een wanverhouding tot de activiteiten van de vennootschap. Een aanzienlijk aantal Duitse juridische auteurs heeft getracht een sluitende, absolute definitie te formuleren van het begrip ‘*materieller Unterkapitalisierung*’.⁸⁷ Dat dit een buitengewoon lastige, zo niet onmogelijke opgave is, daar is men het over eens.⁸⁸ De gehanteerde definities komen niettemin in hoge mate met elkaar overeen: het moet gaan om een wanverhouding tussen enerzijds de financiering die de aandeelhouders aan de vennootschap hebben verstrekt en anderzijds

85 Michalski merkt dienaangaande op: “*Die streitigste und wichtigste Fallgruppe der Durchgriffshaftung ist die Unterkapitalisierung, also Fälle, in denen die Gesellschafter die Gesellschaft mit zu wenig Kapital ausstatten.*” (Michalski 2010, § 13, nr. 376).

86 Zie hierover uitgebreid het volgende hoofdstuk van dit proefschrift.

87 Zie voor uitgebreide verhandelingen over *unterkapitalisierung*: Möller 2005 en Eckhold 2002.

88 Möller merkt hierover op: “*Ein zentrales Problem in der rechtlichen Behandlung von Sachverhalten der materiellen Unterkapitalisierung liegt darin, dass die Formulierung darauf bezogenen Tatbestandes schwierig und nach Ansicht mancher sogar möglich ist: Die exakte Unterscheidung zwischen der noch angemessen Eigenkapital ausgestatteten GmbH und der schon unterkapitalisierten wirft große Schwierigkeiten auf.*” (Möller 2005, p. 8).

de vermogensbehoefte van de vennootschap die voortvloeit uit de door haar gedreven onderneming.

Möller geeft aan dat de volgende definitie het meest gebruikt wordt: “*Eine Gesellschaft ist ‚unterkapitalisiert‘ wenn das Eigenkapital nicht ausreicht, um den nach Art und Umfang der angestrebten oder tatsächlichen Geschäftstätigkeit unter Berücksichtigung der Finanzierungsmethoden bestehenden, nicht durch Kredite Dritter zu deckenden mittel- oder langfristigen Finanzbedarf zu befriedigen.*”⁸⁹

Hoewel bovenstaande definitie het eigen vermogen (*Eigenkapital*) tot uitgangspunt neemt, is voor de vraag of er sprake is van onderkapitalisatie ook van belang in welke mate de vennootschap in staat is om vreemd vermogen aan te trekken.⁹⁰ Hierop kunnen meer factoren van invloed zijn dan uitsluitend de omvang van het eigen vermogen.⁹¹

Een aantal juridische auteurs maakt onderscheid tussen *einfacher (materieller) Unterkapitalisierung* en *qualifizierter Unterkapitalisierung*.⁹² Deze auteurs menen dat van laatstgenoemde vorm van onderkapitalisatie sprake is indien de financiering van de vennootschap voor de bij de vennootschap betrokken personen onmiskenbaar inadequaat is. Alleen in dergelijke krasse gevallen zou onderkapitalisatie volgens hen tot aansprakelijkheid moeten leiden.

13.4.2 Debat over aansprakelijkheid wegens materiële onderkapitalisatie

De stelling dat materiële onderkapitalisatie dient te leiden tot aansprakelijkheid van aandeelhouders, is in de Duitse juridische literatuur door velen verdedigd.⁹³ In de Duitse doctrine is de communis opinio dat de aandeelhouders verantwoordelijk zijn voor de financiering van de vennootschap, zodat eventuele aansprakelijkheidsgevolgen vanwege een gebrek in die financiering primair voor rekening van de aandeelhouders (en dus niet de bestuurders) moeten komen.⁹⁴ Aanvankelijk werd onderkapitalisatie door veel juridische auteurs beschouwd als een vorm van misbruik van rechtspersoonlijkheid; het zou in strijd zijn met het “*Wesen der juristischen Person*” als de aandeelhouders geen zorg droegen voor een adequate

⁸⁹ Möller 2005, p. 8.

⁹⁰ Michalski merkt op: “[E]ine Unterkapitalisierung [liegt] nur dann vor, wenn der entstehende Finanzbedarf nicht anderweitig zu decken ist. Die Gesellschaft darf also nicht mehr kreditfähig sein, denn so lange sie den Finanzbedarf durch Dritte decken kann, ist die mangelnde Eigenkapitalausstattung irrelevant.” (Michalski 2010, § 13, nr. 381).

⁹¹ Zie hoofdstuk 2.

⁹² Baumbach/Hueck 2013, § 5, nr. 6.

⁹³ Zie voor een overzicht Steffek 2011, p. 838, voetnoot 406.

⁹⁴ Möller concludeert op basis van zijn rechtsvergelijkend onderzoek dat in Engeland en Frankrijk de normering van de kapitalisatie van de vennootschap zich juist primair richt tot de bestuurders. (Möller 2005, p. 5).

financiering.⁹⁵ Aandeelhouders die de vennootschap onvoldoende vermogen ter beschikking stelden om haar doel te kunnen bereiken, maakten zich schuldig aan “*Institutsmissbrauch*”.

*“Die Gesellschaft müsse aus Gründen des Verkehrsschutzes kapitalmäßig so aufgebaut und ‚organisiert‘ sein, dass ihr Bestand nicht von vornherein ganz offensichtlich gefährdet ist.”*⁹⁶

Een aantal auteurs heeft betoogd dat uit het in de vennootschapsrechtelijke wetgeving vervatte systeem van kapitaalbescherming voortvloeit dat aandeelhouders geen aanspraak kunnen maken op het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid indien zij de vennootschap hebben ondergekapitaliseerd.⁹⁷ De zorgvuldig door de wetgever ontworpen kapitaalregels strekken er immers toe te voorkomen dat het kapitaal door aandeelhouders wordt onttrokken, met oog op de belangen van de vennootschapscrediteuren. Dit systeem kan louter een wezenlijke rol spelen bij de bescherming van de vennootschapscrediteuren, indien het aanvankelijk ter beschikking gestelde kapitaal in een reële verhouding staat tot de uitgeoefende activiteiten, zo menen deze auteurs.

Anderen hebben zich juist verzet tegen de gedachte dat aandeelhouders aansprakelijk zijn als zij de vennootschap hebben ondergekapitaliseerd. Een deel van hen wijst op de (in hoofdstuk 3 besproken) mogelijkheden van crediteuren om zichzelf contractueel te beschermen tegen de risico’s die voortvloeien uit een marginaal gekapitaliseerde handelspartner. Ook wordt aangevoerd dat een dergelijke aansprakelijkheid zich slecht verhoudt met het *GmbH-Gesetz*, nu daarin uitdrukkelijk een arbitrair minimumkapitaal wordt voorgeschreven en aan de aandeelhouders geen verplichting is opgelegd om de vennootschap adequaat te financieren.

13.4.3 De wetgever voorziet niet in een aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie

Bij de eerste herziening van het GmbH-recht in 1980 is overwogen de norm te introduceren dat de vennootschap met oog op de beoogde of daadwerkelijke omvang van de te ondernemen activiteiten, met een “*angemessenen Eigenkapital*” uitgerust zou moeten worden. In de toelichting bij het wetsontwerp werd van dit idee echter uitdrukkelijk afstand genomen, nu een dergelijke regel weliswaar “*im Interesse eines verstärkten Gläubigerschutzes [...] überlegenswert*” werd geacht, maar vanuit praktisch perspectief als “*nicht durchführbar*” werd aangemerkt.

⁹⁵ Zie bijvoorbeeld Serick 1955.

⁹⁶ Kuhn 1964, p. 216.

⁹⁷ Zie bijvoorbeeld Wiedemann 2003, p. 286.

De regering overwoog: “*Schon bei der Gründung [der Gesellschaft] lässt sich nicht mit hinreichender Sicherheit feststellen, welches Eigenkapital dem Geschäftszweig und dem sich erst im Laufe der künftigen Entwicklung erweisenden Geschäftsumfang der Gesellschaft angemessen ist. Ebenso wenig lässt sich dies während des Bestehens der Gesellschaft laufend feststellen und überwachen. Der Gesellschaft schließlich im Konkursfall nachzurechnen, welches Eigenkapital für sie in bestimmten vorhergehenden Zeitabschnitten erforderlich gewesen wäre, ist ebenfalls kaum möglich. Aufgrund einer solchen Berechnung die Gesellschafter für die fehlende Eigenkapitalausstattung haften zu lassen, wäre mit dem Gebot der Rechtssicherheit nicht vereinbar.*”⁹⁸

Volgens de toelichting kon van aandeelhouders niet gevraagd worden om bij aanvang van de ondernemingsactiviteiten vast te stellen welke vermogensbehoefte de vennootschap zou hebben. Aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie stond daarom op (te) gespannen voet met de rechtszekerheid. In 1998 herhaalde de Duitse regering dit standpunt.⁹⁹ Ook in de toelichting bij de herziening van het *GmbH-Gesetz* in 2008 (het MoMiG), is een dergelijke aansprakelijkheid uitdrukkelijk van de hand gewezen. Het minimumkapitaal vormt het enige vereiste dat de Duitse wetgever stelt aan de kapitalisatie van de vennootschap op het moment van haar oprichting.

De wetgever overwoog in 2008: “*Für das System des MoMiG ist jedenfalls das gezeichnete Stammkapital die Grenze, eine Unterkapitalisierungshaftung ist bewusst nicht vorgesehen.*”¹⁰⁰

13.4.4 Het Gamma-ordeel: geen aansprakelijkheid wegens materiële onderkapitalisatie?

13.4.4.1 De casus

In de *Gamma*-zaak uit 2008 diende het BGH te oordelen over de vraag of materiële onderkapitalisatie kan leiden tot aansprakelijkheid van aandeelhouders.¹⁰¹ De curator van de gefailleerde *Gamma GmbH (Gamma)* sprak de drie aandeelhouders van deze vennootschap aan.¹⁰² *Gamma* was opgericht met een nominaal kapitaal van 25.000 euro met het doel om de verplichtingen van *B-Kommanditgesellschaft*

⁹⁸ BT-Drs. 7/253, p. 110, ontleend aan Möller 2005, p. 26.

⁹⁹ “*Eine verschiedentlich vorgeschlagene Durchgriffshaftung wegen materieller Unterkapitalisierung [sei] nicht gewollt*”. BT-Drs. 13/7141, p. 12, ontleend aan Möller 2005, p. 26.

¹⁰⁰ Toelichting Gesetzentwurf, p. 30.

¹⁰¹ BGH 28 april 2008, II ZR 264/06, *NJW* 2008, 2437 (*Gamma*).

¹⁰² Eén van de aandeelhouders was tevens bestuurder van *Gamma*.

(B-KG) jegens een twintigtal van haar werknemers over te nemen in het kader van een reorganisatie.¹⁰³ Twee van de aandeelhouders in *Gamma* hielden middellijk ook de aandelen in B-KG. *Gamma* kon voor een deel van haar financiering een beroep doen op publieke gelden, voor het overige – de zogenaamde *Ramanenzkosten* – zou B-KG zorg dragen. Deze overige kosten werden geschat op 25.000 euro per maand voor een looptijd van twee jaar en werden de eerste maanden ook door B-KG aan *Gamma* voldaan. Toen B-KG daarna echter faillieerde en niet langer tot betaling aan *Gamma* in staat was, vroeg ook *Gamma* faillissement aan.

13.4.4.2 OLG Düsseldorf: onderkapitalisatie als vorm van Existenzvernichtung

De curator van *Gamma* stelde zich op het standpunt dat de aandeelhouders zich schuldig hadden gemaakt aan een *Existenzvernichtender Eingriff* door de vennootschap onder te kapitaliseren en sprak de aandeelhouders aan voor de resterende betalingen waarop de werknemers zijns inziens recht hadden. Het *Oberlandesgericht* (OLG) van Düsseldorf toonde zich ontvankelijk voor het betoog van de curator. Naar het oordeel van het OLG hadden de aandeelhouders geen zorg gedragen voor de voorzienbaar benodigde financiering van *Gamma*. Er was sprake van een *Aschenputtel-gesellschaft*; alle verplichtingen jegens de werknemers waren in *Gamma* ondergebracht, terwijl geen zorg was gedragen voor haar financiering.¹⁰⁴ Een dergelijk misbruik van rechtspersoonlijkheid diende volgens het OLG te leiden tot aansprakelijkheid van de betrokken aandeelhouders.¹⁰⁵

13.4.4.3 BGH: onderkapitalisatie is geen Existenzvernichtung

Anders dan het OLG Düsseldorf, overwoog het BGH echter dat materiële onderkapitalisatie niet gelijk is aan een *Existenzvernichtender Eingriff* en evenmin als een categorie daarvan kan worden aangemerkt. Voor aansprakelijkheid op grond van laatstgenoemd leerstuk is vereist dat de aandeelhouders vermogen of liquiditeiten aan de vennootschap hebben onttrokken; er dient sprake te zijn van een “*Eingriff in das im Gläubigerinteresse zweckgebundene Gesellschaftsvermögen*”. Daarvan is bij een onderkapitalisatie bij oprichting of op een later moment vanzelfsprekend geen sprake.

Kleindiek overweegt dienaangaande: “Denn ein “Eingriff” in das zweckgebundene Vermögen der [Gamma GmbH] kann in [die Unterkapitalisierung – JB] [...] nicht

¹⁰³ *Gamma* was een *Beschäftigungs- und Qualifizierungsgesellschaft*; dergelijke vennootschappen worden in Duitsland gebruikt om werknemers binnen een concern in onder te brengen, alwaar zij worden opgeleid/omgeschoold om ergens anders binnen of buiten de onderneming te kunnen worden ingezet, zonder dat het dienstverband (tijdelijk) hoeft te worden onderbroken.

¹⁰⁴ Zie over de *Aschenputtel-Gesellschaft* par. 13.6.2.

¹⁰⁵ Nu het OLG Düsseldorf in 2006 uitspraak deed, kon zij geen rekening houden met de ingrijpende koerswijziging van het BGH in de *Trihotel*-uitspraak uit 2007.

*gesehen werden. Allein zur Sanktion von Vermögensverlagerungen hatte der II. Senat die besondere Fallgruppe des existenzvernichtenden Eingriffs aber von Beginn an konzipiert: als funktionale Ergänzung der gesetzlichen Kapitalerhaltung nach §§ 30, 31 GmbHG, zum Ausgleich jedenfalls eines Teils der Schutzlücken, die das (bilanzorientierte) Kapitalerhaltungssystem lässt.*¹⁰⁶

13.4.4.4 BGH: geen algemene aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie

Vervolgens oordeelde het BGH dat het wettelijke systeem evenmin ruimte biedt voor een algemene vennootschapsrechtelijke aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onderkapitalisatie. Het BGH verwees naar het feit dat de wetgever nimmer heeft gekozen voor een verdergaande kapitaaleis dan het minimumkapitaal, ondanks de daartoe strekkende pleidooien in de juridische literatuur. Ook in de toelichting bij het voorontwerp van het MoMiG vond het BGH steun voor zijn oordeel dat de wetgever een dergelijke aansprakelijkheidsnorm nimmer heeft gewild.

*“Eine Haftung des GmbH-Gesellschafters wegen unzureichender Kapitalisierung der Gesellschaft – sei es in Form zu geringer Eigenkapitalausstattung, sei es in Gestalt einer allgemeinen Mangelhaftigkeit der Vermögensausstattung im weitesten Sinne – ist weder gesetzlich normiert noch durch richterrechtliche Rechtsfortbildung als gesellschaftsrechtlich fundiertes Haftungsinstitut anerkannt. [...]”*¹⁰⁷

Het BGH overwoog dat het begrip ‘onderkapitalisatie’ een onbestemd karakter heeft en dat in de jurisprudentie van de verschillende *Zivil Senaten* nimmer aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie is aanvaard; de onderhavige casus bood volgens het BGH geen aanleiding om van die lijn af te wijken. Op de aandeelhouder van de GmbH rust de plicht om de GmbH bij oprichting met een minimumkapitaal van 25.000 euro te financieren en om gedurende het bestaan van de vennootschap de kapitaalregels in acht te nemen. Het leerstuk van de *existenzvernichtenden Eingriffs* beperkt daarnaast de mogelijkheden van de aandeelhouder om vermogen of liquiditeiten aan de vennootschap te onttrekken zonder daarbij de gerechtvaardigde belangen van de vennootschap en haar crediteuren te respecteren. Tot slot verplicht de wet in bepaalde crisissituaties tot liquidatie van de vennootschap, om te voorkomen dat een kansloze onderneming op kosten van de crediteuren wordt voortgezet.¹⁰⁸ Voor zover de aandeelhouder zich binnen deze grenzen begeeft, is “seiner ‘Finanzierungsentscheidung’ grundsätzlich frei”, aldus het BGH.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Kleindiek 2008, p. 688.

¹⁰⁷ BGH 28 april 2008, II ZR 264/06 (*Gamma*), r.o. 17.

¹⁰⁸ Zie par. 11.7.1.

¹⁰⁹ BGH 28 april 2008, II ZR 264/06 (*Gamma*), r.o. 23.

Het BGH overwoog: “*Das GmbHG will nicht die Lebensfähigkeit einer jeden GmbH sicherstellen, sondern nur einen generellen Mindestschutz der Gläubiger gewähren.*”¹¹⁰

13.4.4.5 Onderkapitalisatie als onrechtmatige daad?

Ofschoon in het eerste deel van de *Gamma*-uitspraak de discussie over de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onderkapitalisatie definitief leek beslecht, zette het BGH de deur naar een dergelijke aansprakelijkheidsnorm in het tweede deel van zijn uitspraak toch op een kier. Het BGH overwoog uitdrukkelijk dat het de vraag onbeantwoord liet of onderkapitalisatie – mogelijk onder specifieke omstandigheden – wél gekwalificeerd kan worden als een *Unerlaubte Handlung* van de aandeelhouders in de zin van § 826 BGB; kortom of er een aparte categorie van onrechtmatig handelen bestaat waarin materiële onderkapitalisatie wél thuishoort.¹¹¹ Het BGH hoefde niet te oordelen of een dergelijke aansprakelijkheid in de onderhavige zaak aan de orde was, nu de curator op grond van § 92 en § 93 InsO niet bevoegd was voor deze schade namens de werknemers op te komen. Dat aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onderkapitalisatie in alle gevallen ondenkbaar is, kan dus niet op basis van de *Gamma*-uitspraak worden geconcludeerd. Wél is sinds deze uitspraak helder dat het BGH het leerstuk van *existenzvernichtenden Eingriffs* restrictief uitlegt; onderkapitalisatie valt daar niet onder.

13.4.5 Aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie na het *Gamma*-oordeel

Na de *Gamma*-uitspraak van het BGH wordt in de juridische literatuur (nog steeds) door velen betoogd dat aandeelhouders rekening dienen te houden met een aansprakelijkheidsrisico als zij de vennootschap onderkapitaliseren. Als het handelen van de aandeelhouders ter zake van de financiering immers kwalificeert als een *sittenwidrige Schädigung*, zou aansprakelijkheid op grond van § 826 BGB mogelijk kunnen zijn. Het is communis opinio dat hiervan uitsluitend sprake kan zijn indien de aandeelhouder de onderkapitalisatie kan worden toegerekend omdat hij nauw bij de vennootschap betrokken is. Het opzet-vereiste uit § 826 BGB dient volgens veel auteurs, net als ten aanzien van de *existenzvernichtenden Eingriffs*, soepel geïnterpreteerd te worden; uit een evidente, omvangrijke wanverhouding tussen de financiering en de activiteiten van de vennootschap zou deze ‘opzet’ moeten worden afgeleid. Tevens is men het erover eens dat voor aansprakelijkheid causaliteit dient te bestaan tussen de onderkapitalisatie en het faillissement; voor

¹¹⁰ BGH 28 april 2008, II ZR 264/06 (*Gamma*), r.o. 23.

¹¹¹ “*Ob etwa innerhalb des Tatbestandes des § 826 BGB – ähnlich wie für die Fälle des existenzvernichtenden Eingriffs – Anlass und Raum ist für die Bildung einer besondere Fallgruppe der ‘Haftung wegen Unterkapitalisierung einer GmbH’, bei der der Haftungstatbestand und dessen Rechtsfolgen einer bestimmten generalisierenden Einordnung zugänglich sein müssten, lässt der Senat offen.*” (BGH 28 april 2008, II ZR 264/06 (*Gamma*), r.o. 25). Zie hierover ook Bamberger/Roth 2012, § 21, nr. 21.

zover het faillissement een andere oorzaak heeft, zou de onderkapitalisatie niet hebben geresulteerd in schade voor de crediteuren.

Minder eenstemmigheid bestaat er over de vraag of onderkapitalisatie zou moeten leiden tot een interne of een externe aansprakelijkheid. Uit de *Gamma*-uitspraak kan worden afgeleid dat het BGH een externe aansprakelijkheid jegens de crediteuren op het oog heeft. Volgens Altmeyen is sprake van onrechtmatige onderkapitalisatie indien de aandeelhouders op kosten van de crediteuren speculeren en dit nadeel voor de crediteuren voorzienbaar is. Anders dan bij onrechtmatige vermogensonttrekkingen, is in een dergelijk geval de schade van de crediteuren geen afgeleide van de schade aan het vennootschapsvermogen; het gaat om directe schade die door de crediteuren zelf gevorderd kan worden.¹¹²

13.5 Existenzvernichtung en LBO's

De aanzienlijke toename van het aantal LBO's en de daarbij gebruikte hoeveelheid schuldfinanciering heeft in Duitsland vooralsnog niet tot (gepubliceerde) rechtspraak geleid over de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege LBO-financiering.¹¹³ Dat neemt niet weg dat in de literatuur de nodige aandacht is besteed aan deze financieringsvorm en in het bijzonder aan de toepasselijkheid van het leerstuk van de *existenzvernichtender Eingriff* op de LBO.¹¹⁴

13.5.1 Aansprakelijkheid van koper of verkoper?

Als een met een LBO gepaard gaande onttrekking kwalificeert als een *existenzvernichtender Eingriff*, zal in beginsel de acquisitieve vennootschap aansprakelijk zijn. Het is doorgaans immers de acquisitieve vennootschap die (na de overname van de aandelen) het vermogen aan de doelwitvennootschap onttrekt, door dividenduitkeringen, *upstream loans* of *upstream securities*. Zoals reeds eerder is aangegeven, zal de curator van de doelwitvennootschap echter weinig opschieten met een veroordeling van de acquisitieve vennootschap tot vergoeding van de door de onttrekkingen veroorzaakte schade; de acquisitieve vennootschap beschikt doorgaans niet over andere activa dan de aandelen in het doelwit. Wellicht bestaat de mogelijkheid om de achterliggende investeerder – de aandeelhouder van de acquisitieve vennootschap – aansprakelijk te stellen vanwege onderkapitalisatie van de acquisitieve vennootschap; in het licht van de hiervoor besproken *Gamma*-uitspraak is het succes van een dergelijke claim allerminst gegeven.

112 “Ein eigener Anspruch der Gesellschaft scheidet in dieser Konstellation schon deswegen aus, weil diese nicht geschädigt, sondern durch die dolose Gläubigergefährdung aufgrund von Vorleistungen typischerweise nur bereichert wird.” Altmeyen 2008a, p. 1206.

113 Zie over de LBO in het algemeen par. 2.5, en over de LBO in Duitsland par. 11.9.1.

114 Voor een overzicht van de verschillende structuren die een LBO in Duitsland kan hebben, zie par. 11.9.1.

Het ligt daarom in de rede dat curatoren hun pijlen zullen richten op de persoon die zijn aandelen in het kader van de LBO heeft vervreemd.¹¹⁵ Het onttrokken vermogen is immers door de acquisitievennootschap aangewend om aan hem de koopprijs voor zijn aandelen te voldoen. De meningen zijn verdeeld over de kans van slagen van een dergelijke vordering van de curator. Een aantal auteurs meent dat de verkopende aandeelhouder in het geheel geen aansprakelijkheidsrisico loopt als de vermogensonttrekking pas ná de overdracht van de aandelen (en op aanwijzing van de koper) plaatsvindt; de verkopende aandeelhouder zou niet aansprakelijk kunnen worden gehouden voor het handelen van de koper na overdracht van de aandelen.

Andere auteurs wijzen er daarentegen op dat het BGH expliciet heeft overwogen dat aandeelhouders ook aansprakelijk kunnen zijn als zij uitsluitend een vermogensonttrekking door een andere aandeelhouder instemmend hebben toegelaten.¹¹⁶ Volgens hen is het denkbaar dat een rechter zal oordelen dat de verkoper door de overdracht van zijn aandelen heeft meegewerkt aan de *existenzvernichtender Eingriff*, althans deze heeft mogelijk gemaakt. Als de verkoper op de hoogte was van de wijze waarop de koopprijs van zijn aandelen werd gefinancierd en de gevolgen daarvan op de koop heeft toegenomen, zou aansprakelijkheid gerechtvaardigd zijn. De hier gehanteerde redenering lijkt niet wezenlijk anders dan de in de literatuur ingenomen standpunten ter zake van de terugbetalingsverplichting van de verkopende aandeelhouder op grond van § 31 GmbHG vanwege LBO-onttrekkingen in strijd met § 30 GmbHG;¹¹⁷ de restitutieplichting/aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouder komt pas in beeld als deze voorafgaande aan de verkoop van zijn aandelen bekend was, of redelijkerwijs bekend had moeten zijn, met het feit dat de koopprijs van zijn aandelen door de koper ten laste van de vennootschap zou worden gebracht, in strijd met de bepalingen van het GmbHG of het BGB.

13.5.2 De vereiste opzet/voorzienbaarheid bij een LBO

Habersack heeft in 2008 de vrees geuit dat het opzet-vereiste van § 826 BGB er mogelijk toe zal leiden dat aandeelhouders ten onrechte aan aansprakelijkheid zullen ontsnappen vanwege hun betrokkenheid bij een LBO. Volgens Habersack dienen aan een LBO realistische prognoses ten grondslag te liggen waaruit blijkt dat de aan de bank verstrekte zekerheden waarschijnlijk niet zullen worden ingeroepen of waar anderszins uit blijkt dat de vennootschap na de LBO waarschijnlijk zal kunnen voortgaan met betaling van haar schulden. Als de gehanteerde prognoses niet redelijk

¹¹⁵ Zie hierover Link 2007.

¹¹⁶ Zie par. 13.2.2.2 en tevens Link 2007.

¹¹⁷ Zie par. 11.9.5.

waren, is aansprakelijkheid van de daarbij betrokken aandeelhouders en bestuurders gerechtvaardigd.¹¹⁸

Waitz betoogt in zijn proefschrift dat aansprakelijkheid vanwege een LBO zelden zal voorkomen nu het moeilijk denkbaar is dat de daarvoor vereiste opzet ten tijde van de transactie bij de betrokken partijen aanwezig was.¹¹⁹ Waitz interpreteert de vereiste opzet voor aansprakelijkheid vanwege een *existenzvernichtender Eingriff* vrij strikt: zijns inziens is daarvan louter sprake indien partijen voorzagen dat een onttrekking tot het faillissement van de vennootschap zou moeten leiden. Waitz meent dat partijen met deze wetenschap nimmer tot financiering van de LBO bereid zouden zijn. Hij betoogt dat van de betrokkenheid van de financierende bank een aanzienlijke preventieve werking uitgaat. Banken zullen zijns inziens louter vermogen aan de doelwitvennootschap beschikbaar willen stellen indien uit zorgvuldig onderzoek naar de financiële positie van het doelwit blijkt dat terugbetaling redelijkerwijs te verwachten is. Daarnaast wijst Waitz op het gegeven dat de koper tevens (eigen) vermogen in de acquisitievennootschap investeert; daartoe zou de koper niet bereid zijn indien het faillissement van de vennootschap redelijkerwijs te verwachten was.¹²⁰ De inbreng van de investeerder vindt immers op hetzelfde moment plaats als de onttrekking van het vermogen aan de doelwitvennootschap.¹²¹

Seibt meent dat de bij een LBO betrokken bestuurders en aandeelhouders een prognose dienen op te stellen waaruit blijkt dat redelijkerwijs te verwachten is dat de vennootschap na de transactie zal kunnen voortgaan met betaling van haar schulden: “*Die Solvenzprognose ist danach bei der gebotenen ex ante-Betrachtung nicht zu beanstanden, wenn sie auf der Grundlage angemessener Informationen, bei Nutzung anerkannter finanzwirtschaftlicher Methoden, der Marktüblichkeit der Finanzierung (z.B. Höhe der interest coverage ratio (Zinsdeckungsgrad) – also dem Verhältnis von Zinsaufwand zum Ergebnis vor Zinsen und Steuern (und Abschreibung) – als der in der*

118 “Zu denken ist etwa an die Finanzierung des Anteils erwerbs durch die Gesellschaft selbst, etwa dadurch, dass diese der den Anteils erwerb finanzierenden Bank Sicherungsrechte an betriebsnotwendigem Vermögen bestellt, diese Sicherheiten sodann in Anspruch genommen werden und dies zur Insolvenz der Gesellschaft führt. [...] [Es] sollte an sich Einvernehmen darüber bestehen, dass der Gesellschafter in diesem Fall der Haftung für Insolvenzverursachung oder -vertiefung nur dann entgeht, wenn er und der Geschäftsführer aufgrund einer soliden Prognose davon ausgehen durften, dass es nicht zur Inanspruchnahme der Sicherheit oder jedenfalls nicht zur Insolvenz der Gesellschaft kommt, mithin der Fortbestand der Gesellschaft nicht leichtfertig aufs Spiel gesetzt worden ist.⁵⁸ Werden die Anforderungen an eine derartige Prognose nicht erfüllt, lässt sich das Vorsatzfordernis im Sinne des § 826 BGB möglicherweise nicht immer zwanglos bejahen.” (Habersack 2008, p. 546).

119 Waitz 2009, p. 262-262.

120 Vgl. Seibt 2007, p. 309.

121 Vgl. Schulz 2005, p. 332.

Finanzwirtschaft üblichen Kennzahl über Zinsbelastung und unter Einstellung der Absolute Priority Rule nachvollziehbar und schlüssig erfolgte.”¹²²

13.6 Overige vormen van aandeelhoudersaansprakelijkheid

Naast de aansprakelijkheid vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs* en de (door de rechter nog niet erkende) aansprakelijkheid vanwege materiële onderkapitalisatie, wordt in Duitsland een tweetal andere *fallgruppe* van aandeelhoudersaansprakelijkheid onderkend. Deze komen hierna kort aan bod.

13.6.1 Vermögenvermischung & Sphärenvermischung

Doorbraak van aansprakelijkheid naar aandeelhouders is mogelijk indien het vermogen van de vennootschap in onvoldoende mate is afgescheiden van het vermogen van de aandeelhouder.¹²³ Volgens het BGH is hiervan sprake als “*eine Vermögensabgrenzung zwischen Gesellschafts- und Privatvermögen durch eine undurchsichtige Buchführung oder auf andere Weise allgemein verschleiert wird, so dass insbesondere die Beachtung der Kapitalerhaltungsvorschriften [...] unkontrollierbar wird.*”¹²⁴ In een dergelijke situatie van *Vermögenvermischung*,¹²⁵ kunnen de kapitaalvoorschriften hun werk niet doen en staan crediteuren aan het risico bloot dat in strijd met § 30 GmbHG vermogensoverheveling plaatsvindt van de vennootschap naar de aandeelhouders, zonder dat dit achteraf kan worden gecontroleerd en gecorrigeerd. Het BGH stelt in deze hoge eisen: slechts als het functioneren van de kapitaaleisen feitelijk onmogelijk is gemaakt en ook niet anderszins achteraf kan worden vastgesteld hoe het vennootschapsvermogen zich heeft ontwikkeld, kan deze aansprakelijkheid aan de orde zijn.¹²⁶

13.6.2 Aschenputtel-GmbH

Aandeelhouders kunnen tevens het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid verliezen, als de GmbH aangemerkt kan worden als een *Aschenputtel-Gesellschaft*. Daarvan is sprake als in een vennootschap louter de kosten van de onderneming neerslaan, terwijl de door de onderneming gegenereerde winsten door een andere (rechts)persoon worden genoten.¹²⁷ Baumbach en Hueck geven aan dat een dergelijke situatie gelijkenis vertoont met een ondergekapitaliseerde GmbH, doch daaraan niet gelijk is. Bij onderkapitalisatie bestaat een tekort in de financiering, maar slaan

¹²² Seibt 2007, p. 308.

¹²³ Zie hierover Wicke 2011, § 13, nr. 14.

¹²⁴ BGH 16 september 1985, II ZR 275/84 (*Autokran*).

¹²⁵ Indien de aandeelhouder onvoldoende onderscheid heeft aangebracht tussen de vermogens van verschillende (groeps)vennootschappen, wordt gesproken van *Sphärenvermischung*.

¹²⁶ Michalski, § 13, nr. 365.

¹²⁷ Steffek 2011, p. 835.

in de vennootschap zowel de kosten als de opbrengsten van de door de vennootschap gedreven onderneming neer. De *Aschenputtel-Gesellschaft* is op zichzelf niet levensvatbaar, nu deze naar haar aard uitsluitend verlies maakt. Om te kunnen spreken van *Aschenputtel-GmbH* dient de verliesgevendheid van de vennootschap en de daaruit voortvloeiende schade voor de crediteuren van de vennootschap onderdeel te zijn van de strategie van de onderneming.¹²⁸

13.7 Conclusie

De aansprakelijkheid van aandeelhouders van de GmbH vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen heeft de afgelopen 25 jaar een stormachtige ontwikkeling doorgemaakt. Het leerstuk is een aantal keer door het *Bundesgerichtshof* van een nieuwe dogmatische grondslag voorzien. Thans staat vast deze aansprakelijkheid vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs* een *fallgruppe* van de onrechtmatige daad ex § 826 BGB betreft. Aandeelhouders die vermogen aan de GmbH onttrekken, of toestaan dat hun medeaandeelhouders dit doen, zijn jegens de vennootschap aansprakelijk voor de schade indien voorzienbaar is dat de onttrekking het faillissement van de vennootschap zal veroorzaken of het tekort in een voorzienbaar faillissement zal vergroten. Hoewel in de Duitse juridische literatuur sinds jaar en dag wordt gepleit voor de introductie van een aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege materiële onderkapitalisatie van de vennootschap, hebben zowel de wetgever als het *Bundesgerichtshof* zich hiervan onthouden. Het BGH heeft weliswaar de mogelijkheid open gelaten dat onder specifieke omstandigheden aansprakelijkheid van aandeelhouders aan de orde kan zijn vanwege het feit dat zij in onvoldoende mate hebben voorzien in een adequate financiering van de vennootschap, maar tot op heden is een dergelijke aansprakelijkheid nimmer aangenomen.

¹²⁸ Baumbach/Hueck 2013, § 13, nr. 51.

HOOFDSTUK 14

FINANCIERING & GESELLSCHAFTERDARLEHEN

14.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat het Duitse leerstuk van de *Gesellschafterdarlehen* centraal.¹ Als aandeelhouders krediet verstrekken aan hun GmbH, wordt de daaruit voortvloeiende vordering onder bepaalde omstandigheden in faillissement achtergesteld bij de aanspraken van de overige crediteuren. Tevens kunnen de betalingen die de vennootschap op dergelijke leningen heeft verricht, onder omstandigheden van de betrokken aandeelhouders worden teruggevorderd. Hierna wordt ingegaan op deze bijzondere regulering van aandeelhoudersleningen voor en na de herziening van 2008. Er wordt een analyse geboden van de wijze waarop en de mate waarin het leerstuk de financieringsvrijheid van aandeelhouders begrenst en van de noties die daaraan ten grondslag liggen.

14.2 Kapitaalvervangende leningen voor het MoMiG

14.2.1 Ontwikkeling van een tweesporig leerstuk

14.2.1.1 Vanaf 1959: toepassing van uitkeringsregels op aandeelhoudersleningen in de rechtspraak

Het leerstuk van de *Kapitalersetzende Darlehen* is aanvankelijk ontwikkeld in de rechtspraak. Vanaf het einde van de jaren '50 begonnen Duitse rechters de in §§ 30 en 31 GmbHG vervatte kapitaalbeschermingsregels toe te passen op aandeelhoudersleningen.² Als aandeelhouders in tijden van crisis leningen verstrekten aan hun GmbH, was volgens deze rechtspraak feitelijk sprake van kapitaalverschaffing (*verdeckte Stammeinlagen*). Op dergelijke leningen kwam daarom dezelfde klem te rusten als op het nominale kapitaal van de vennootschap; rente- en aflossingsbetalingen op deze leningen waren – net als dividenduitkeringen – slechts geoorloofd voor zover zij uit vrije reserves gefinancierd konden worden. Eventuele betalingen op aandeelhoudersleningen die plaatsvonden op het moment dat de

1 Zie voor Nederlandse analyses van de aandeelhouderslening naar Duits recht: Lennarts 1999, p. 105-111, Olaerts 2007, p. 299 e.v. en De Weijs 2010a, p. 98-105.

2 Zie Cahn 2006, p. 289.

vennootschap ingevolge § 30 GmbHG niet over uitkeringsruimte beschikte, konden van de aandeelhouders op grond van § 31 GmbHG teruggevorderd worden.

De eerste aanzet tot deze ontwikkeling werd in 1959 door het BGH gegeven, toen zij oordeelde dat de kapitaalregels van toepassing waren op een door een aandeelhouder in crisistijd verstrekte lening aan een ondergekapitaliseerde vennootschap. Het BGH overwoog: “*Der Gesellschafter einer unterkapitalisierten Gesellschaft mit beschränkter Haftung, der der Gesellschaft zur Abwendung der Konkursantragspflicht Gelder darlehensweise zur Verfügung gestellt hat, muß diese Gelder, solange dieser Zweck noch nicht nachhaltig erreicht ist, wie haftendes Kapital behandeln lassen und der Gesellschaft etwaige ‘Darlehensrückzahlungen’, die danach dem § 30 GmbHG zuwider geleistet sind, nach § 31 Abs. 1 GmbHG erstatten.*”³

Aan deze vroege rechtspraak inzake kapitaalvervangende leningen (*Kapitalersetzende Darlehen*) lag de gedachte ten grondslag dat aandeelhouders door het verstrekken van leningen in crisistijd het faillissement van de onderneming afwendden en daarmee het risico in het leven riepen dat in een later faillissement minder voor de (concurrente) crediteuren zou restereren. Het zou aandeelhouders daarom niet zijn toegestaan om gedurende de crisis het door hen verstrekte vermogen weer te onttrekken of in een daaropvolgend faillissement als concurrente crediteuren in de opbrengst van de boedel te participeren.⁴

14.2.1.2 1980: codificatie van het Kapitalersatzrecht in het GmbH-Gesetz

In 1980 heeft het Duitse parlement getracht het in de rechtspraak ontwikkelde *Kapitalersatzrecht* te codificeren in het *GmbH-Gesetz*. In de nieuwe bepalingen §§ 32a en 32b GmbHG werd een regeling opgenomen die onder bepaalde omstandigheden voorzag in de herkwalficatie van aandeelhoudersleningen in kapitaal. De introductie van een wettelijk verankerd *Kapitalersatzrecht* heeft de rechtspraak er echter niet van weerhouden haar zelf gecreëerde leerstuk verder te ontwikkelen. Het BGH overwoog in 1984 dat de nieuwe regeling in het *GmbH-Gesetz* te eng geformuleerd was en daarom de belangen van de crediteuren geschaad zouden worden als afscheid zou worden genomen van de in de rechtspraak geformuleerde normen.⁵ Tot de herziening van het *GmbH-Gesetz* in 2008 heeft het *Kapitalersatzrecht* daarom een tweesporig karakter behouden.

³ BGH 14 december 1959, II ZR 187/57.

⁴ Altmeppen 2008b, p. 3601.

⁵ BGH 26 maart 1984, II ZR 14/84. Het BGH overwoog: “*Die Regelung der GmbH-Novelle weist daher wesentliche Lücken auf [...]. Eine Anwendung dieser Grundsätze auch auf Darlehen, die nach dem 1. Januar 1981 gewährt wurden, wäre geeignet, diese Lücken bis zu der aufgezeigten Grenze – Nennbetrag des Stammkapitals – zu schließen. Hierfür besteht auch ein unabwiesbares Bedürfnis. Mit den Vorschriften der GmbH-Novelle [...] hat der Gesetzgeber das Ziel verfolgt, den Schutz →*

14.2.2 Kapitaalvervangende leningen in crisistijd

Tot de herziening van het *GmbH-Gesetz* in 2008 werd in § 32a GmbHG bepaald dat een door een aandeelhouder aan de vennootschap verstrekte lening kwalificeerde als kapitaalvervangende lening indien deze was verstrekt ten tijde van een crisis. Weinig behulpzaam werd het begrip ‘crisis’ gedefinieerd als het moment waarop de aandeelhouders volgens goed koopmansgebruik eigen (risicodragend) vermogen in plaats van vreemd vermogen hadden moeten verstrekken.⁶ Volgens de communis opinio was sprake van een crisis indien de vennootschap zich in een staat van *Zahlungsunfähigkeit* of *Überschuldung* bevond, of indien de vennootschap niet langer kredietwaardig was.⁷ Aan kredietwaardigheid ontbrak het volgens het BGH, als een onafhankelijke derde onder gelijke omstandigheden niet bereid zou zijn geweest de vennootschap tegen marktconforme voorwaarden een lening te verstrekken.⁸ Dat de huisbank van de onderneming niet langer tot financiering bereid was of dat bestaande schuldeisers het door hen verleende krediet opzegden, wees erop dat de vennootschap niet kredietwaardig was.⁹ In dat geval diende het faillissement van de vennootschap te worden aangevraagd of extra risicodragend vermogen te worden gestort. Koos de aandeelhouder ervoor om onder dergelijke omstandigheden een lening te verstrekken, dan diende de daaruit voortvloeiende vorderingen in faillissement te worden achtergesteld bij de aanspraken van de overige crediteuren.¹⁰ Aflossings- en rentebetalingen op dergelijke leningen die binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag waren geschied, konden in faillissement door de curator worden vernietigd op grond van § 135 InsO.¹¹ Door

der Gesellschaftsgläubiger zu verbessern. Mit diesem Gesetzeszweck wäre es unvereinbar, die Grundsätze, die von der Rechtsprechung anhand der §§ 30,31 GmbHG aufgestellt worden sind, fortan nicht mehr anzuwenden, ohne daß die neuen Vorschriften einen gleichwertigen Gläubigerschutz bieten.”

6 De relevante tekst van § 32a GmbHG luidde als volgt: “(1) Hat ein Gesellschafter der Gesellschaft in einem Zeitpunkt, in dem ihr die Gesellschafter als ordentliche Kaufleute Eigenkapital zugeführt hätten (Krise der Gesellschaft), statt dessen ein Darlehen gewährt, so kann er den Anspruch auf Rückgewähr des Darlehens im Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft nur als nachrangiger Insolvenzgläubiger geltend machen.”

7 Zie over deze begrippen hoofdstuk 11.

8 Zie Hommelhoff 1988, p. 470.

9 Beck 2006, p. 88.

10 § 39 InsO bepaalde: “Im Rang nach den übrigen Forderungen der Insolvenzgläubiger werden in folgender Rangfolge, bei gleichem Rang nach dem Verhältnis ihrer Beträge, berichtet: [...] 5. Forderungen auf Rückgewähr des kapitalersetzenden Darlehens eines Gesellschafters oder gleichgestellte Forderungen.”

11 § 135 InsO luidde: “Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, die für die Forderung eines Gesellschafters auf Rückgewähr eines kapitalersetzenden Darlehens oder für eine gleichgestellte Forderung: (1) Sicherung gewährt hat, wenn die Handlung in den letzten zehn Jahren vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist; (2) Befriedigung gewährt hat, wenn die Handlung im letzten Jahr vor dem Eröffnungsantrag oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist.”

de vennootschap verstrekte zekerheden ten behoeve van dergelijke leningen stonden tevens aan vernietiging bloot, indien zij binnen tien jaar voor faillissement waren verstrekt.

14.2.3 *Het in crisistijd niet opeisen van eerder verstrekt krediet*

Hoewel de formulering van § 32a GmbHG hiervoor weinig ruimte leek te bieden, heeft het BGH het toepassingsbereik van het achterstellingsleerstuk aanzienlijk vergoot door te oordelen dat de bijzondere regels voor kapitaalvervangende leningen niet alleen van toepassing waren op leningen die op het moment van een crisis werden verstrekt, maar tevens op leningen die op het moment van crisis niet werden opgeëist (men spreekt van *Stehenlassen*).¹² Als aandeelhouders aan de vennootschap een lening verstrekten buiten crisistijd, bijvoorbeeld bij oprichting van de vennootschap, en de vennootschap vervolgens (mogelijk vanwege geheel buiten de invloedssfeer van de aandeelhouder liggende redenen) in zwaar weer terecht kwam, stond de aandeelhouder voor een keuze: hij eiste het krediet op en bezegelde daarmee doorgaans het lot van de vennootschap, of hij accepteerde dat de door hem verstrekte lening van kleur verschoot en in een eventueel later faillissement werd achtergesteld. Voor achterstelling vanwege het *Stehenlassen* van een aandeelhouderslening in crisistijd was wel vereist dat de aandeelhouder daadwerkelijk de mogelijkheid had om de lening op te eisen; er moest sprake zijn van een reële beslissing van de aandeelhouder om de verstrekte financiering in de vennootschap te laten.¹³ Daarnaast diende de aandeelhouder op de hoogte te (kunnen) zijn geweest van het gegeven dat de vennootschap in zwaar weer verkeerde; deze wetenschap werd (weerlegbaar) vermoed aanwezig te zijn geweest.¹⁴ Het verstrekken van aandeelhoudersleningen werd door deze rechtspraak een riskante aangelegenheid; wilde de aandeelhouder er zeker van zijn dat zijn lening in een eventueel faillissement niet zou worden achtergesteld, dan diende hij de financiële positie van de vennootschap na de kredietverstrekking te monitoren.

12 Het BGH overwoog reeds in 1979: “Ein Gesellschafterdarlehen kann auch dann als haftendes Stammkapital zu behandeln sein, wenn die GmbH bei seiner Hergabe wirtschaftlich gesund war, der Gesellschafter es aber stehen läßt, nachdem Überschuldung eingetreten ist, obwohl er erkennen kann und muß, daß die Darlehensvaluta nunmehr als Kapitalgrundlage unentbehrlich ist.” (BGH 26 november 1979, II ZR 104/77).

13 Beck 2006, p. 90.

14 “Das sogenannte Stehenlassen einer früher gewährten Kredithilfe des Gesellschafters kann deren Umqualifizierung in Eigenkapitalersatz nur unter der Voraussetzung bewirken, daß der Gesellschafter wenigstens die Möglichkeit gehabt hat, die den Eintritt der Krise begründenden Umstände bei Wahrnehmung seiner Verantwortung für eine ordnungsgemäße Finanzierung der Gesellschaft zu erkennen.” (BGH 7 november 1994, II ZR 270/93).

14.2.4 Kritiek op het Kapitalersatzrecht

Het *Kapitalersatzrecht* heeft in de jaren voorafgaande aan de herziening van het *GmbH-Gesetz* in toenemende mate aan kritiek blootgestaan. Er is een ongekeerde hoeveelheid praktische en wetenschappelijke artikelen, dissertaties, *Habilitations-schriftenn* en congresbundels verschenen waarin werd gepleit voor aanpassing van de regeling.¹⁵ Ten eerste zou de ratio daarachter niet helder zijn; welke reden was er om aan de contractsvrijheid van betrokken partijen voorbij te gaan door anders dan de gemaakt afspraken de vorderingen van de aandeelhouder achter te stellen? Voor zover het de bedoeling was te voorkomen dat verlieslatende activiteiten ten koste van de vennootschapscrediteuren werden voortgezet, zou het *Kapitalersatzrecht* haar doel nimmer kunnen bereiken. De regeling zou ten onrechte slechts de rente- en aflossingsbetalingen op de in crisistijd verstrekte aandeelhoudersleningen bestraffen in plaats van het verstrekken van de lening zelf.

14.3 Aandeelhoudersleningen na het MoMiG

14.3.1 Van het GmbH-Gesetz naar de Insolvenzordnung

De kritiek op het *Kapitalersatzrecht* is de Duitse wetgever niet ontgaan; de regeling inzake kapitaalvervangende leningen is door het MoMiG ingrijpend herzien. Het primaire doel van deze herziening was de regeling minder complex te maken in het belang van de rechtszekerheid. De bijzondere regels inzake aandeelhoudersleningen zijn van het *GmbH-Gesetz* overgebracht naar de *Insolvenzordnung*.¹⁶ Uit de toelichting bij het MoMiG blijkt dat daarmee beoogd wordt te bewerkstelligen dat de regels op alle rechtsvormen van toepassing zijn, dus ook (direct) op de AG en op buitenlandse rechtsvormen.¹⁷ Omdat de problematiek van de aandeelhoudersleningen zich uitsluitend zou manifesteren in faillissement, was het naar het oordeel van de wetgever ook zuiverder en eenvoudiger de hierop betrekking hebbende regels naar de *Insolvenzordnung* te verplaatsen.

De wetgever heeft uitdrukkelijk opgemerkt dat met de herziening van de wettelijke regels inzake kapitaalvervangende leningen, een einde werd gemaakt

¹⁵ Zie voor een overzicht van de grote hoeveelheid literatuur waarin kritiek is geuit op het *Kapitalersatzrecht*: Beck 2006, p. 97-255 en Buck 2005.

¹⁶ Omdat het mogelijk is dat het faillissement van de vennootschap vanwege een gebrek aan baten nimmer wordt uitgesproken, zijn de bijzondere vernietigingsmogelijkheden door het MoMiG tevens opgenomen in het *Anfechtungsgesetz*, zodat crediteuren daarop ook buiten faillissement een beroep kunnen doen. Zie § 6 AnfG.

¹⁷ Toelichting MoMiG, p. 26.

aan de in de jurisprudentie ontwikkelde regels ter zake.¹⁸ Het leerstuk heeft daarom door de invoering van het MoMiG haar tweesporige karakter verloren.¹⁹

14.3.2 Achterstelling van alle aandeelhoudersleningen

In de nieuwe regeling wordt niet langer gesproken van kapitaalvervangende leningen (*kapitaleretzende Darlehen*), maar simpelweg van aandeelhoudersleningen (*Gesellschafterdarlehen*). Dit is niet slechts een wijziging van terminologie; de bijzondere bepalingen die voor het MoMiG louter van toepassing waren op kapitaalvervangende leningen, zoals dat begrip werd gedefinieerd in het (thans vervallen) § 32a GmbHG, zijn sinds 2008 van toepassing op alle door aandeelhouders verstrekte leningen. In § 39 InsO is bepaald dat door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen in faillissement zijn achtergesteld bij de vorderingen van de overige schuldeisers.²⁰ Het vereiste dat de lening moest zijn verstrekt ten tijde van crisis (en dus kwalificeerde als kapitaalvervangende lening) is losgelaten; voor achterstelling is voldoende dat de lening door een aandeelhouder is verstrekt.²¹

De nieuwe regeling is tevens van toepassing op transacties die economisch gelijk zijn aan een aandeelhouderslening. Als bijvoorbeeld binnen concernverhoudingen door de moeder vennootschap aan de dochter vennootschap goederen worden geleverd op afbetaling, kwalificeert de vordering tot betaling van de koopprijs als een aandeelhouderslening.²²

De Duitse wetgever heeft aangegeven dat de nieuwe regeling geen verslechtering meebrengt voor aandeelhouders die krediet verstrekken aan hun vennootschap, nu onder het oude recht reeds eerder verstrekte aandeelhoudersleningen die in crisistijd niet werden opgeëist werden omgezet in kapitaalvervangende leningen (zie par. 14.2.3).²³ De wetgever gaat er mijns inziens echter ten onrecht aan voorbij dat de aandeelhouder onder de oude regeling de mogelijkheid had om zijn leningen op te eisen zodra hij bekend werd met de crisissituatie bij de vennootschap. Indien de aandeelhouder tot opzegging overging, of indien de aandeelhouder niet bekend was

18 Toelichting MoMiG, p. 57 en p. 42.

19 Deze overweging van de wetgever wordt door Uhlenbruck, Hirte & Vallender “*rechtstechnisch ein Unikum*” genoemd (Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010, § 135, nr. 4). Kritisch daarover: Bork 2007, p. 264.

20 De relevante tekst van § 39 InsO luidt: “(1) Im Rang nach den übrigen Forderungen der Insolvenzgläubiger werden in folgender Rangfolge, bei gleichem Rang nach dem Verhältnis ihrer Beträge, berichtet: [...] 5. nach Maßgabe der Absätze 4 und 5 Forderungen auf Rückgewähr eines Gesellschafterdarlehens oder Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen.”

21 Altmeppen is kritisch over de nieuwe regeling en stelt vast dat voortaan onweerlegbaar vermoed wordt dat aandeelhoudersleningen ten tijde van crisis zijn verstrekt; ook wanneer dit evident niet het geval is (Altmeppen 2008b).

22 Altmeppen 2008b, p. 3605.

23 Toelichting MoMiG, p. 56.

geweest met de financiële problemen van de vennootschap, dan was de vordering van de aandeelhouder in faillissement niet achtergesteld.

14.3.3 Betalingen op aandeelhoudersleningen

14.3.3.1 § 30 GmbHG niet meer van toepassing

Het MoMiG heeft een extra zin aan § 30 GmbHG toegevoegd, inhoudende dat betalingen op door aandeelhouders verstrekte leningen niet kwalificeren als uitkering in de zin van dat artikel.²⁴ Dit heeft tot gevolg dat onder het nieuwe recht, anders dan voorheen, het de vennootschap is toegestaan om rente- en aflossingsbetalingen op aandeelhoudersleningen te doen op het moment dat vrij uitkeerbare reserves ontbreken. De vennootschap kan de aandeelhouder niet op grond van § 30 GmbHG tot restitutie van de ontvangen betalingen bewegen, ook niet als de vennootschap enige tijd daarna faillieert (zie echter hierna onder 14.3.3.2).

In de toelichting wordt dienaangaande overwogen: *“Die Rückzahlung des Gesellschafterkredits ist während des normalen Lebens der Gesellschaft grundsätzlich unproblematisch und wird erst in der Insolvenz kritisch, so dass es wenig Bedarf für andere Instrumente gibt [...]”*

De vraag rijst of dit uitgangspunt tevens geldt als de vennootschap over de aandeelhouderslening een niet-marktconform rentepercentage verschuldigd is. Indien de vennootschap de aandeelhouder bijvoorbeeld een rentepercentage van 30 procent betaalt, is het mijns inziens verdedigbaar, zeker met oog op de balans-technische benadering die aan het MoMiG ten grondslag ligt, dat daarin een verdeckte winstuitkering schuilgaat die op grond van § 31 GmbHG wel degelijk van de aandeelhouder kan worden teruggevorderd.

14.3.3.2 Betalingen binnen een jaar voor faillissement: vernietigbaar

In § 135 InsO is bepaald dat betalingen op aandeelhoudersleningen die binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag zijn geschied, vernietigbaar zijn.²⁵ Voor deze vernietiging is niet vereist dat op het moment van de betaling de vennootschap

24 De derde zin van § 30 GmbHG luidt: *“Satz 1 ist zudem nicht anzuwenden auf die Rückgewähr eines Gesellschafterdarlehens und Leistungen auf Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem Gesellschafterdarlehen wirtschaftlich entsprechen.”*

25 De relevante tekst van § 135 InsO luidt sinds de invoering van het MoMiG: *“(1) Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, die für die Forderung eines Gesellschafters auf Rückgewähr eines Darlehens im Sinne des § 39 Abs. 1 Nr. 5 oder für eine gleichgestellte Forderung 1. Sicherung gewährt hat, wenn die Handlung in den letzten zehn Jahren vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist, oder 2. Befriedigung gewährt hat, wenn die Handlung im letzten Jahr vor dem Eröffnungsantrag oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist.”*

insolvent was, dat uitkeerbare reserves ontbraken of dat het faillissement op enigerlei wijze aanstaande was. Evenmin is relevant of (het bestuur van) de vennootschap of de aandeelhouder die de betalingen heeft ontvangen, wetenschap hadden of moesten hebben van het op handen zijnde faillissement. In § 135 InsO is kortom een absolute en objectieve norm neergelegd.²⁶

De Duitse wetgever onderbouwt de strenge terugbetalingsregeling als volgt: *“Im Grunde geht es hier um fragwürdige Auszahlungen an Gesellschafter in einer typischerweise kritischen Zeitspanne, die einem konsequenten Anfechtungsregime zu unterwerfen sind.”*²⁷

Het feit dat betalingen op aandeelhoudersleningen niet meer kwalificeren als uitkeringen en daarom niet kunnen worden teruggevorderd op grond van § 31 GmbHG maakt dus slechts praktisch verschil als de betalingen meer dan een jaar voor faillissement plaatsvonden terwijl de vennootschap op dat moment niet over vrij uitkeerbare reserves beschikte. Waar dergelijke betalingen onder het oude recht konden worden teruggevorderd op grond van § 31 GmbHG, bestaat onder het huidige recht geen grond voor een vordering van de vennootschap tot restitutie. Een aantal juridische auteurs meent dat de belangen van de crediteuren hierdoor in het geding kunnen komen; de nieuwe regel zou een prikkel vormen om door rentebetalingen vermogen te onttrekken aan de (niet over uitkeerbare reserves beschikende) vennootschap en deze vervolgens een jaar ‘op de been te houden’ alvorens haar faillissement aan te vragen.²⁸ Een aantal van hen heeft daarom een langere toepassingstermijn in § 135 InsO bepleit.²⁹

14.3.4 Zekerheden voor aandeelhoudersleningen: vernietigbaar

Uit § 135 InsO volgt tevens dat zekerheden die de vennootschap aan aandeelhouders heeft verstrekt binnen tien jaar voor de faillissementsaanvraag, vernietigd kunnen worden. Vanwege deze lange termijn komt dit er feitelijk op neer dat het verstrekken van zekerheden aan aandeelhouders ten behoeve van door de aandeelhouder verstrekt krediet, doorgaans een zinloze exercitie is. Reeds voor de introductie van het wettelijke *Kapitalersatzrecht* heeft het BGH geoordeeld dat zekerheden die de vennootschap ten behoeve van een aandeelhouder heeft gevestigd in het kader van een kapitaalvervangende aandeelhouderslening geen werking hebben in faillissement.

²⁶ Zie ook De Wijs 2010a, p. 104.

²⁷ Toelichting MoMiG, p. 26.

²⁸ Nassal 2010, p. 2305.

²⁹ Zie bijvoorbeeld Hommelhoff 2006, p. 122-123.

Het BGH overwoog in 1979: “*Da hiernach die mit der Klage geltend gemachten Gesellschafterdarlehen nach § 30 I GmbHG gegenwärtig weder zurückgezahlt noch verzinst werden dürfen, können die Kläger oder ihr Ehemann auch nicht auf die dafür bestellten Sicherheiten oder deren Erlös zugreifen.*”³⁰

14.3.5 Betalingen op kapitaalvervangende leningen door derden

In § 135 InsO is tevens een bijzondere regeling neergelegd die ziet op leningen van derden aan de vennootschap, waarvoor een aandeelhouder zekerheden heeft verstrekt, zich hoofdelijk heeft verbonden of zich anderszins heeft sterkgemaakt. Aan deze regeling ligt de gedachte ten grondslag dat – net als aandeelhoudersleningen – dergelijke leningen feitelijk het karakter van een kapitaalstorting hebben. Zoals reeds in hoofdstuk 3 aan bod kwam, wordt door deze manier van financieren een deel van het vermogen van de aandeelhouder dat het met de onderneming verbonden risico draagt, gereserveerd voor een specifieke (doorgaans professionele) crediteur, zoals de bank. Dit risicodragende vermogen, dat kennelijk nodig was om de derde tot financiering te verleiden, wordt zo buiten het verhaal van de gezamenlijke concurrente crediteuren gehouden. Daarom bepaalt § 44a InsO dat derden die leningen aan de vennootschap hebben verstrekt waarvoor aandeelhouders zekerheden hebben verstrekt, zich hoofdelijk hebben verbonden of zich anderszins sterk hebben gemaakt, hun vorderingen uit hoofde van deze leningen slechts op de vennootschap kunnen verhalen voor zover bij uitwinning van de door de aandeelhouder verstrekte zekerheden onvoldoende verhaal wordt gevonden.³¹ Deze regel verschuift kortom de primaire draagplicht voor het door de vennootschap aangetrokken krediet naar de aandeelhouder die zich daarvoor heeft sterk gemaakt.³²

De *Insolvenzordnung* biedt tevens een regeling met oog op het risico dat de vennootschap in de aanloop naar insolventie de schulden voldoet waarvoor de aandeelhouder zich heeft sterk gemaakt; hiermee wordt immers de *exposure* in faillissement van de aandeelhouder afgebouwd.³³ In Duitsland worden dergelijke selectieve betalingen daarom benaderd als indirecte vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. Omdat deze betalingen (volgens de Duitse leer) economisch gelijk gesteld kunnen worden met de terugbetaling van kapitaal of de uitkering van

30 BGH 26 november 1979, II ZR 104/77.

31 § 44a luidt: “*In dem Insolvenzverfahren über das Vermögen einer Gesellschaft kann ein Gläubiger nach Maßgabe des § 39 Abs. 1 Nr. 5 für eine Forderung auf Rückgewähr eines Darlehns oder für eine gleichgestellte Forderung, für die ein Gesellschafter eine Sicherheit bestellt oder für die er sich verbürgt hat, nur anteilmäßige Befriedigung aus der Insolvenzmasse verlangen, soweit er bei der Inanspruchnahme der Sicherheit oder des Bürgen ausgefallen ist.*” Voor invoering van het MoMiG was deze regel neergelegd in § 32a(2).

32 Nerlich/Römermann 2011, § 44a, nr. 5.

33 De Weijts meent dat deze problematiek in Nederland “ernstig onderbelicht is gebleven”. (De Weijts 2010b, p. 165).

dividend, kunnen zij door de curator worden vernietigd als zij binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag hebben plaatsgevonden.³⁴ Het gevolg van de vernietiging is opmerkelijk: daarmee komt niet op de derde die de betaling heeft ontvangen de verplichting te rusten om de ontvangen middelen aan de vennootschap terug te betalen; ingevolge § 143(3) InsO dient de aandeelhouder de door de derde ontvangen middelen aan de vennootschap te vergoeden.³⁵ De verplichting tot vergoeding is gemaximeerd tot het bedrag waarvoor de aandeelhouder zich jegens de derde heeft sterkgemaakt.

14.3.6 Uitzonderingen voor kleine belangen en reddingsoperaties

De regeling inzake de bijzondere behandeling van aandeelhoudersleningen kent twee niet onbelangrijke uitzonderingen.³⁶ Leningen verstrekt door aandeelhouders die minder dan 10 procent van de aandelen in de vennootschap houden en geen bestuurder daarvan zijn, vallen buiten de achterstellingsregeling. Betalingen op dergelijke leningen, of zekerheden verstrekt ten behoeve van dergelijke leningen, zijn evenmin vernietigbaar.

34 § 132(2) luidt: “Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, mit der eine Gesellschaft einem Dritten für eine Forderung auf Rückgewähr eines Darlehens innerhalb der in Absatz 1 Nr. 2 genannten Fristen Befriedigung gewährt hat, wenn ein Gesellschafter für die Forderung eine Sicherheit bestellt hatte oder als Bürge haftete; dies gilt sinngemäß für Leistungen auf Forderungen, die einem Darlehen wirtschaftlich entsprechen.” Voor invoering van het MoMiG was dit geregeld in § 32b, dat bepaalde: “Hat die Gesellschaft im Fall des § 32a Abs. 2, 3 das Darlehen im letzten Jahr vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach diesem Antrag zurückgezahlt, so hat der Gesellschafter, der die Sicherung bestellt hatte oder als Bürge haftete, der Gesellschaft den zurückgezählten Betrag zu erstatten; § 146 der Insolvenzordnung gilt entsprechend. Die Verpflichtung besteht nur bis zur Höhe des Betrags, mit dem der Gesellschafter als Bürge haftete oder der dem Wert der von ihm bestellten Sicherung im Zeitpunkt der Rückzahlung des Darlehens entspricht. Der Gesellschafter wird von der Verpflichtung frei, wenn er die Gegenstände, die dem Gläubiger als Sicherung gedient hatten, der Gesellschaft zu ihrer Befriedigung zur Verfügung stellt. Diese Vorschriften gelten sinngemäß für andere Rechtshandlungen, die der Darlehensgewährung wirtschaftlich entsprechen.” Daarnaast gold tot het MoMiG dat de derde de vordering uit hoofde van het in crisistijd verstrekte krediet slechts kon verhalen op de vennootschap voor zover uitwinning van de door de aandeelhouder verstrekte zekerheden onvoldoende bleek om zijn vordering te voldoen.

35 § 143(3) luidt: “Im Fall der Anfechtung nach § 135 Abs. 2 hat der Gesellschafter, der die Sicherheit bestellt hatte oder als Bürge haftete, die dem Dritten gewährte Leistung zur Insolvenzmasse zu erstatten. Die Verpflichtung besteht nur bis zur Höhe des Betrags, mit dem der Gesellschafter als Bürge haftete oder der dem Wert der von ihm bestellten Sicherheit im Zeitpunkt der Rückgewähr des Darlehens oder der Leistung auf die gleichgestellte Forderung entspricht. Der Gesellschafter wird von der Verpflichtung frei, wenn er die Gegenstände, die dem Gläubiger als Sicherheit gedient hatten, der Insolvenzmasse zur Verfügung stellt.”

36 Deze uitzonderingen bestonden (sinds 1998) reeds onder de regeling van voor het MoMiG; zij waren destijds opgenomen in § 32a GmbHG.

De bijzondere regels zijn ook niet van toepassing als een kredietverstrekker in het kader van een reddingsoperatie aandelen in de vennootschap krijgt. Hierdoor wordt voorkomen dat bijvoorbeeld banken die bereid zijn een deel van hun leningen aan een noodlijdende onderneming door een *debt/equity-swap* om te zetten in aandelen kapitaal, zich geconfronteerd zien met een herkwalificatie (en dus achterstelling) van het overblijvende (niet in aandelen omgezette) deel van het eerder door hen verstrekte krediet.³⁷

14.4 De ratio achter de regeling inzake aandeelhoudersleningen na het MoMiG

Door niet langer kapitaalvervangende leningen, maar alle aandeelhoudersleningen achter te stellen, heeft het MoMiG een ingrijpende wijziging in de aan de achterstellingsregeling ten grondslag liggende gedachte meegebracht. Volgens Habersack impliceert deze wijziging een “*Paradigmenwechsel, wie er fundamentaler kaum sein könnte*”.³⁸ De vraag rijst welke notie achter de nieuwe achterstellingsregeling schuil gaat.

14.4.1 Een financieringsverantwoordelijkheid van aandeelhouders?

Het leerstuk van de kapitaalvervangende leningen werd tot de introductie van het MoMiG gegrond op de algemene verantwoordelijkheid die aandeelhouders dragen voor de financiering van de vennootschap. Anders dan het in § 510 van de Amerikaanse *Bankruptcy Code* vervatte leerstuk van *equitable subordination*,³⁹ strekte het Duitse *Kapitalersatzrecht* er niet zozeer toe om onrechtvaardig handelen van nauw bij de vennootschap betrokken personen ongedaan te maken, maar lag daaraan veeleer de gedachte ten grondslag dat de aandeelhouders van de vennootschap een zekere financieringsverantwoordelijkheid dragen die hen ertoe noopt om de vennootschap in crisistijd met risicodragend vermogen te financieren. In 1984 heeft het BGH expliciet overwogen dat het *Kapitalersatzrecht* haar grondslag vindt

³⁷ De relevante tekst van § 39 InsO luidt: “(4) Absatz 1 Nr. 5 gilt für Gesellschaften, die weder eine natürliche Person noch eine Gesellschaft als persönlich haftenden Gesellschafter haben, bei der ein persönlich haftender Gesellschafter eine natürliche Person ist. Erwirbt ein Gläubiger bei drohender oder eingetretener Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder bei Überschuldung Anteile zum Zweck ihrer Sanierung, führt dies bis zur nachhaltigen Sanierung nicht zur Anwendung von Absatz 1 Nr. 5 auf seine Forderungen aus bestehenden oder neu gewährten Darlehen oder auf Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen. (5) Absatz 1 Nr. 5 gilt nicht für den nicht geschäftsführenden Gesellschafter einer Gesellschaft im Sinne des Absatzes 4 Satz 1, der mit 10 Prozent oder weniger am Haftkapital beteiligt ist.” Ten aanzien van de vernietigbaarheid van de betalingen op en zekerheden ten behoeve van deze leningen is in § 135(4) InsO bepaald dat op deze bepaling § 39(4) en (5) van toepassing zijn.

³⁸ Habersack 2009, p. 164.

³⁹ Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 8.

in de op de aandeelhouder rustende verantwoordelijkheid om zorg te dragen voor een adequate financiering van de GmbH.

Het BGH overwoog, in navolging van Karsten Schmidt: *“Es ist die Verantwortung des Gesellschafters für eine ordnungsmäßige Unternehmensfinanzierung, die ihn in der Krise zwar nicht positiv verpflichtet, fehlendes Kapital aus seinem Vermögen nachzuschießen, der er sich aber nicht in der Weise zum Nachteil der Gläubiger entziehen kann, daß er bei einer tatsächlich beabsichtigten Finanzhilfe, anstatt sie durch die objektiv gebotene Einbringung haftenden Kapitals zu leisten, auf eine andere, ihm weniger riskant erscheinende Finanzierungsform ausweicht.”*⁴⁰ (Onderstr. JB)

De financieringsverantwoordelijkheid bracht niet mee dat aandeelhouders gehouden waren de vennootschap van extra vermogen te voorzien als haar faillissement dreigde; daaruit volgde ‘slechts’ dat *indien* aandeelhouders de vennootschap in crisistijd op de been wilden houden door haar te financieren, het hen niet langer vrij stond de vorm van die financiering vrijelijk te bepalen. Daarom nuanceerde het BGH in 1994 de door haar gebruikte terminologie: aandeelhouders droegen geen *Finanzierungsverantwortung*, maar een *Finanzierungsfolgenverantwortung*; de aandeelhouder was niet tot het verstrekken van een adequate financiering verplicht, slechts tot het verschaffen van risicodragend vermogen als hij besloot te financieren in tijden van crisis.⁴¹

Hommelhoff overweegt dienaangaande in 2006: *“Denn bekanntlich gewährt das Eigenkapitalersatzrecht den Gesellschaftern volle Freiheit über das Finanzierungs-Ob”; kein Gesellschafter ist zu Nachschüssen gezwungen. Allein – wenn er sich für eine weitere Mittelzufuhr entschieden hat, ist er nicht mehr frei im Finanzierungs-Wie: er muss die Folgen aus seinem Finanzierungsentscheid tragen.”*⁴²

14.4.2 De prijs voor beperkte aansprakelijkheid?

Omdat onder het nieuwe recht alle aandeelhoudersleningen worden achtergesteld, ongeacht het tijdstip waarop deze zijn verstrekt, kan de regeling niet langer gefundeerd worden op de notie dat aandeelhouders in crisistijd vanwege hun *Finanzierungsfolgenverantwortung* gehouden zijn risicodragend vermogen te verstrekken (als zij besluiten vermogen te verstrekken).⁴³ Niettemin beperkt de nieuwe achterstellingsregeling de financieringsvrijheid van de aandeelhouder aanzienlijk en

⁴⁰ BGH 26 maart 1984, II ZR 171/83.

⁴¹ BGH 7 november 1994, II ZR 270/93.

⁴² Hommelhoff 2006, p. 119.

⁴³ Habersack stelt: *“Mit dem ersatzlosen Wegfall des Krisenmerkmals ist das Konzept der Finanzierungsfolgenverantwortung seiner rechtsdogmatischen Grundlage beraubt [...]”* (Habersack 2009, p. 165).

behoeft zij daarom een nieuwe legitimatie.⁴⁴ In de toelichting bij het MoMiG worden bijzonder weinig woorden besteed aan de vraag waarom alle leningen van aandeelhouders dienen te worden achtergesteld. De wetgever merkt op dat het leerstuk hierdoor eenvoudiger is geworden, maar dat is vanzelfsprekend nog geen rechtvaardiging voor de achterstelling van alle aandeelhoudersleningen in faillissement. In de juridische literatuur zijn daarom verwoede pogingen gedaan om het doel en de achterliggende ratio van de nieuwe regeling bloot te leggen. Volgens sommige auteurs is de achterstellingsregeling, vergelijkbaar met het minimumkapitaal vereiste, de prijs die de aandeelhouder dient te betalen voor het gebruik van de rechtsvorm met beperkte aansprakelijkheid.⁴⁵ Altmeppen merkt over deze redenering terecht op: “*Mehr Dogmatik sei nicht zu verlangen*”.⁴⁶ Want hiermee blijft de vraag onbeantwoord *waarom* aandeelhouders deze prijs voor de beperkte aansprakelijkheid dienen te betalen.⁴⁷

14.4.3 Indirecte regulering van onderkapitalisatie?

Het achterstellingsleerstuk kan volgens sommigen worden beschouwd als een indirecte regulering van onderkapitalisatie.⁴⁸ Vanwege de in het voorgaande hoofdstuk besproken bezwaren, is in Duitsland nimmer aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege materiële onderkapitalisatie aanvaard. Daarmee wordt echter niet ontkend dat er een risico bestaat dat de aandeelhouders de vennootschap te weinig vermogen verstrekken in het licht van de ontplooiende activiteiten en daarmee te hoge risico's afwentelen op de vennootschapscrediteuren. Door de leningen van aandeelhouders in faillissement achter te stellen, wordt deze problematiek weliswaar niet geheel opgelost, maar een deel van de problemen weggenomen. Nu een vennootschap over een zekere hoeveelheid vermogen dient te beschikken om haar activiteiten te kunnen ontplooiën, worden haar aandeelhouders gedwongen om dit óf in de vorm van risicodragend kapitaal bijeen te brengen, óf als (wettelijk achtergestelde) lening te verstrekken óf zich sterk te maken voor het door een derde verstrekte vreemd vermogen. Voor zover een derde bereid is aan de vennootschap krediet te verstrekken zonder zekerheden of garanties door aandeelhouders, duidt dit erop dat de vennootschap niet ondergekapitaliseerd is in het licht van haar activiteiten.

44 Zo meent bijvoorbeeld ook Kleindiek 2006, p. 365.

45 Habersack 2009, p. 166.

46 Altmeppen 2008b, p. 3602.

47 Zie Buck 2005, p. 208.

48 Beck overweegt: “*Der Ansatz ist [...] verkappte Sanktionierung unzureichender Eigenkapitalausstattung als Sonderrecht für Gesellschafterdarlehen.*” (Beck 2006, p. 105).

14.5 Conclusie

Sinds de herziening van het Duitse GmbH-recht in 2008, worden alle door aandeelhouders aan hun vennootschap verstrekte leningen in faillissement achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren. Daarnaast kunnen alle rente- en aflossingsbetalingen op dergelijke leningen die tot een jaar voor de faillissementsaanvraag zijn verricht, door de curator worden teruggevorderd, ongeacht de vermogenstoestand van de onderneming ten tijde van de betaling en ongeacht de wetenschap van betrokkenen ter zake van die vermogenstoestand. Zekerheden die de vennootschap tot tien jaar voor faillissement ten behoeve van aandeelhoudersleningen heeft gevestigd, kunnen eveneens door de curator worden ongedaan gemaakt. Hoewel deze bijzondere regeling inzake aandeelhoudersleningen door de herziening aanzienlijk minder complex is geworden, is het juist moeilijker geworden om de centrale gedachte die daarachter schuilgaat, te ontdekken. Het oorspronkelijk idee dat aandeelhouders een zekere financieringsverantwoordelijkheid dragen die hen ertoe verplicht om risicodragend vermogen te verstrekken als de vennootschap in crisis verkeert, lijkt te zijn losgelaten. Welke notie daarvoor in de plaats is gekomen, blijft ongewis. De Duitse wetgever lijkt met de regeling te willen voorkomen dat de aandeelhouder nagenoeg het gehele ondernemingsrisico op de ongesecureerde crediteuren afwentelt door de vennootschap bij oprichting of op een later moment te financieren met een minimaal kapitaal en grote hoeveelheden (mogelijk door zekerheden gedekte) leningen. Daarnaast lijkt men daarmee te willen verhinderen dat aandeelhouders op het moment dat de vennootschap in crisis verkeert nog een gokje wagen met 'het geld van de crediteuren', omdat zij in een eventueel faillissement toch niets van hun inbreng terug zullen zien. De ongeclausuleerde achterstelling van aandeelhoudersleningen biedt voor deze problemen echter slechts gedeeltelijk een oplossing terwijl zij tegelijkertijd ook bonafide kredietverstrekking door aandeelhouders bestraft.

HOOFDSTUK 15

CONCLUSIE DUITSLAND

15.1 Inleiding

Dit hoofdstuk biedt de afsluitende analyse van het Duitse deel. Eerst worden kort de belangrijkste bevindingen met betrekking tot de Duitse normering van de financieringsvrijheid van aandeelhouders uiteengezet, aan de hand van de vier leerstukken die in de voorgaande hoofdstukken centraal stonden. Vervolgens wordt besproken hoe de behandelde leerstukken zich tot elkaar verhouden, en ten slotte wordt aangegeven welke rol onderkapitalisatie speelt bij de Duitse normering van aandeelhoudersfinanciering.

15.2 Analyse van de leerstukken

In Duitsland geldt het uitgangspunt dat de aandeelhouders van de GmbH financieringsvrijheid genieten, maar wordt tevens met regelmaat gewezen op de *finanzierungsverantwortlichkeit* van aandeelhouders. Deze verantwoordelijkheid komt primair tot uitdrukking in het wettelijke systeem van kapitaalbescherming en de bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen. Daarnaast vervult het onrechtmatige daadsrecht de functie van vangnet voor die gevallen waarin aandeelhouders weliswaar handelen in overeenstemming met de formele (kapitaal)eisen, maar voorzienbaar schade toebrengen aan de vennootschapscrediteuren. Ook de insolventierechtelijke *Insolvenzanfechtung* lijkt grenzen te stellen aan de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken, zij het dat curatoren daarvan nog geen gebruik maken.

Veel meer dan hun Amerikaanse collega's, doen de Duitse rechters moeite om de dogmatische grondslagen van, en de vereiste omstandigheden voor aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de financiering van de vennootschap, te concretiseren. De uitspraken van het *Bundesgerichtshof* bevatten doorgaans helder geformuleerde overwegingen waarin het oordeel wordt geplaatst in de lijn van eerdere jurisprudentie, niet zelden met uitgebreide verwijzingen naar de relevante wetsbepalingen en de juridische literatuur. Terwijl de Amerikaanse rechters zich bedienen van metaforen en ongewogen waslijsten, tracht het BGH duidelijk de grenzen van de financieringsvrijheid van aandeelhouders te formuleren. Of dit leidt tot meer (rechts)zekerheid, daarover kan men twisten. Feit is dat het BGH in een relatief korte tijd de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege

ongeoorloofde vermogensonttrekkingen twee keer van een nieuwe dogmatische grondslag heeft voorzien, en na de codificatie van het leerstuk van kapitaalvervangende aandeelhoudersleningen, een eigen achterstellingsleer heeft (door)ontwikkeld die beduidend verder ging dan de wettelijke regeling.

15.2.1 Kapitaal en uitkeringen

Anders dan in de Verenigde Staten en in Nederland, geldt onder het Duitse recht nog steeds een verplicht systeem van kapitaalbescherming. Hoewel het sinds de herziening van 2008 thans mogelijk is om een Duitse kapitaalvennootschap op te richten zonder de inbreng van een minimumkapitaal, stelt het *GmbH-Gesetz* een aantal formele eisen aan de inbreng van aandeelhouders, en zijn uitkeringen slechts toegestaan voor zover deze kunnen worden gefinancierd uit de vrije reserves zoals die blijken uit de jaarrekening. In § 30 GmbHG is de fundamentele regel neergelegd dat het nominale kapitaal niet voor uitkering aan aandeelhouders in aanmerking komt. Uitkeringen dienen op het moment van betaalbaarstelling door het bestuur aan § 30 GmbHG te worden getoetst, en daar vloeit uit voort dat de vordering van een aandeelhouder uit hoofde van een dividendbesluit in faillissement een achtergesteld karakter heeft. De uitkeringsregeling is niet louter van toepassing op formele (dividend)uitkeringen, maar op alle transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders die resulteren in een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap ten behoeve van de aandeelhouders. Deze ruime toepasselijkheid van § 30 GmbHG heeft tot gevolg dat een GmbH slechts haar eigen overname kan financieren, voor zover zij beschikt over vrij uitkeerbare reserves.

Bestuurders die medewerking verlenen aan ongeoorloofde betalingen aan aandeelhouders kunnen op twee grondslagen aansprakelijk zijn jegens de vennootschap, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen betalingen die de solvabiliteit van de vennootschap aantasten en betalingen die de liquiditeitspositie van de vennootschap in gevaar brengen. Uitkeringen in strijd met § 30 GmbHG kunnen leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders op grond van § 43 lid 3 GmbHG, voor het te veel uitgekeerde bedrag. De in 2008 geïntroduceerde regeling in § 64 GmbHG voorziet daarnaast in een aansprakelijkheid van bestuurders vanwege betalingen aan aandeelhouders die voorzienbaar betalingsproblemen veroorzaken.

Aandeelhouders die een uitkering in strijd met § 30 GmbHG hebben ontvangen, kunnen op grond van § 31 GmbHG tot restitutie van het ontvangen vermogen worden aangesproken. Daarvoor is niet vereist dat de aandeelhouder wist of moest weten dat de uitkering ongeoorloofd was. Aandeelhouders zijn tevens (naar rato van hun participatie in het kapitaal) subsidiair aansprakelijk voor ongeoorloofde uitkeringen aan hun medeaandeelhouders, voor zover die geen verhaal bieden voor de ongeoorloofde uitkering.

15.2.2 Vermogensonttrekking & Insolvenzanfechtung

Vergelijkbaar met het Amerikaanse *fraudulent transfer law*, biedt de *Insolvenzanfechtung* Duitse curatoren de mogelijkheid om handelingen die de vennootschap voor faillissement heeft verricht en die hebben geresulteerd in benadeling van crediteuren, ongedaan te maken. Over de toepasselijkheid van de *Insolvenzanfechtung* op uitkeringen aan aandeelhouders bestaat geen rechtspraak, en evenmin heerst daarover consensus in de literatuur. Twee varianten van de *Insolvenzanfechtung* komen in aanmerking voor toepassing op uitkeringen: de in § 133 InsO vervatte *Vorsatzanfechtung*, die de aandeelhouder kan inroepen om handelingen te vernietigen waarbij de schuldenaar de opzet had om zijn crediteuren te benadelen en tevens de wederpartij van deze opzet op de hoogte was, en de in § 134 InsO vervatte *Schenkungsanfechtung*, waarmee de curator alle handelingen om niet kan vernietigen die de schuldenaar binnen vier jaar voor de faillissementsaanvraag heeft verricht, ongeacht eventuele opzet of wetenschap van betrokkenen.

Een uitkering kan worden aangetast met de *Schenkungsanfechtung* als deze kwalificeert als *unentgeltliche Leistung*; als handeling waarvoor de vennootschap geen tegenprestatie kreeg. Ofschoon de vennootschap voor een uitkering in directe zin niets terug krijgt, meent een groot deel van de juridische auteurs dat uitkeringen die niet in strijd zijn met § 30 GmbHG, dienen te worden aangemerkt als handeling om baat. De tegenprestatie van de aandeelhouder zou in dat geval gelegen zijn in de toevoer van kapitaal, de bereidheid om het met de kapitaalverschaffing verbonden risico te dragen en de (eventuele) persoonlijke betrokkenheid van de aandeelhouder bij de door de vennootschap gedreven onderneming. Nu uitkeringen in strijd met § 30 GmbHG reeds op grond van het vennootschapsrecht van de aandeelhouder kunnen worden teruggevorderd, concluderen deze auteurs dat de *Schenkungsanfechtung* naast de kapitaalregels geen toegevoegde waarde heeft. Bij bestudering van de genoemde juridische literatuur, valt op dat sommige auteurs zich enigszins in bochten wringen om niet te hoeven concluderen dat een uitkering aan een aandeelhouder een handeling om niet is. De aangedragen tegenprestaties van de aandeelhouder doen soms wat gezocht aan. Mogelijk hangt dit samen met het vergaande gevolg van de vaststelling dat een uitkering een *unentgeltliche Leistung* zou zijn: dit zou betekenen dat alle uitkeringen die de vennootschap binnen vier jaar voor haar faillissement heeft verricht, door de curator kunnen worden teruggevorderd, ongeacht de wetenschap van de vennootschap of de aandeelhouder met betrekking tot het op handen zijnde faillissement.

De toepassing van de *Vorsatzanfechtung* op uitkeringen roept minder vragen op. Is aan de objectieve en subjectieve vereisten van de § 133 InsO voldaan, dan kan een uitkering worden vernietigd door de curator. Vond de uitkering binnen twee jaar voor faillissement plaats en houdt de aandeelhouder die de uitkering ontving 25 procent of meer van het nominale kapitaal of is hij tevens bestuurder van de vennootschap, dan wordt ingevolge het tweede lid van deze bepaling vermoed dat de vennootschap opzet tot benadeling had, en tevens dat de aandeelhouder dit wist.

15.2.3 Financiering & existenzvernichtender Eingriff

Naast de vennootschapsrechtelijke kapitaalregels en de insolventierechtelijke *Insolvenzanfechtung*, wordt de financieringsvrijheid van aandeelhouders begrensd door het leerstuk van de *existenzvernichtenden Eingriffe*. Dit leerstuk is oorspronkelijk ontstaan als onderdeel van het feitelijke *Konzernrecht*, maar heeft zich sinds 2001 door een aantal uitspraken van het *Bundesgerichtshof* ontwikkeld tot een categorie van de onrechtmatige daad in de zin van § 826 BGB. Een *existenzvernichtender Eingriff* leidt niet langer tot een directe doorbraak van aansprakelijkheid, en kwalificeert evenmin als een onrechtmatige daad jegens de (gezamenlijke) crediteuren van de vennootschap, maar wordt aangemerkt als onrechtmatig handelen van de aandeelhouder jegens de vennootschap. Crediteuren kunnen daarom niet zelfstandig tegen de aandeelhouder ageren vanwege een geoorloofde onttrekking. Het vorderingsrecht berust bij de vennootschap en zal in de regel in faillissement door de curator te gelde worden gemaakt.

Voor aansprakelijkheid vanwege een onrechtmatige vermogensonttrekking is vereist dat de vermogensonttrekking de insolventie van de vennootschap heeft veroorzaakt of deze heeft verergerd: het moet gaan om een *insolvenzauslösenden oder -vertiefenden Entzug*. Bovendien dient de aandeelhouder zich bewust te zijn geweest van het feit dat de vermogensonttrekking zou resulteren in de benadeling van crediteuren en dit gevolg op de koop te hebben toegenomen. In dat geval wordt aangenomen dat de aandeelhouder de voorwaardelijke opzet had om de schuldeisers te benadelen. Als er sprake is van een *insolvenzvertiefenden* onttrekking, is de aandeelhouder slechts gehouden de waarde van de onttrokken middelen aan de vennootschap te vergoeden. Staat echter vast dat de onttrekking het faillissement heeft veroorzaakt, dan is de aandeelhouder ook gehouden tot vergoeding van eventuele gevolgschade (*Kollateralschäden*).¹

In de Duitse juridische literatuur wordt sinds jaar en dag gepleit voor de introductie van de norm dat aandeelhouders aansprakelijk zijn indien zij in onvoldoende mate zorg hebben gedragen voor een adequate financiering van de vennootschap in het licht van de door haar ontplooiende activiteiten. Een dergelijke aansprakelijkheid vanwege *materieller Unterkapitalisierung* is echter nimmer aanvaard. Tijdens de herziening van 2008 heeft de wetgever uitdrukkelijk overwogen de introductie van een dergelijke norm onwenselijk te achten, gelet op de daaraan klevende praktische bezwaren. In hetzelfde jaar oordeelde het BGH dat materiële onderkapitalisatie niet kan worden aangemerkt als een *existenzvernichtender Eingriff*. Wel overwoog het BGH nadrukkelijk dat hij de vraag onbeantwoord liet of onderkapitalisatie – mogelijk onder specifieke omstandigheden – gekwalificeerd kan worden als een *unerlaubte Handlung* van de aandeelhouders in de zin van § 826 BGB.

¹ Röck 2012, p. 101 en Baumbach/Hueck 2013, § 13, nr. 68.

15.2.4 Financiering & Gesellschafterdarlehen

Aandeelhoudersleningen worden in Duitsland anders behandeld dan ‘regulier’, door derden verstrekt krediet. Tot de herziening van 2008 werden door aandeelhouders in crisistijd verstrekte leningen gekwalificeerd als ‘kapitaalvervangend’. Gevolg van deze kwalificatie was dat de lening in een eventueel faillissement werd achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren en alle voor faillissement daarop verrichte betalingen van de aandeelhouder konden worden teruggevorderd, indien deze binnen een jaar voor faillissement plaatsvonden of op het moment van de betaling de vennootschap geen vrije reserves had. Door de vennootschap verstrekte zekerheden ten behoeve van dergelijke leningen stonden tevens aan vernietiging bloot, indien zij binnen tien jaar voor faillissement waren verstrekt. Van een crisis was sprake indien de aandeelhouders volgens goed koopmansgebruik eigen (risico-dragend) vermogen in plaats van vreemd vermogen hadden moeten verstrekken; bijvoorbeeld omdat de vennootschap zich in een staat van *Zahlungsunfähigkeit* of *Überschuldung* bevond, of omdat de vennootschap niet langer kredietwaardig was.

In 2008 is de regeling inzake aandeelhoudersleningen aanzienlijk vereenvoudigd en van het *GmbH-Gesetz* naar de *Insolvenzordnung* overgebracht. Het onderscheid tussen ‘normale’ en kapitaalvervangende aandeelhoudersleningen is komen te vervallen: de bijzondere regels gelden nu voor alle door aandeelhouders verstrekte leningen. Dat betekent dat iedere lening die is verstrekt door een aandeelhouder (die 10 procent of meer van het nominale kapitaal verschaft of bestuurder is), in faillissement wordt achtergesteld bij de concurrente schuldeisers. Daarnaast staan alle aflossings- en rentebetalingen op deze leningen die binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag zijn verricht, en alle zekerheden die binnen tien jaar voor dat moment ten behoeve van deze leningen zijn gevestigd, aan vernietiging bloot, ook als op het moment van deze handelingen het faillissement geenszins voorzienbaar was en de leningen ook niet anderszins verband houden met de deconfiture van de vennootschap.

Bij de herziening van het normenkader voor aandeelhoudersleningen in 2008 is dus gekozen voor een zuiver objectieve benadering. Hoewel de toepassing van de regels daardoor aanzienlijk is vereenvoudigd, rijst de vraag welke gedachte achter de bijzondere behandeling van aandeelhouderskrediet schuil gaat. Anders dan het Amerikaanse leerstuk van *equitable subordination*,² strekken de Duitse regels er niet toe om onrechtvaardig handelen van nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouders ongedaan te maken. De Duitse wetgever lijkt met de regeling te willen verhinderen dat een aandeelhouder de vennootschap bij oprichting of op een later moment financiert met een minimumkapitaal en veel – mogelijk gesecureerd – vreemd vermogen, en aldus nagenoeg het gehele ondernemingsrisico op de ongesecureerde crediteuren afwentelt. Volgens sommigen beoogt de regeling tevens te voorkomen dat aandeelhouders een ten dode opgeschreven vennootschap door het

2 Zie hoofdstuk 8.

verstrekken van een lening in staat stellen om nieuwe verplichtingen aan te blijven gaan. De ongeclausuleerde achterstelling van aandeelhoudersleningen biedt voor deze problemen echter geen sluitende oplossing, terwijl zij tegelijkertijd ook van toepassing is op bonafide kredietverstrekking door aandeelhouders.

15.3 Verhouding tussen de leerstukken

15.3.1 Functionele equivalenten

Net als in Amerika,³ kunnen de bestudeerde Duitse rechtsfiguren worden aangemerkt als functionele equivalenten. Door de herziening van het vennootschapsrecht en insolventierecht in 2008 is dit nog duidelijker geworden. In de kern heeft de kapitaalbescherming zich ontwikkeld tot een mechanisme om vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die leiden tot benadeling van crediteuren, te voorkomen en – indien nodig – ongedaan te maken. Dit is ook één van de belangrijkste doelen van de *Insolvenzanfechtung* en de *Existenzvernichtungshaftung*. In de woorden van Haas:

*“Damit ‘fischen’ die Kapitalerhaltungsvorschriften in ‘insolvenzrechtlichen Gewässern’. Es drängt sich daher notgedrungen die Frage auf, wie sich diese beiden Regelungskomplexe zueinander verhalten.”*⁴

Ook de bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen strekken ertoe de crediteuren van de vennootschap te beschermen tegen onttrekkingen door aandeelhouders. De mogelijkheid om rente- en aflossingsbetalingen op aandeelhoudersleningen te vernietigen, vloeit voort uit de gedachte dat dergelijke betalingen dezelfde risico's voor crediteuren meebrengen als uitkeringen. Nu aandeelhoudersleningen in faillissement worden behandeld als (achtergesteld) kapitaal, worden betalingen op dergelijke leningen binnen een jaar voor faillissement economisch beschouwd als ongeoorloofde uitkeringen.

15.3.2 Keuze voor interne aansprakelijkheidsnormen

Anders dan onder het Amerikaanse recht, worden de crediteuren van de GmbH hoofdzakelijk beschermd door *interne* aansprakelijkheidsnormen. De terugbetalingsverplichting vanwege ongeoorloofde uitkeringen (§ 31 GmbHG), de aansprakelijkheid van bestuurders vanwege ongeoorloofde uitkeringen (§ 43 lid 3 GmbHG), de aansprakelijkheid van bestuurders vanwege betalingen aan aandeelhouders die leiden tot faillissement (§ 64 derde zin GmbHG), de restitutieverplichting ter zake van betalingen op aandeelhoudersleningen (§ 135 InsO) en sinds 2007

³ Zie par. 9.3.1.

⁴ Haas 2006b, p. 1382.

ook de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen (§ 826 BGB); zij gelden allen jegens de vennootschap. De argumenten waarmee in Duitsland de keuze voor interne aansprakelijkheidsnormen wordt onderbouwd, vertonen gelijkenis met de argumenten die in Nederland worden aangevoerd voor het uitgangspunt dat aandeelhouders hun afgeleide schade (in beginsel) niet direct van een derde kunnen vorderen.⁵ In zekere zin is de schade die crediteuren door ongeoorloofde vermogensonttrekkingen lijden, afgeleide schade. De schade loopt via het vermogen van de vennootschap, en de omvang van de schade is afhankelijk van het bestaan en de omvang van de vordering van de crediteur op de vennootschap. De keuze voor interne aansprakelijkheidsnormen verhindert dat aandeelhouders en bestuurders zich geconfronteerd zien met een veelheid aan vorderingen, en voorkomt tevens lastige vragen van samenloop. Het primaat ligt bij de vennootschap; feitelijk de curator.

15.3.3 Transactiegerichte leerstukken

De hiervoor besproken rechtsfiguren hebben primair een transactiegericht karakter.⁶ De dividendregels, de *Insolvenzanfechtung* en de bijzondere vernietigingsregeling ter zake van betalingen op aandeelhoudersleningen richten zich op specifieke transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders die hebben geresulteerd in een ongeoorloofde terugbetaling van kapitaal of de benadeling van crediteuren, en beogen de gevolgen van die transacties ongedaan te maken. Ook de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege *Existenzvernichtung* lijkt sinds 2007 een meer transactiegericht karakter te hebben gekregen. Aan het oude GmbH-concernrecht lag nog de idee ten grondslag dat het in concernverhoudingen vaak niet mogelijk is om de specifieke transacties te identificeren die tot benadeling van de vennootschap en haar crediteuren hebben geleid. Daarom werd vermoed dat een aandeelhouder die zich indringend met het beleid van de vennootschap had bemoeid, de vennootschap had benadeeld. Sinds het leerstuk is ingebed in de onrechtmatige daad, moet de curator stellen en bewijzen door welke specifieke transacties de crediteuren zijn benadeeld en waaruit die benadeling precies bestaat.

15.3.4 Dividendregels vs. Existenzvernichtung

De aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs* vormt een belangrijke aanvulling op de vennootschapsrechtelijke crediteurenbescherming die uitgaat van §§ 30 en 31 GmbHG. Hoewel de Duitse uitkeringsregeling een ruim bereik heeft, is er een tweetal situaties waarin zij geen bescherming biedt, terwijl deze bescherming wel gerechtvaardigd is; in Duitsland spreekt men van *Schutzlücke*. Ten eerste kunnen aandeelhouders op grond van § 31 GmbHG louter worden

⁵ Zie Kroeze 2004.

⁶ Dit geldt alleen niet voor de achterstellingsregeling van aandeelhoudersleningen.

aangesproken tot terugbetaling van een ten onrechte ontvangen uitkering. Als de uit een vermogensonttrekking voortvloeiende schade groter is dan het bedrag van de uitkering – bijvoorbeeld omdat causaal verband bestaat tussen de uitkering en het faillissement – kan deze gevolgschade niet op grond van § 31 GmbHG van de aandeelhouder worden gevorderd. Als de curator ageert op grond van § 826 BGB, kan de aandeelhouder worden aangesproken voor de gehele schade die het gevolg is van de uitkering, dus ook eventuele gevolgschade.⁷

Ten tweede biedt de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregeling geen bescherming aan crediteuren indien de schadeveroorzakende transactie tussen de aandeelhouder en de vennootschap niet kwalificeert als ongeoorloofde uitkering in de zin van § 30 GmbHG. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat een transactie weliswaar het eigen vermogen van de vennootschap niet beneden de grens van het nominale kapitaal doet dalen, of sterker nog, in het geheel geen vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap tot gevolg heeft, maar wel in een dusdanige mate de liquiditeitspositie van de vennootschap aantast dat haar faillissement daarop volgt. In dat geval bestaat geen vordering op de aandeelhouder uit hoofde van § 31 GmbHG, maar kan hij wel worden aangesproken op grond van § 826 BGB.

Het belangrijkste verschil tussen de terugbetalingsverplichting uit hoofde van § 31 GmbHG en de aansprakelijkheid ex § 826 BGB is gelegen in de subjectieve vereisten. De vennootschapsrechtelijke terugbetalingsverplichting geldt ongeacht de wetenschap van de aandeelhouder ter zake van het ongeoorloofde karakter van de onttrekking. Staat eenmaal vast dat een uitkering ten laste van het kapitaal werd gefinancierd, dan is niet relevant of de aandeelhouder dit wist of kon weten. Voor aansprakelijkheid vanwege een onrechtmatige uitkering is vereist dat de aandeelhouder opzet had in de zin van § 826 BGB. Daarvoor is in ieder geval vereist dat de aandeelhouder de voor de crediteuren nadelige gevolgen van de uitkering overzag en op de koop heeft toegenomen.

15.3.5 Dividendregels vs. regulering van aandeelhoudersleningen

Sinds de herziening van 2008 kwalificeren aflossings- en rentebetalingen op aandeelhoudersleningen niet langer als uitkering in de zin van § 30 GmbHG. Enigszins opmerkelijk, is het hierdoor onder omstandigheden mogelijk dat een aandeelhouder gehouden is een betaling te restitueren die de vennootschap verrichtte ter aflossing van een lening, terwijl hij een gelijktijdig ontvangen dividenduitkering mag houden. Als een betaling op een aandeelhouderslening plaatsvond binnen een jaar voor faillissement, maar op een moment dat de vennootschap nog over vrije reserves beschikte, kan

⁷ Wiedemann spreekt over de aansprakelijkheid voor de gevolgen van het “*Dominoeffekt*” (Wiedemann 2003, p. 292).

het betaalde bedrag in faillissement door de curator worden teruggevorderd, terwijl een uitkering op dat moment niet op grond van § 31 GmbHG kan worden gereclameerd. Anderzijds kan een aandeelhouder nimmer tot terugbetaling worden aangesproken van betalingen op aandeelhoudersleningen die eerder plaatsvonden dan een jaar voor faillissement; ook niet als ten tijde van de betaling vrije reserves ontbraken. Hoewel aan de bijzondere regulering van (betalingen op) aandeelhoudersleningen de gedachte ten grondslag lijkt te liggen dat deze hetzelfde risico meebrengen als uitkeringen, is gekozen voor een objectieve, niet balansgeoriënteerde normering.

15.4 De rol van onderkapitalisatie

Ofschoon in Duitsland bijzonder veel is geschreven over onderkapitalisatie en de daaraan verbonden risico's, speelt het begrip in het huidige wettelijke systeem en de jurisprudentie geen rol van betekenis. Toch lijkt er in de Duitse juridische literatuur een eenduidigere definitie te worden gehanteerd van het begrip 'onderkapitalisatie' dan in Amerika. Tot de herziening van 2008 sprak men van 'nominale onderkapitalisatie' als de aandeelhouders de vennootschap met te weinig kapitaal hadden gefinancierd, maar leningen hadden verstrekt om in haar vermogensbehoefte te voorzien. In dat geval dienden de leningen van de aandeelhouders te worden achtergesteld. Zoals reeds aangegeven, worden sinds 2008 *alle* leningen van aandeelhouders achtergesteld, en daarmee heeft het begrip 'nominale onderkapitalisatie' haar normatieve betekenis verloren.

Onder 'materiële onderkapitalisatie' verstaat men in Duitsland de situatie waarin de aandeelhouders de vennootschap met te weinig eigen vermogen hebben gefinancierd in het licht van de aard en omvang van de te ontplooiën activiteiten. Hoewel een groot aantal juridische auteurs een lans heeft gebroken voor de introductie van de norm dat aandeelhouders vanwege materiële onderkapitalisatie aansprakelijk kunnen zijn jegens de crediteuren van de vennootschap, heeft zowel de wetgever als het BGH een dergelijke regel nimmer aanvaard. Wél heeft het BGH uitdrukkelijk de mogelijkheid open gelaten dat onderkapitalisatie onder omstandigheden kan worden aangemerkt als een onrechtmatige daad van de aandeelhouder. Het is daarom niet uitgesloten dat aandeelhouders een aansprakelijkheidsrisico lopen als zij de vennootschap bij haar oprichting evident inadequaaf financieren.

IV. NEDERLANDS PERSPECTIEF

HOOFDSTUK 16

HISTORISCHE INLEIDING NEDERLAND

16.1 Inleiding

Dit hoofdstuk biedt een inleiding in het Nederlandse recht inzake de financiering van de besloten vennootschap vanuit historisch perspectief. Hierin wordt besproken op welke wijze de wettelijke normering van aandeelhoudersfinanciering zich heeft ontwikkeld vanaf de oprichting van de VOC tot aan de introductie van de Flex-BV.¹

16.2 1600 – 1800: financiering van de VOC

16.2.1 *De financiering bij oprichting*

De problematiek die in het onderhavige onderzoek centraal staat, is van alle tijden. Reeds in de Gouden Eeuw zag de Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC), niet zelden aangemerkt als de voorloper van de huidige kapitaalvennootschap, zich geconfronteerd met de negatieve consequenties van een onevenwichtig dividend-beleid en financiering met te veel vreemd vermogen.² De VOC werd in 1602 bij octrooi door de Staten-Generaal van de Nederlandse Republiek opgericht om de expansie van de vaart op Indië te financieren. De door de VOC te drijven onderneming was met onzekerheden en risico's omgeven zodat het aanvankelijk niet mogelijk was om haar activiteiten met vreemd vermogen te bekostigen.³ De VOC was daarom genoodzaakt zich hoofdzakelijk te financieren met eigen vermogen, dat door het beleggende publiek ter beschikking werd gesteld.

Het door de Nederlandse overheid verleende octrooi was niet alleen de vergunning die de VOC verwierf om als monopolist werkzaam te zijn, maar regelde tevens haar bestuurlijke inrichting en de wijze waarop zij in haar vermogensbehoefte

1 Voor een bespreking van de historische achtergrond van de kapitaalbescherming wordt tevens verwezen naar Bier 2006a.

2 Zie voor een uitbereide analyse van de ontwikkeling van de NV voor de codificatie het proefschrift van Van der Heijden 1908. Zie ook Kist/Visser 1914, p. 391. Zie voor een recentere historische analyse De Jongh 2014.

3 Harris 2009, p. 18.

voorzag.⁴ In het octrooi was vastgelegd dat alle ingezetenen van de Republiek “met soe weynige ende veel penningen al het hen sal believen” in de VOC mochten deelnemen.⁵ Hoewel niet bekend is hoeveel vermogen de VOC beoogde op te halen, blijkt uit het octrooi dat de oprichters een bepaald financieel plafond in gedachten moeten hebben gehad; als het benodigde kapitaal werd overschreden, dienden de participanten die voor meer dan dertigduizend gulden hadden ingeschreven het door hen ingeschreven bedrag te verminderen, “omme anderen plaats te geven”.⁶ In het octrooi werd geen vaste nominale waarde aan de participaties toegekend. De bedragen die in de VOC werden geïnvesteerd, varieerden van 50 tot 36.000 gulden. In 1602 bedroeg de totale inleg 6.449.688 gulden en 4 stuivers.⁷ Er werden kwitanties van storting afgegeven en de inleg van de participanten werd ingeschreven in de boeken. Het was de participanten toegestaan hun inbrengverplichting in drie termijnen te voldoen.⁸ Met het door de participanten bijeengebrachte kapitaal werd geïnvesteerd in de uitreding van de eerste vier vloten naar Azië. De participanten ontvingen over de eerste storting acht procent rente tijdens de periode voorafgaande aan het uitvaren van de vloot.

16.2.2 De (voorgenomen) herfinanciering van 1612

Het octrooi voorzag in een ‘kapitaalklem’, zij het met een tijdelijk karakter: het was de participanten verboden het door hen ter beschikking gestelde vermogen de eerste tien jaar na oprichting aan de VOC te onttrekken. Hierin onderscheidde de VOC zich van de voorcompagnieën waaruit zij was voortgekomen; die gelegenheidsondernemingen werden doorgaans na één reis of scheepsvaartseizoen ontbonden, waarbij het totale vermogen onder de participanten werd verdeeld.⁹ Bij de VOC zou na tien jaar een “generale slot van rekening” plaatsvinden, waarbij de bewindhebbers financiële verantwoording zouden afleggen aan de participanten. Op basis daarvan zouden de participanten mogen beslissen of ze het door hen geïnvesteerde vermogen aan de onderneming onttrokken of voor nog een periode van tien jaar inlegden.¹⁰

In het octrooi was bepaald: “Deze vereenighde Compagnie sal beginnen ende aenvanck nemen, met dezen jare XVIC ende twee, ende sal geduren den tyt van eenentwintich jaren, achtereenvolgende, mits dat men ’t eelken thien jaeren, een

4 Frentrop 2002, p. 62.

5 Art. X Octrooi.

6 Den Heijer 2005, p. 58.

7 Van Schilfgaarde 1976, p. 24.

8 Art. XI Octrooi.

9 Den Heijer 2005, p. 12.

10 Gelderblom, De Jong en Jonker overwegen over deze manier van financieren: “*This back-to-back financing shows that the company’s 6.4 million guilders’ capital was not considered as money set aside to finance the fixed assets needed, but as circulating capital, a revolving fund to be replenished from sales revenues.*” (Gelderblom, De Jong & Jonker 2012, p. 6).

generale slot van rekeninghe sal maken, ende sal eelk een, 't eynden de thien jaeren vry staen daaruyt te mogen scheyden, ende seyn gelt naer hem nemen (...)."¹¹

De generale afrekening vond echter nimmer plaats. In strijd met het octrooi werd de participanten in 1612 niet de gelegenheid geboden hun investering in de VOC terug te trekken. De bewindvoerders konden de participanten ervan overtuigen dat de gedeeltelijke ontbinding die daarvan het gevolg zou zijn de belangen van de VOC te veel zou schaden.¹² In de gehele geschiedenis van de VOC is uiteindelijk nimmer gebruik gemaakt van de mogelijkheid om na de tienjaarlijkse termijn het geïnvesteerde vermogen terug te vorderen.

16.2.3 Het dividendbeleid

Het octrooi bepaalde dat “alsser vande retouren vyff ten hondert in casse sal wesen, men aen die participanten uuytdeelinghe [sal] doen”.¹³ Aangezien de ontwikkeling van de handel op Azië omvangrijke investeringen vereiste, maakte de VOC de eerste jaren geen winst. Pas in 1610 vond de eerste uitkering van dividend plaats.¹⁴ Bij gebrek aan liquide middelen werd daarvan 75 procent in foelie uitgekeerd. Latere uitkeringen vonden plaats in de vorm van peper, nootmuskaat en geld.¹⁵ Tussen 1610 en de voorgenomen afrekening in 1612 werd in totaal 162,5 procent dividend uitgekeerd. Dit dividend werd, samen met de rentevergoeding, als een voorschot op de generale afrekening beschouwd.¹⁶

De eerste dividenduitkeringen gingen vergezeld van de eerste uitkeringsproblemen. Vanaf 1623 ging het de VOC voor de wind en werden de dividenduitkeringen steeds omvangrijker. De Heeren Zeventien – het dagelijks bestuur van de VOC – bepaalden de hoogte van het dividend in het najaar, na de aankomst van de retourvloot uit Azië. De uitkering vond aansluitend plaats tussen begin november en eind februari. De winst kon echter pas worden bepaald na de veiling van de retourgoederen in het voorjaar. De dividenduitkeringen werden aldus niet op reële winstcijfers gebaseerd en het kwam daarom geregeld voor dat de bewindvoerders

11 Art. VII Octrooi. Zie hierover Frentrop 2002, p. 63.

12 De Jongh 2009, p. 254 en Frentrop 2002, p. 63. Vanwege haar militaire doelstellingen diende de VOC een groot deel van haar vermogen aan te wenden voor investeringen in forten en ander oorlogstuig.

13 Art. XVII Octrooi.

14 NaA, VOC 99, resolutie 10 oktober 1607; VOC 100, resolutie 13 maart 1609.

15 De uitkeringen in natura leidden niet tot problemen, aangezien veel participanten tevens koopman in specerijen waren. Andere participanten verkochten hun recht op dividend aan kooplieden die in specerijen handelden. (Den Heijer 2005, p. 87).

16 Frentrop 2002, p. 65.

door een verkeerde inschatting van de opbrengst meer of minder dividend hadden uitgekeerd dan de financiële situatie toestond.¹⁷ Vanwege kritiek op dit dividendbeleid werd besloten het dividend vast te stellen in de voorjaarsvergaderingen van maart en april, aan de hand van de voorlopige financiële gegevens inzake de kas- en banksaldi, de uitstaande vorderingen, de anticipatiepenningen, en de bedragen van de nog te betalen wissels en dividenden over voorgaande jaren, terwijl de opbrengst van de veilingen die nog voor balansdatum zouden worden gehouden, werden geschat. Dit resulteerde in een modern aandoend dividendbeleid waarbij op de lange termijn de daadwerkelijk gemaakte winsten en de uitkeringen in evenwicht waren.

Door toenemende concurrentie werd in de tweede helft van de zeventiende eeuw een aantal jaren geen dividend uitgekeerd. Na het uitbreken van de oorlog tegen Engeland en Frankrijk verkeerde de Compagnie in ernstige liquiditeitsproblemen. De VOC keerde daarom dividend uit in de vorm van onopeisbare obligaties. Dit bood de Compagnie de mogelijkheid om haar participanten tevreden te stellen zonder een (direct) beroep te doen op haar liquide middelen. De rentelast werd hierdoor wel aanzienlijk opgedreven, nu over de obligaties vier procent rente moest worden betaald. De VOC ging reeds gebukt onder een zware rentelast, doordat zij ter financiering van haar activiteiten in toenemende mate grote bedragen op de kapitaalmarkt leende. Na zeven jaar besloten de bewindvoerders daarom deze uitkeringspraktijk te beëindigen.

Vanaf 1710 werd gestreefd naar een stabilisatie van het jaarlijks dividend. Ondanks het feit dat de verkopen en winsten na 1730 afnamen, bracht het streven om het dividend op een constant niveau te houden de bewindhebbers ertoe grote uitkeringen te blijven doen. Dit ging echter ten koste van de evenwichtigheid tussen de werkelijk gemaakte winsten en de uitgekeerde dividenden.¹⁸ Uit de boekhouding van de Compagnie blijkt dat de bewindvoerders in deze periode ruim tien miljoen gulden meer hebben uitgekeerd dan de bedrijfsresultaten rechtvaardigden.¹⁹ Als motivering voor het dividendpercentage werd volstaan met de algemeen geformuleerde zinsnede: “welke oordelende naar de tegenwoordige gesteldheid der tijden en zaken zouden kunnen en behoren gedaan te worden”. In 1781 staakte de VOC de dividenduitkeringen en in maart 1798 werd zij ontbonden. De VOC liet een schuld achter van 134 miljoen gulden, die voor rekening werd gebracht van de Nederlandse staat.²⁰

17 Aldus Den Heijer 2005, p. 88 en De Korte 1984, p. 67-68.

18 Van Zanden 1996, p. 422.

19 De Korte 1984, p. 67.

20 Van der Heijden 1908, p. 47 en p. 57. Dat nimmer is getracht het tekort op de participanten te verhalen, was volgens Van der Heijden een aanwijzing dat de participanten in de VOC het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid genoten.

16.3 1800 – 1838: naar een Wetboek van Koophandel

16.3.1 1810: *Code de Commerce*

Bij de oprichting van de VOC was nog bepaald dat zij diende te ‘strekken tot algemene nutte’. In 1720 verviel dit vereiste voor de oprichting van maatschappijen en werd winstbejag door de participanten als voldoende motief erkend. De actiëncompagnie kreeg daardoor een zuiver privaatrechtelijk karakter.²¹ Daarmee rees de vraag welke rol was weggelegd voor de overheid bij (het toezicht op) de oprichting van deze maatschappijen. Dankzij de inspanningen van Napoleon werd de Franse *Code de Commerce* in 1810 in Nederland verbindend verklaard, waarin was vastgelegd dat de “*Société Anonyme*” alleen kon bestaan met “*l’autorisation du gouvernement*”.²² Hieraan lag de gedachte ten grondslag “dat wegens het groote belang, hetwelk deze associatievorm voor het algemeen welzijn had en wegens de vele er bij voorgekomen misbruiken en bedriegerijen, het publiek gezag telkens behoorde te onderzoeken of de zaak in orde was en of zij, die er aan deelnamen ook soms werden blootgesteld aan nog andere teleurstellingen, dan nu eenmaal van het wisselend handelsgeluk onafscheidelijk zijn.”²³ Goedkeuring kon worden geweigerd om alle mogelijke redenen en behoefde geen motivering. Een verleende goedkeuring kon bovendien op ieder moment weer worden ingetrokken.

Na het vertrek van de Franse troepen eind 1813 werd de onafhankelijkheid van de Nederlanden hersteld en een aantal maanden later werd de eerste grondwet ingevoerd. Daarin was bepaald dat een wetboek van koophandel moest worden ingevoerd ter vervanging van de *Code de Commerce*. In 1819 werd een ontwerp van een wetboek van koophandel aan de Raad van State gezonden. Pas op 23 maart 1826 werd de eerste titel van Boek I ‘Van vennootschappen of maatschappijen van koophandel’ door de beide Kamers van de Staten-Generaal aanvaard. Onder meer door de Belgische opstand werd de wet pas in 1838 ingevoerd.

16.3.2 1829: *Iets over de naamloze maatschappijen*

Gedurende de aanloop naar de invoering van het Wetboek van Koophandel, publiceerde graaf Van Limburg Stirum een – zo zou later blijken – invloedrijk werk.²⁴ Daarin pleitte hij voor toezicht van overheidswege om misbruik van naamloze vennootschappen – voortvloeiende uit de beperkte aansprakelijkheid van de betrokkenen – tegen te gaan. Dat toezicht moest zich bij de oprichting

21 Van der Heijden/Van der Grinten 1955, p. 5 en Raaijmakers 1977, p. 31.

22 Artikel 37 *Code de Commerce*.

23 Visser 1902, p.6.

24 Van Limburg Stirum 1829. Dit belangrijke werk is eerder besproken door Sanders 1984 en Bier 2006a, p. 186-187.

van de vennootschap met name manifesteren in het vereiste van een Koninklijke Bewilliging.²⁵ Zonder deze bewilliging zou de vennootschap geen rechtspersoonlijkheid mogen verkrijgen. Aan de toekenning ervan moesten vergaande voorwaarden te worden verbonden. Zo moest de inbreng van aandeelhouders bijvoorbeeld door de overheid worden gecontroleerd.

Daarnaast pleitte Van Limburg Stirum voor de invoering van een ‘reservefonds’: een deel van de door de vennootschap gemaakte winsten zou zijns inziens moeten worden afgezonderd. Dit reservefonds strekte er niet toe om de schuldeisers te beschermen en diende daarom niet voorwaardelijk te worden gemaakt aan de verkrijging van de Koninklijke Bewilliging.

Hij overwoog: “Het bestaan van een reserve-fonds wordt niet vereischt, om de regten van derden te verzekeren; hetzelfde bestaat alleen in het belang der leden van de maatschappij, en kan alleen strekken, om de vennootschappen op nog vastere gronden te vestigen, dan tot de wettelijke veiligheid der regten van derden wordt vereischt.”²⁶

Van Limburg Stirum pleitte tevens als eerste voor een bepaling in de statuten krachtens welke de deelnemers verplicht zouden zijn tot ontbinding van de vennootschap over te gaan, indien mocht blijken dat het kapitaal voor een belangrijk deel verloren was gegaan.²⁷ Zonder een dergelijke bepaling zou de Koninklijke Bewilliging moeten uitblijven. Deze bepaling strekte in zijn ogen – in tegenstelling tot het reservefonds – wél tot de bescherming van de belangen van derden. Om toezicht op de uitvoering van de bepaling te houden suggereerde hij om – afhankelijk van de aard van de onderneming – periodiek een balans aan de rechtbank van koophandel te zenden.²⁸ Een bijzondere ‘vennootschapskamer’ moest er vervolgens op toezien dat het kapitaal niet “onder den prik” daalde.²⁹

16.3.3 Besluit van 1 december 1833

Het door Van Limburg Stirum bepleite voortdurend overheidstoezicht werd in 1833 ingevoerd.³⁰ Het departement van de Nationale Nijverheid en Koloniën moest goedkeuring geven aan de oprichting van de naamloze maatschappij en haar statuten, en nadien controleren of de voorwaarden waarop de goedkeuring was verleend en de statuten werden nageleefd. De verplichting tot het opnemen van een ontbindingsbepaling bij vermindering van het vermogen tot een bepaald percentage, werd ook opgenomen. Verder voorzag het besluit in de controle op inbreng in

²⁵ Van Limburg Stirum 1829, p. 22.

²⁶ Van Limburg Stirum 1829, p. 81.

²⁷ Aldus Sanders 1984, p. 212.

²⁸ Van Limburg Stirum 1829, p. 119 e.v.

²⁹ Bier 2006a, p. 187.

³⁰ Bij koninklijk besluit van 1 december 1833 inzake het “Reglement bevattende algemeene voorschriften om te dienen tot leidraad bij het onderzoek der statuten van naamloze maatschappijen”.

natura, door deskundigen die door de rechtbank van koophandel werden benoemd. Het besluit stelde ook een bij statuten ingesteld “reservefonds” verplicht voor de verkrijging van de Koninklijke Bewilliging en ging daarmee zelfs verder dan het voorstel van Van Limburg Stirum. Het besluit bepaalde tevens dat jaarlijks aan het Departement gerapporteerd diende te worden over de financiële staat van de vennootschap. De Koninklijke Bewilliging was een voorwaardelijke: indien de vennootschap niet aan alle vereisten voldeed, werd de bewilliging ingetrokken en verloor de vennootschap daarmee haar rechtspersoonlijkheid, “alles onverminderd de regten en belangen van derden”.³¹

16.4 1 oktober 1838: Wetboek van Koophandel

16.4.1 De regeling

Op 1 oktober 1838 trad het door sommigen als “gespierd en duidelijk” gekarakteriseerde Wetboek van Koophandel in werking en daarmee werd de Franse *Code de Commerce* in Nederland afgeschaft.³² De derde titel van het eerste boek van het WvK 1838 betrof de vennootschappen van koophandel: “eene in inrigting, aard en werking van de burgerlijke maatschap verschillende vennootschap, eene vereniging vormende, die ter uitoefening van eenig handelsbedrijf opgericht, in het algemeen als een individuele koopman optreedt.”³³ Naast de vennootschap onder firma en de vennootschap bij wijze van geldschieting, regelde de wet in de derde afdeling in precies twintig bepalingen de naamloze vennootschap (NV). De wet voorzag niet in een definitie van deze rechtsvorm, het handboek van Diephuis wel:

“[E]ene vennootschap, waarin, bij aandeelen van een bepaald bedrag, een maatschappelijk kapitaal wordt bijeengebracht voor eenige onderneming, waarvan de winsten naar evenredigheid hunner aandeelen genoten zullen worden door de deelgenooten, die van alle verdere verplichtingen en persoonlijke verbindtnissen vrij zijn. Zij vormt [...] een persoon op zich zelve, aan wie het maatschappelijk kapitaal toebehoort en voor wie door hare vertegenwoordigers wordt gehandeld. De deelgenoten zijn als zodanig niet bevoegd voor haar te handelen, maar ook wegens geene harer verbindtnissen aansprakelijk.”³⁴

Voor oprichting van een NV was een aantal zaken vereist: een Koninklijke Bewilliging, een notariële akte, inschrijving van beide in de daartoe bestemde openbare registers en publicatie in één der “nieuwspapieren”.³⁵ De bestuurders

31 Artikel 9 van het besluit.

32 Wet van 26 december 1835, *Stb.* 1835, 44. Van der Heijden/Van der Grinten 1955, p. 14.

33 Diephuis 1874, p. 69.

34 Diephuis 1874, p. 93.

35 Artikel 37 en 38 WvK 1838.

waren voor hun handelen “persoonlijk en elk voor het geheel” jegens derden verbonden zolang de inschrijving en publicatie niet hadden plaatsgevonden.³⁶

16.4.2 Overheidstoezicht bij oprichting

In het WvK 1838 werd, tot de teleurstelling van sommigen, vastgehouden aan de overheidsgoedkeuring bij oprichting.³⁷ Een NV kon zonder een Koninklijke Bewilliging niet tot stand komen.³⁸ Om voor de bewilliging in aanmerking te komen was geboden dat ten minste een vijfde van het maatschappelijke kapitaal was genomen en een termijn was bepaald waarbinnen de overige aandelen geplaatst zouden worden.³⁹ Indien binnen deze termijn niet alle aandelen waren geplaatst, verviel de Koninklijke Bewilliging. Zij was dus, “zoolang niet voor het volle kapitaal deelgenomen, slechts voorwaardelijk verleend.”⁴⁰ De mogelijkheid om een eenmaal verleende bewilliging weer in te trekken, werd in de nieuwe wet uitdrukkelijk uitgesloten.⁴¹ Daarnaast werd in de wet vastgelegd dat de bewilliging uitsluitend mocht worden onthouden indien de vennootschap in strijd zou zijn met de goede zeden of de openbare orde, of indien de akte van oprichting bepalingen bevatte die in strijd waren met de wettelijke regeling.

In Kist/Visser werd daarom overwogen: “Het hoeft geen betoog dat aldus die bewilliging, welke aanvankelijk aangeprezen werd als noodig om de maatschappij te vrijwaren tegen de oeconomische gevaren, welke de naamloze vennootschap met de tot haar kapitaal beperkte aansprakelijkheid kon veroorzaken, geheel en al van karakter veranderd is. Zij is [...] niet veel meer dan eene formaliteit [...]”⁴²

16.4.3 Het kapitaal

Uit de wettelijke regeling volgde dat de NV rechtspersoon was, zo was communis opinio in de juridische literatuur. Dit kon worden afgeleid uit het gegeven dat de bestuurders en de aandeelhouder niet verbonden waren voor de verbintenissen van de vennootschap.⁴³ Hierdoor bleef volgens Kist/Visser “niets anders over dan een aansprakelijkheid van de vennootschap zelve, zoodat deze moet hebben eigen

36 Artikel 39 WvK 1838, zie ook Huussen-De Groot 1976, p. 124.

37 Tijdens de herziening van 1830 was binnen en buiten de Tweede Kamer hevig gediscussieerd over de wenselijkheid van de bemoeienis van de overheid bij oprichting. Daartegen werd onder meer aangevoerd dat het “volstrekt onnoodig en zelfs gevaarlijk is, om de regering het regt toe te kennen zich te mengen in de bijzondere overeenkomsten, vooral handels-overeenkomsten der ingezetenen”. Zie De Pinto 1876, p. 62.

38 Art. 36 lid 2 WvK 1838.

39 Art. 50 WvK 1838.

40 Diephuis 1874, p. 101.

41 Art. 37 WvK 1838.

42 Kist/Visser 1914, p. 446.

43 Art. 40 WvK 1838.

rechten en verplichtingen, van die der aandeelhouders afgescheiden, hetgeen [...] juist is datgene, wat een complex van personen of goederen een rechtspersoon doet zijn”.⁴⁴ De NV had aldus een vermogen dat was afgescheiden van dat van haar deelnemers. De wet bepaalde in art. 40 WvK 1838 dat het kapitaal van de vennootschap was verdeeld in actiën of aandelen op naam of in blanco. Omdat de aandelen geen nominale waarde hadden, werd de totale inbreng van de aandeelhouders als het kapitaal van de vennootschap aangemerkt.⁴⁵

16.4.4 Uitkeringen aan aandeelhouders

16.4.4.1 Uitkering van dividend

Vanwege hun storting op aandelen hadden aandeelhouders recht op uitkering van dividend en in het geval van ontbinding van de vennootschap op hun aandeel in de baten na aftrek van de schulden. Volgens Molengraaff was ‘dividend’ het recht van aandeelhouders “op uitbetaling van een evenredig deel der na verloop van ieder jaar aanwezige, door de uitoefening van het bedrijf verkregen, winst of van dat deel dier winst, dat alsdan door of ingevolge de statuten tot uitdeeling aan de aandeelhouders wordt bestemd”.⁴⁶ Ingevolge de tweede volzin van art. 49 WvK 1838 geschieden “de uitdeelingen uit de inkomsten na aftrek van alle de uitgaven”. Een letterlijke interpretatie van de wettekst impliceerde dat uitkeringen aan aandeelhouders waren toegestaan voor zover over een bepaald boekjaar winst was behaald, ook indien de behaalde winst onvoldoende was om de in de voorgaande boekjaren geleden verliezen te delgen. Zo diende de bepaling echter niet te worden begrepen. Of er voor uitkering vatbare winst was, moest niet worden beoordeeld op basis van het afgelopen boekjaar, maar op basis van alle in het verleden geleden verliezen en gemaakte winsten. De totale balanspositie van de vennootschap was kortom doorslaggevend: voor zover het eigen vermogen van de vennootschap groter was dan het kapitaal, mocht worden gesproken van winst die voor uitkering in aanmerking kwam.⁴⁷

Het begrip ‘winst’ werd in de wet niet gedefinieerd en daarom waren meerdere definities daarvan in omloop, die overigens inhoudelijk overeen kwamen.⁴⁸ Van Slooten overwoog bijvoorbeeld dat van “winst nu blijkt, wanneer na aftrek van alles, wat men nog schuldig is, meer aan bezittingen overblijft dan het geld dat in de zaak

⁴⁴ Kist/Visser 1914, p. 403.

⁴⁵ Van der Heijden 1936, p. 189.

⁴⁶ Molengraaff 1919, p. 238.

⁴⁷ Zo werd door Hoge Raad in 1924 overwogen dat “op een tijdstip waarop het vermogen der vennootschap haar geplaatst kapitaal niet overtreft, aan dat kapitaal en dat vermogen niets mocht worden onttrokken”. (HR 5 december 1924, W. 11317, ontleend aan Polak 1935, p. 358).

⁴⁸ Zie Groenewegen 1907, p. 30.

gestoken is”.⁴⁹ Sauer stelde dat “ten opzichte van winstverdeeling men [...] vermogensvermeerdering dient te beschouwen in verband met het gestorte kapitaal van de vennootschap, of m.a.w. winst is het surplus van het vermogen boven het (gestort) kapitaal”.⁵⁰ En zo meende Molengraaff dat “winst is wat er meer is dan het volle bedrag van het geplaatste kapitaal, van de opeisbare schulden en van hetgeen noodig is als waarborg voor de niet-opeisbare schulden, m.a.w. het bedrag, waarmede de baten (activa) (daaronder begrepen het nog te storten gedeelte van het geplaatste kapitaal) de lasten (passiva) (daaronder begrepen het geplaatste kapitaal) overtreffen (zgn. zuivere winst)”.⁵¹

Nu de wet geen bepalingen bevatte over de waardering van de activa, was het mogelijk dat de vennootschap aan de aandeelhouders uitkeringen deed terwijl winst afwezig was. Het WvK 1838 bepaalde niet wat de gevolgen waren van ongeoorloofde uitkeringen, maar in de literatuur werd algemeen aangenomen dat de verantwoordelijke bestuurders en aandeelhouders daarvoor aansprakelijk konden worden gehouden. De vraag of ook aandeelhouders die de uitkering te goeder trouw hadden ontvangen tot restitutie konden worden bewogen, werd over het algemeen ontkennend beantwoord.⁵²

De wettelijke regeling bood tevens de mogelijkheid om overeen te komen dat niet meer dan een bepaald bedrag mocht worden uitgekeerd.⁵³ De winst boven dit bedrag moest in de reservekas worden gestort om in geval van achteruitgang de vennootschap staande te houden. Het stond de aandeelhouders te allen tijde vrij om het reservefonds op te heffen zodat het aldus vrijgekomen vermogen alsnog voor uitkering in aanmerking kwam.

16.4.4.2 Verbod op vaste renten

In de wet was opgenomen dat de aandeelhouders “geene vaste renten” mochten bedingen.⁵⁴ Met “vaste renten” werd bedoeld een door de vennootschap gegeven garantie dat tot een bepaalde hoogte een uitkering zou worden gedaan, ongeacht of er winst was gemaakt en ongeacht of er voor uitkering vatbaar vermogen aanwezig was. Het bedingen van dergelijke rente werd geacht lijnrecht in te gaan tegen de gedachte dat uitkeringen alleen konden geschieden uit de winst. Pinto benadrukte dat de overeenkomst van de vennoten niet mocht “ontaarden in eene soort van leencontract”.⁵⁵ Hij voerde daartoe aan dat deze ‘renten’ alleen betaald konden

⁴⁹ Van Slooten 1900, p. 22.

⁵⁰ Sauer 1911, p. 24.

⁵¹ Molengraaff 1919, p. 238.

⁵² Kist/Visser 1914, p. 472-743.

⁵³ Art. 49 WvK 1838.

⁵⁴ Art. 49 WvK 1838.

⁵⁵ Pinto 1874, p. 68.

worden in de vorm van dividend uit de jaarlijkse winst, waarvan de omvang op voorhand onzeker was. Indien men de aandeelhouders een gefixeerd recht op uitkeringen zou toestaan, ging dit mogelijk ten koste van het kapitaal en aldus ten koste van de vennootschapscrediteuren.

Sauer schreef hierover in 1911: “Al had de wet dit niet gezegd, toch zou het m.i. volgen uit het karakter van het dividend. De aandeelhouders treden op als ondernemers en hebben als zoodanig recht op de winst, die door de uitoefening van het bedrijf wordt gemaakt, maar loop ook het risico van een ondernemer. En evenmin als iemand, die voor eigen rekening zaken drijft, erop kan rekenen, dat hij elk jaar een vast percentage van zijn kapitaal als winst zal overhouden, kan de vennootschap aan de eigenlijke ondernemers een vast percentage beloven. En laat men dit toch toe, dan miskent men de economische figuur der vennootschap.”⁵⁶

16.4.5 Meldings- en ontbindingsplicht bij kapitaalverlies

Het WvK 1838 voorzag in twee regels die beoogden te bewerkstelligen dat het bestuur van een vennootschap in financiële nood niet zou doorgaan met het maken van nieuwe schulden. Art. 47 WvK 1838 verplichtte de bestuurders, zodra hen bleek dat vijftig procent van het kapitaal verloren was gegaan, daarvan aankondiging te doen in het register van de griffie van de rechtbank, de *Staatscourant* en een “nieuwspapier”. Bij verzuim waren zij op grond van onrechtmatige daad persoonlijk aansprakelijk voor de schade die derden als gevolg hiervan zouden lijden. Het tweede lid van hetzelfde artikel bepaalde dat de vennootschap van rechtswege werd ontbonden als vijfenzeventig procent van het kapitaal was verdwenen. De bestuurders die bekend waren of hadden moeten zijn met deze nadelige staat waren hoofdelijk en persoonlijk aansprakelijk voor alle verbintenissen die daarna door hen werden aangegaan.⁵⁷ Laatstgenoemde regel werd zo begrepen dat de vennootschap pas werd ontbonden op het moment dat de bestuurders bekend waren of behoorden te zijn met het gegeven dat het vermogen onder de kritieke grens was gezakt.⁵⁸

16.5 1838 – 1929: naar een nieuw Wetboek van Koophandel

De regeling zoals deze voor de NV in het WvK 1838 was neergelegd, is tot 1 april 1929 niet gewijzigd. Dit betekent niet dat het vennootschapsrecht in die tijd een rustig bezit was. De regeling stond aan veel kritiek bloot en daarom verschenen

⁵⁶ Sauer 1911, p. 75.

⁵⁷ Deze regeling toont verwantschap met de Duitse *Überschuldungs*-regeling, zie daarover par. 11.7.1.2.

⁵⁸ Kist/Visser 1914, p. 482.

vanaf 1871 wetsontwerpen die beoogden het vennootschapsrecht te hervormen en preadviezen die daaraan een bijdrage beoogden te leveren.⁵⁹

16.5.1 Ontwerp Staatscommissie 1890

Zo stelde in 1890 de Staatscommissie tot herziening van het wetboek van koop-handel voor om het overheidstoezicht bij oprichting af te schaffen.⁶⁰ Hierdoor zou volgens de Staatscommissie de behoefte ontstaan aan dwingendrechtelijke bepalingen met het doel om de realiteit van het kapitaal te waarborgen en de “meest mogelijke openbaarheid” te verzekeren van alles wat kon strekken om de financiële toestand van de vennootschap zo juist mogelijk te doen beoordelen. Daarnaast zou moeten worden voorzien in een regeling ter zake van de persoonlijke aansprakelijkheid van oprichters, andere bij de oprichting betrokken personen, bestuurders en commissarissen jegens de aandeelhouders en derden. Een minimum stortingsplicht voor aandeelhouders werd door de Commissie uitdrukkelijk van de hand gewezen:

“Een minimum van storting op de aandelen schijnt evenmin door de wet gevorderd te moeten worden. Men pleegt [...] hierin een waarborg voor derden te zien. Ten onrechte evenwel. Niet zozeer van het *gestort zijn* van het kapitaal, als van den vermogenstoestand van hen die tot storting verplicht zijn, hangt het crediet af dat de naamlooze vennootschap verdient. Een kapitaal, dat zelfs ten volle gestort, maar verloren is, is zeker een minder goede waarborg dan een door soliede aandeelhouders nog te storten kapitaal.”⁶¹

Naar het oordeel van de Commissie moest het belang van de vennootschapscrediteuren worden beschermd door de introductie van regels over de inbreng op aandelen anders dan in geld, kapitaalvermindering en de inkoop van eigen aandelen. Daarnaast pleitte de Commissie ervoor om het voorbeeld van een aantal buitenlandse rechtstelsels te volgen door de vennootschap te verplichten jaarlijks een balans openbaar te maken. Daarbij merkte de Commissie op dat een dergelijke verplichting slechts van betekenis kon zijn indien de wet tevens voorzag in voorschriften omtrent het opmaken van de balans.

59 Zo werd overwogen in Kist/Visser: “Dat de wetgever, aldus, zij het ook met eenige afwijkingen en aanvullingen, den Code de Commerce navolgende, heeft misgetast, wordt algemeen erkend en kan dus terstond hier worden geconstateerd.” (Kist/Visser 1914, p. 399). Het eerste ontwerp van minister Jolles dateert van 4 november 1871 en beoogde het preventieve staatstoezicht bij oprichting af te schaffen.

60 Belinfante 1890. In de Staatscommissie had ook Molengraaff zitting en diens opvattingen klinken in haar ontwerp dan ook door. Zie bijvoorbeeld Molengraaff 1903, p. 191-226. Zie daarover tevens Lennarts 2008.

61 Toelichting Staatscommissie, p. 96.

16.5.2 Preadvies Visser 1902

In zijn belangwekkende preadvies van 1902 stelde Visser zichzelf de vraag hoe men de “uitkeering van valsche dividenden op grond van verdeeling van fictieve winst” kon voorkomen.⁶² Visser definieerde ‘winst’ als het “voordelig verschil tusschen activa en passiva” en was daarom niet gelukkig met de formulering van art. 49 WvK 1838. Visser gaf aan dat het winstcijfer ook afhing van handelingen die geen eigenlijk gezegde inkomsten of uitgaven waren, zoals afschrijvingen en waardevermeerderingen. Deze moesten zijns inziens vanzelfsprekend wel worden verdisconteerd bij de vaststelling van de winst. Om tot een zuiver winstcijfer te komen dienden daarom onder de activa en passiva slechts die posten te worden opgenomen die daar daadwerkelijk behoorden en mochten de activa niet boven hun werkelijke waarde op de balans geactiveerd worden. Dit bracht de vraag mee of de wet regels betreffende de activering en waardering van balansposten moest bevatten. In zijn preadvies gaf Visser er blijk van zich destijds reeds bewust te zijn van de haken en ogen die aan dergelijke materiële voorschriften kleven. Deze nadelen brachten Visser uiteindelijk tot de conclusie dat – op een paar beperkte voorschriften na – noch voorschriften inzake de waardering, noch andere materiële voorschriften betreffende de samenstelling van de balans in de wet dienden te worden opgenomen.

Visser overwoog treffend: “Van die waardeeringsvoorschriften kan men dan ook zeggen, dat zij belemmerend kunnen zijn voor den gang van zaken in de vennootschap, en niet meer dan een schijnwaarborg geven. [...] Van schijnwaarborgen moet de wetgever zich onthouden, daar zij slechts dienen om het publiek eene valsche gerustheid te verschaffen, in slaap te sussen. Men leeft in de onderstelling, dat de wettelijke voorschriften balansmisbruiken onmogelijk maken, doch bespeurt te kwader ure, dat langs die voorschriften genoeg wegen tot ontduiking geopend bleven.”⁶³

16.5.3 Ontwerp Nelissen 1910

In 1910 deed minister Nelissen een nieuwe poging het vennootschapsrecht te hervormen.⁶⁴ Anders dan het voorstel van de Staatscommissie, bepaalde het ontwerp Nelissen niets over de inrichting van de balans. Een dergelijk “keurslijf” zou volgens de toelichting bij het ontwerp op onoverkomelijke bezwaren afstuiten.⁶⁵

Het ontwerp bepaalde dat de winst de aandeelhouders ten goede kwam, tenzij de akte van oprichting anders bepaalde. Door de vaststelling van het dividend door

⁶² Visser 1902, p. 92.

⁶³ Visser 1902, p. 98.

⁶⁴ Bijl. Hand. 2e K. 1909-1910, 217, nr. 2.

⁶⁵ Toelichting Ontwerp Nelissen, Bijl. Hand. 2e K. 1909-1910, 217, nr. 3, p. 32.

de AVA, kregen de individuele aandeelhouders recht op hun aandeel in de winst.⁶⁶ De toelichting vermeldde dat door de vaststelling de NV aan iedere aandeelhouder een proportioneel winstbedrag schuldig werd, overeenkomstig de bepalingen die bij de vaststelling waren gemaakt omtrent tijd en plaats van betaling. Het ontwerp bepaalde tevens dat indien blijkens de vastgestelde winst- en verliesrekening over enig jaar verlies geleden was, dit op de eerstvolgende winst- en verliesrekening overgebracht diende te worden voor zover dit niet uit een reserve bestreden of op andere wijze gedelgd kon worden. In de volgende jaren werd pas geacht winst te zijn gemaakt nadat het verlies van voorafgaande jaren was aangezuiverd. Het ontwerp gaf aan dat handelen in strijd met dit voorschrift in zou houden dat aan de aandeelhouders als dividend werd uitgekeerd wat eigenlijk als waarborg voor crediteuren moest dienen.

16.5.4 Ontwerp Heemskerk 1925

Het ontwerp Nelissen werd door de Kamer in handen gesteld van een Commissie van Voorbereiding. Het verslag van deze Commissie met het antwoord van minister Heemskerk verscheen op 11 April 1925. Daarbij werd een “gewijzigd ontwerp van Wet” gevoegd, bekend onder de naam ‘ontwerp Heemskerk’.⁶⁷ De minister gaf aan dat aan het gewijzigd ontwerp dezelfde drie beginselen ten grondslag lagen als aan het ontwerp Nelissen: (i) de openbaarheid van de inrichting van en machtsverdeling binnen de NV, (ii) de bescherming van het vermogen van de vennootschap en (iii) een regeling betreffende de aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen.⁶⁸

De Commissie van Voorbereiding meende dat het ontwerp Nelissen onvoldoende oog had voor de verschillende typen onderneming die door de NV werden gedreven. Zij had de indruk dat het ontwerp met name uitging van de grote NV, die voor haar financiering een beroep op de kapitaalmarkt deed. De Commissie gaf aan dat naast deze NV-vorm ook een geheel ander type onderneming bestond, waarin de personen van de deelnemers een grotere rol speelden. Deze deelnemers waren volgens de Commissie niet uitsluitend te beschouwen als beleggers, maar als vennoten, die doorgaans nauw betrokken waren bij het “lief en leed der zaak”.⁶⁹ Nu de aandelen van deze “familievennootschappen” niet bestemd waren telkens van eigenaar te wisselen, zouden bepalingen ter bescherming van aandeel- of obligatiehouders voor dergelijke maatschappijen minder nodig zijn.⁷⁰ De leden van de Commissie gaven de minister daarom in overweging voor deze soort NV’s een afwijkend, meer passend recht te scheppen. Een dergelijke regeling zou volgens de

66 Art. 44f Ontwerp Nelissen.

67 Bijl. Hand. 2e K. 1924-1925, 69, nr. 2.

68 Bijl. Hand. 2e K. 1924-1925, 69, nr 1, p. 1.

69 Bijl. Hand. 2e K. 1924-1925, 69, nr 1, p. 2.

70 Overigens had Visser reeds in 1914 erop gewezen dat de NV-vorm steeds vaker in besloten verhoudingen werd gebruikt. Zie Kist/Visser 1914, p. 398.

Commissie – naar het voorbeeld van de Engelse *Companies Consolidation Act 1908* – er in kunnen bestaan, dat voor de bedoelde maatschappijen aan verschillende voorschriften het dwingende karakter werd ontnomen. Daarvoor zou dan een onderscheidend criterium ontwikkeld moeten worden, bijvoorbeeld dat de aandelen niet aan het publiek in het algemeen werden aangeboden, de aandelen niet aan toonder mochten worden gesteld en niet te gemakkelijk overdraagbaar mochten zijn. Volgens de Commissie zou het nóg beter zijn om in de voetsporen van Duitsland en Oostenrijk te treden door de introductie van een nieuwe rechtsvorm voor de familievennootschap. Daarvoor zouden dan minder dwingende regels moeten gelden.

De minister deelde dit standpunt van de Commissie echter niet. Hoewel hij erkende dat er verschillende typen NV waren met verschillende karakters, zag hij geen noodzaak voor een aparte regeling. Met name de voorschriften in het belang van derden die met de vennootschap transacties aangingen, dienden zijns inziens voor alle vennootschappen te gelden; in het bijzonder de verplichting tot openbaarmaking van de balans en winst- en verliesrekening.

16.5.5 Ontwerp Donner 1927

Minister Donner heeft in overleg met de eerder vermelde Commissie van Voorbereiding een aantal veranderingen in het gewijzigde ontwerp voorgesteld bij *Nota van Wijzigingen* van 16 februari 1927 (Ontwerp Donner).⁷¹ In de Eerste Kamer vond een hevige discussie plaats over art. 42c van het wetsvoorstel, dat alle vennootschappen verplichtte om een balans en winst- en verliesrekening te publiceren, zonder dat daarbij onderscheid werd gemaakt tussen de ‘open’ NV en de ‘besloten NV’ of ‘familie-NV’.⁷² Niettemin werd het voorstel in 1928 door de Eerste Kamer aangenomen, zodat het op 1 april 1929 in werking kon treden. Slechts een paar maanden later werd door de ‘balansnovelle’ de publicatieverplichting alsnog beperkt tot vennootschappen die – kort gezegd – voor vijftigduizend gulden of meer aandelen aan toonder hadden uitgegeven, schuldbrieven aan toonder had uitgegeven, aandelen of schuldbrieven aan de beurs had genoteerd of een verzekeringsbedrijf uitoefenden.⁷³

71 Bijl. Hand. 2^e K. 1926-1927, 27, nrs. 1, 2 en 3.

72 Art. 42 bepaalde: “Het bestuur is verplicht binnen acht dagen na de vaststelling van de balans en de winst- en verliesrekening, volledige afschriften dier stukken en van de toelichting, ter inzage voor een ieder, neder te leggen aan het kantoor der vennootschap en dat van het handelsregister”.

73 Wet van 25 juni 1929, *Stb.* 261. Zie over de ‘balansnovelle’ Grosheide 1931, p. 73 e.v.

16.6 1928: wijziging Wetboek van Koophandel

16.6.1 De nieuwe regeling

De nieuwe Wet op de Naamloze Vennootschap voorzag in een regeling van 122 artikelen.⁷⁴ Daarmee was “de imposante eenvoud van het klassieke voorbeeld [...] bewust prijs gegeven voor verfijnde uitwerking”.⁷⁵ Zo werd voor het eerst in een wettelijke definitie van de rechtsvorm NV voorzien:

“De naamloze vennootschap is de vennootschap met een in aandelen verdeeld maatschappelijk kapitaal, waarin ieder der vennoten voor een of meer aandelen deelneemt. De vennoten (aandeelhouders) zijn niet persoonlijk aansprakelijk voor hetgeen in naam der vennootschap wordt verricht.”⁷⁶

Aan de wet lag een viertal uitgangspunten ten grondslag: (i) een repressief regeringstoezicht, aangevuld door de mogelijkheid van rechterlijke repressie, (ii) openbaarheid van inrichting en machtsverdeling, (iii) bescherming van het vermogen van de NV tegen vermindering daarvan beneden het door de aandeelhouders bijeengebracht kapitaal en (iv) verscherpte aansprakelijkheid van oprichters, bestuurders en commissarissen.

16.6.2 Overheidstoezicht bij oprichting

In de nieuwe wet was het regeringstoezicht nog steeds aanwezig. Dit was opmerkelijk, aangezien de wet van 1838 sinds 1860 juist op dat punt aan veel kritiek had blootgestaan. Het vereiste van koninklijke bewilliging werd weliswaar afgeschaft, maar daarvoor in de plaats kwam de ministeriële verklaring van geen bezwaar.⁷⁷

16.6.3 Het kapitaal

Het begrip ‘kapitaal’ kreeg in de wet van 1928 een nieuwe betekenis. Dit had tot dan toe als maatstaf gediend voor de aanspraken van de aandeelhouders; het was het totale bedrag van hun inbreng. Vanaf een zeker moment waren vennootschappen echter inbreng gaan aanvaarden tot een hoger of lager bedrag dan waartoe aandelen in het kapitaal werden uitgegeven; in dat geval was sprake van agio (of disagio). In

⁷⁴ Wet van 2 juli 1928, *Stb.* 216: wet tot wijziging en aanvulling van de bepalingen omtrent de naamloze vennootschap en regeling aansprakelijkheid voor het prospectus.

⁷⁵ Van der Heijden/Van der Grinten 1955, p. 26. Dit positieve oordeel over de wet ontstond overigens pas enige tijd na haar invoering. Tijdens haar invoering werd de wijziging van het WvK door velen gezien als niet minder dan rampzalig. In het bijzonder de introductie van een publicatieplicht en het recht van enquête gaven aanleiding tot kritiek.

⁷⁶ Art. 36 WvK 1928.

⁷⁷ Art. 36e WvK 1928.

de nieuwe wet werd daarom tot uitdrukking gebracht dat het kapitaal niet noodzakelijkerwijs samenviel met de inbreng van de aandeelhouders.

Van der Heijden merkte hierover op: “Het kapitaal duidt zoo niet langer het bedrag aan van den inbreng, doch het bedrag tot hetwelk de n.v. zich wegens den inbreng in vennootschappelijke schuldbetrekking jegens haar aandeelhouders stelt. [...] Tijdens de duur der vennootschap moet zij, zoolang niet opgeheven, onvereffend blijven. [...] Kapitaal is onlosbare vennootschappelijke schuld aan aandeelhouders wegens hun inbreng of verplichting daartoe.”⁷⁸

Van der Heijden wees erop dat het voormalige ‘kapitaal-is-inbreng-begrip’ niet alleen in strijd was met het bedingen van agio of disagio bij de uitgifte van aandelen, maar zich tevens slecht verhiel met de mogelijkheid van aandeelhouders het kapitaal te verminderen zonder dat aan hen iets werd teruggegeven. Het kapitaal moest daarom onder de passiva op de balans worden vermeld; de inbreng was het actief dat daar tegenover kwam te staan. Het begrip ‘nominaal kapitaal’ werd geïntroduceerd; dit bedrag drukte de ‘verplichting’ van de vennootschap jegens haar aandeelhouders uit en gaf aan welk deel van het vermogen tijdens het bestaan van de NV niet door de aandeelhouders mocht worden onttrokken.

Van der Heijden overwoog: “Het nominale bedrag van het kapitaal is het bedrag, tot hetwelk de vennootschap zich verplicht haar vermogen onder vennootschappelijk verband te houden. Het bedrag daarvan zal de vennootschap uitsluitend aanwenden als middel ter bereiking van het vennootschappelijke doel. [...] Het kapitaal werkt dus als klem, die het vennootschappelijk vermogen tot bepaalden omvang bijeen moet houden.”⁷⁹

Ingevolge art. 36d WvK 1928 diende de akte van oprichting het bedrag van het maatschappelijk kapitaal te vermelden, waaronder werd verstaan het nominale bedrag van de gezamenlijke aandelen dat kon worden uitgegeven zonder wijziging van de statuten. Tevens moest het bedrag vermeld worden waarvoor door de oprichters in dat maatschappelijk kapitaal was deelgenomen, men sprak van het geplaatst kapitaal.⁸⁰ De nieuwe wet schreef voor dat ten minste een vijfde van het maatschappelijk kapitaal geplaatst was.⁸¹ Het geplaatste kapitaal hoefde niet geheel in de kas van de vennootschap te worden gestort; slechts indien minder dan een vierde van het geplaatst kapitaal was gestort, waren bestuurders “voor hunne handelingen [...] hoofdelijk voor het geheel aan derden verbonden, onverminderd

⁷⁸ Van der Heijden 1936, p. 190.

⁷⁹ Van der Heijden 1936, p. 191.

⁸⁰ Polak 1935, p. 331.

⁸¹ Art. 36^c WvK 1928 bepaalde: “De [verlaring van geen bezwaar] mag alleen worden geweigerd op de overweging [...] dat de oprichters te zamen voor ten minste een vijfde gedeelte in het maatschappelijk kapitaal deelnemen.”

de aansprakelijkheid der naamlooze vennootschap, voor zooverre binnen de grenzen der akte van oprichting is gehandeld”.⁸²

16.6.4 Uitkeringen aan aandeelhouders

16.6.4.1 Uitkering van dividend

De klem die op het nominale kapitaal rustte kwam primair tot uitdrukking in de regeling inzake uitkeringen aan aandeelhouders. Zo stelde art. 38a WvK 1928 voorop dat een aandeelhouder in beginsel niet ontheven kon worden van zijn stortingsplicht.⁸³ In gevolge art. 42 WvK 1928 moest de AVA de balans en winst- en verliesrekening vaststellen die door het bestuur was opgesteld. Vervolgens voorzag art. 42 WvK in een regeling inzake uitkeringen:

In art. 42d WvK 1928 was bepaald: “Voor zooverre bij de akte van oprichting niet anders is bepaald, komt de winst den aandeelhouders ten goede. Bij de berekening van het winstbedrag, hetwelk op ieder aandeel zal worden uitgekeerd, komt slechts het bedrag der verplichte stortingen op de aandelen in aanmerking, tenzij bij de akte van oprichting anders is bepaald.” Art. 42e WvK 1928 voegde daar aan toe: “Indien blijkens de vastgestelde winst- en verliesrekening over eenig jaar verlies geleden is, hetwelk niet uit eene reserve bestreden of op andere wijze gedelgd wordt, geschiedt in volgende jaren geen winstuitkering zoolang zoodanig verlies niet is aangezuiverd.”

Uit deze bepalingen volgde dat uitsluitend ‘zuivere winst’ voor uitkering vatbaar was. Met het begrip ‘zuivere winst’ werd tot uitdrukking gebracht dat het niet de vraag was of in een bepaald boekjaar winst was behaald, maar of er in de vennootschap winst was en er bijvoorbeeld niet in vorige jaren verlies was geleden, dat eerst moest worden aangezuiverd tot het bedrag van het kapitaal.⁸⁴ Net als in de wet van 1838 gold dus als hoofdregel dat uitkeringen er niet toe mochten leiden dat het vermogen lager werd dan het geplaatst kapitaal. En net als in de wet van 1838 was deze hoofdregel op impliciete wijze vastgelegd.

Kist stelde vast dat de vraag of er verdeelbare winst was, dus niet beantwoord moest worden door te verwijzen naar het verschil tussen de ontvangsten en de uitgaven binnen een bepaald jaar, maar dat hierbij de verhouding tussen de bezittingen en de schulden van de vennootschap maatgevend was.⁸⁵ Hij wees erop dat het complexe proces van waardebeoordeling van vooral de activa een belangrijke rol speelde bij het bepalen van de uitkeerbare winst. Nu de wet niet voorzag in regels voor de waardering en afschrijving van de verschillende

⁸² Art. 26g WvK 1928.

⁸³ Zie echter de uitzondering op deze regel, besproken in par. 16.6.4.4.

⁸⁴ Zie Polak 1935, p. 357-358.

⁸⁵ Kist 1929, p. 110.

vermogensbestanddelen, diende deze zijns inziens plaats te vinden “te goeder trouw en naar de eischen van goed koopmanschap”.

Kist overwoog: “De goede trouw en de eischen van goed koopmanschap zijn beslissend voor de vraag, of inderdaad de uitkeering al dan niet uit de winst is geschied en of dus de aandeelhouders en verdere winstgerechtigden inderdaad een uitkeering hebben ontvangen welke de wet toelaat. Hieruit volgt dat het niet geoorloofd zal zijn de gedane uitkeering aan te tasten op grond van beschouwingen achteraf of op grond van het enkele feit, dat van de waardeeringen, waarop de winstberekening heeft berust, later de onjuistheid is gebleken.”⁸⁶

Uitkeringen die voldeden aan deze eisen van winstberekening, behoorden volgens Kist onaantastbaar te zijn. De aandeelhouders die dividend hadden ontvangen moesten niet blootstaan aan het risico jaren later op grond van redelijkerwijs niet te voorziene gebeurtenissen tot terugbetaling te worden gedwongen. Indien een uitkering echter niet te goeder trouw tot stand was gekomen, moesten de belangen van de aandeelhouders wijken voor de belangen van de crediteuren. Ook indien de AVA te goeder trouw de balans en winst- en verliesrekening had vastgesteld, maar zij daarbij door het bestuur was misleid, dienden de aandeelhouders – en niet de schuldeisers – daarvan de gevolgen te dragen, aldus Kist.⁸⁷ Onwettige uitkeringen konden worden teruggevorderd door de vennootschap en in faillissement door de curator.

De gerechtigheid tot de winst werd berekend naar evenredigheid van de verplichte stortingen op de aandelen. De statuten konden een andere maatstaf voor de verdeling bepalen en op deze wijze preferenties onder de aandeelhouders scheppen. Het was toegestaan het recht op winst van de aandeelhouder statutair te beperken, maar dit kon niet geheel worden uitgesloten.⁸⁸ Het was mogelijk dividend uit te keren in de vorm van bonusaandelen (stockdividend). Reserves konden alleen bij de statuten worden ingesteld.

Het was toegestaan interim-dividend uit te keren, mits de statuten in deze mogelijkheid voorzagen.⁸⁹ De betaling mocht niet verder strekken dan de winst op het moment van uitkering toeliet. Tevens bepaalde de wet dat het recht op dividend door verloop van vijf jaren na het opeisbaar worden van de uitkering verviel.

⁸⁶ Kist 1929, p. 111.

⁸⁷ Kist 1919, p. 112.

⁸⁸ Van der Heijden 1936, p. 435: “Praktisch doet de behoefte daaraan zich trouwens niet gevoelen!”

⁸⁹ Molengraaf 1953, p. 303.

16.6.4.2 Vaste (bouw)renten

Het verbod op het bedingen van vaste renten bleef in de nieuwe wet gehandhaafd, zij het dat in art. 41 WvK 1928 daarop één uitzondering werd gemaakt. De wetgever achtte het voor de praktijk wenselijk dat voor de tijd dat de uitoefening van het bedrijf nog niet ten volle was aangevangen, en dus ook van winst nog geen sprake kon zijn, de aandeelhouders rente over het door hen verschaft kapitaal konden bedingen. Hieraan kon behoefte bestaan bij cultuurondernemingen, spoorwegmaatschappijen en andere bedrijven die pas na enige tijd vruchten afwierpen.⁹⁰ De wet stond dergelijke ‘bouwrenten’ daarom toe, onder de voorwaarde dat de betaling daarvan alleen geoorloofd was in de periode dat de vennootschap nog niet met de uitoefening van haar activiteiten was begonnen. Daarnaast diende de akte van oprichting de rentevoet te bepalen (die niet meer mocht zijn dan vijf procent) en het maximaal aantal jaren waarin de rente zou worden betaald (dat niet meer dan vier mocht zijn). Niet verdiende bouwrenten werden als verlies aangemerkt; zij moesten dan ook na aanvang van het bedrijf zijn terugverdiend, alvorens tot de betaling van dividend kon worden overgegaan.⁹¹

16.6.4.3 Verkrijging van eigen aandelen

Een berucht twistpunt onder het (oude) WvK van 1838 betrof de vraag in hoeverre het de NV was toegestaan aandelen in haar eigen kapitaal te kopen. Indien een vennootschap eigen aandelen inkoopt, wordt haar vermogen verminderd ten bate van de aandeelhouder die zijn aandelen aan de vennootschap overdraagt. Het vermogen waarop de crediteuren zich kunnen verhalen wordt afgeroomd; tegenover het aandeel staat niet langer een deelname van een derde in het kapitaal. De inkoop van aandelen werd dan ook “een stap terug” genoemd.⁹² Volgens Kist/Visser had onder de oude wet “meer dan eens het verwerven van eigen aandelen tot misbruiken aanleiding gegeven”.⁹³

Art. 41a WvK 1928 voorzag daarom in een regeling voor inkoop. Het artikel bepaalde dat de overdracht aan de NV van niet-volgestorte aandelen in haar maatschappelijk kapitaal nietig was. Het was de vennootschap wél toegestaan onder bepaalde voorwaarden volgestorte aandelen in haar vermogen te verkrijgen. De vennootschap mocht deze te allen tijde om niet verkrijgen; dit had immers geen effect op het eigen vermogen van de vennootschap. Ook de verkrijging van eigen aandelen onder bezwarende titel was niet geheel verboden. Wegens behoeften van de praktijk had de wetgever de vennootschap deze mogelijkheid niet willen onthouden. Volgestorte aandelen in haar maatschappelijke kapitaal mocht de NV

⁹⁰ Van der Heijden/Van der Grinten 1955, p. 34.

⁹¹ Kist/Visser 1929, p. 109.

⁹² Speetjens 1947, p. 131.

⁹³ Kist/Visser 1929, p. 8.

voor eigen rekening onder bezwarende titel slechts verkrijgen tot het bedrag dat in de akte van oprichting was bepaald. Een akte van oprichting die voorzag in de mogelijkheid nagenoeg het gehele kapitaal weer in te kopen, werd geacht in strijd te zijn met de openbare orde en de goed zeden, zodat de ministeriële verklaring van geen bezwaar kon worden geweigerd.⁹⁴ Aan het vereiste dat de bevoegdheid tot verwerving van eigen aandelen vastgelegd diende te worden in de akte van oprichting, lag de gedachte ten grondslag dat het publiek voor deze mogelijkheid moest worden gewaarschuwd. Een “heimelijke uitholling” van het vermogen werd zo voorkomen.

Indien de prijs voor de verworven aandelen de werkelijke waarde van deze aandelen te boven ging en de vennootschap hierdoor zou worden benadeeld, was het bestuur hiervoor aansprakelijk. Ook door het overschrijden van de wettelijk vastgelegde voorwaarden liepen bestuurders het risico verantwoordelijk te worden gehouden voor de daaruit voortvloeiende schade. Overschrijding van deze normen impliceerde echter niet zonder meer dat de vennootschap niet gebonden was aan de overdracht. Alleen indien de vervreemder niet te goeder trouw was kon de nietigheid van de overdracht aan hem worden tegengeworpen.

Na de verkrijging van eigen aandelen had de vennootschap twee opties: zij kon de aandelen intrekken en daarmee haar kapitaal met het bedrag van die aandelen verminderen. Ook kon zij de aandelen aanhouden als een vermogensbestanddeel en de waarde daarvan onder haar activa opnemen.

16.6.4.4 Teruggave van hetgeen op aandelen is gestort en kapitaalvermindering

Ingevolge art. 41b WvK 1928 was gehele of gedeeltelijke teruggave van hetgeen op aandelen was gestort, geoorloofd, indien en voor zoverre er zuivere winst was en indien tevens in de akte van oprichting was voorzien in welke mate en op welke wijze dit kon geschieden. Over dit artikel, aangemerkt als “een van de meest duistere artikelen” van het NV-recht, bestonden verschillende opvattingen.⁹⁵ Met name was onduidelijk hoe het artikel zich verhiel tot art. 41c WvK 1928, dat kan worden aangemerkt als de voorloper van de huidige regeling inzake kapitaalvermindering.⁹⁶ Art. 41c WvK 1928 bepaalde dat terugbetaling op aandelen, anders dan in art. 41b WvK 1928, of ontheffing van de verplichting tot storting op niet volgestorte aandelen, slechts kon geschieden nadat en voor zoverre het maatschappelijk kapitaal door wijziging van de akte van oprichting was verminderd. Art. 42d WvK 1928 bepaalde vervolgens dat het besluit tot kapitaalvermindering diende te worden gedeponereerd bij het handelsregister en dat deze deponering moest worden aangekondigd in de *Staatscourant* en een dagblad. Schuldeisers hadden vervolgens twee maanden de tijd om tegen het besluit in verzet te komen. Volgens Speetjens

⁹⁴ Aldus Kist/Visser 1929, p. 114.

⁹⁵ Van der Heijden/Van der Grinten 1955, p. 540.

⁹⁶ Art. 2:208 e.v. BW.

moest het onderscheid tussen de artikelen 41b en 41c WvK 1928 zo worden begrepen, dat het eerste artikel zag op de terugbetaling op aandelen indien en voor zover er zuivere winst was en de tweede bepaling indien en voor zover deze winst ontbrak.⁹⁷ Met andere woorden: indien winst ontbrak konden aandeelhouders uitsluitend van hun stortingsplicht worden ontheven door een vermindering van het kapitaal, en deze procedure was met waarborgen voor crediteuren omgeven.

16.6.5 Meldings- en ontbindingsplicht bij kapitaalverlies

Twee voor het bestuur van de vennootschap relevante bepalingen uit het WvK 1838 keerden in de wet van 1928 niet meer terug. De plicht om bij een verlies van vijftig procent van het kapitaal aankondiging te doen in de *Staatscourant* en een “nieuws-papier”, en de ontbinding van rechtswege bij een verlies van vijfenzeventig procent van het kapitaal werden geschrapt. Hetzelfde gold voor de daaraan gekoppelde aansprakelijkheidsregeling.

16.7 1971 – 1978: introductie van de BV, boek 2 BW en het minimumkapitaal

16.7.1 1971: introductie van de Besloten Vennootschap

Na de herziening van het Wetboek van Koophandel was het vennootschapsrecht een aantal decennia een relatief rustig bezit. Vanaf de jaren zestig begon de Europese bemoeienis met het vennootschapsrecht echter toe te nemen.⁹⁸ De Eerste EG-Richtlijn, vastgesteld in 1968, leidde in 1971 tot de invoering van de Besloten Vennootschap.⁹⁹ Tot die tijd maakte men in het spraakgebruik onderscheid tussen twee typen NV: de open NV en de besloten NV. Onder ‘besloten’ verstond men “de NV die ter dekking van haar kapitaalbehoefte geen beroep deed op beleggend publiek”.¹⁰⁰ Omdat de Eerste Richtlijn voorzag in een publicatieplicht voor iedere NV, besloot de Nederlandse wetgever de toepassing van deze en volgende richtlijnen zelf in de hand te nemen door de invoering van een rechtsvorm vergelijkbaar met de Duitse GmbH en de Franse S.a.r.L. Nederland was tot die tijd het enige land van de zes lidstaten, dat geen afzonderlijke rechtsvorm voor besloten verhoudingen kende. Toenmalig minister van Justitie Polak legde daarom aan de Commissie Vennootschapsrecht, destijds onder voorzitterschap van Van der Grinten, de vraag voor of een afzonderlijke rechtsvorm voor een BV wenselijk was en, zo ja, of de

⁹⁷ Speetjens 1947, p. 6.

⁹⁸ Zie voor een helder overzicht van de Europese inspanningen op het gebied van het vennootschapsrecht, alsmede een analyse van de wenselijkheid van die inspanningen, Lennarts & Roest 2012.

⁹⁹ Wet van 3 mei 1971, *Stb.* 1971, 286.

¹⁰⁰ Van Schilfgaarde 1976, p. 31.

Commissie daarvoor dan een voorstel wilde doen.¹⁰¹ Het wetsvoorstel ter invoering van de BV is in belangrijke mate beïnvloed door het advies van deze Commissie.

Behalve op het gebied van de publicatieplicht week het wettelijk regime van de BV niet ver af van wat al gold voor de NV. De structuur en inhoud van de regeling van de BV en de NV waren vrijwel gelijk. Het belangrijkste verschil tussen beide rechtsvormen was gelegen in de regeling over de overdracht van aandelen. In de statuten van een BV moest een blokkeringsregeling zijn opgenomen, die tot gevolg had dat aandeelhouders de aandelen niet zomaar konden vervreemden en deze aandelen dus niet op de beurs verhandeld konden worden. Volgens het wetsontwerp kon de overdracht van aandelen in een BV slechts geschieden met goedkeuring van de AVA of een ander orgaan.

In het wetsvoorstel van de minister werden de bepalingen van het NV-recht die ook voor de BV geschikt waren in een nieuwe (vierde) afdeling van het eerste boek van het WvK van overeenkomstige toepassing verklaard op de BV. De minister meende dat hierdoor een wettelijke regeling tot stand zou komen waaruit duidelijk de verschillen tussen de rechtsvorm van de NV en de BV zouden blijken. Deze manier van wetgeven stuitte echter op de nodige kritiek:

“Die logica is bedriegelijk. Welke bepalingen gelijk zijn kan de wetenschap interesseren, maar niet de man, die een BV heeft. Wie met een BV te maken heeft, wil lezen wat voor de BV is geschreven. En dan kan hij naarstig heen en weer bladeren, want de BV bestaat voor 80 procent uit verwijzingen.”¹⁰²

Aan de oprichting van een BV werden geen wettelijke “toelatingseisen” gesteld, zoals bijvoorbeeld een minimumkapitaal. Ten aanzien van het vermogen van de vennootschap zag de minister weinig aanleiding om af te wijken van de regeling van de NV.¹⁰³ Zijns inziens lagen de verhoudingen op dat punt bij de BV niet wezenlijk anders dan bij de NV.¹⁰⁴ Alleen de onder het NV-recht gecreëerde mogelijkheid tot het bedingen van bouwrenten werd voor de BV niet wenselijk geacht, “omdat de figuur van de bouwrente haar rechtvaardiging [vond] in het beroep op het publiek om deel te nemen in een nieuwe vennootschap”.¹⁰⁵ Vanwege haar besloten karakter kon van een dergelijk beroep op het publiek door een BV geen sprake zijn.

101 *Kamerstukken II* 1969/70, 10 689, nr. 3, p. 6.

102 *Kamerstukken II* 1970/71, 10 689, nr. 6 (Voorlopig Verslag), p. 2.

103 Art. 57r WvK, dat zag op het vermogen van de BV, verklaarde simpelweg een vijftiental artikelen uit de NV-regeling van toepassing.

104 Wel verwees de minister in de toelichting naar een onderzoek dat op dat moment werd uitgevoerd door de Commissie Vennootschapsrecht dat mogelijk aanpassing van de kapitaalregels tot gevolg zou hebben.

105 *Kamerstukken II* 1969/70, 10 689, nr. 3 (MvT), p. 11.

16.7.2 1976: invoering van boek 2 BW

In 1976 trad het nieuwe Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, getiteld “Rechtspersonen”, in werking.¹⁰⁶ De regelingen voor de NV, de BV en de Wet op de Jaarrekening werden naar boek 2 overgebracht.¹⁰⁷ In grote lijnen kwam de regeling zoals vastgelegd in boek 2 BW inhoudelijk overeen met die van de artikelen 36 tot 58g WvK. De structuur was echter geheel anders; mede ingegeven door de hiervoor besproken kritiek, werd de regeling van de BV in boek 2 BW volledig uitgeschreven. De minister overwoog daartoe tevens gebracht te zijn door de verwachting dat de regelingen van de NV en de BV in de toekomst verder uit elkaar zouden groeien. De uitkeringsregeling luidde voor de BV sindsdien als volgt:

Art. 216

1. Voor zover bij de statuten niet anders is bepaald, komt de winst de aandeelhouders ten goede.
2. Bij de berekening van het winstbedrag, dat op ieder aandeel zal worden uitgekeerd, komt slechts het bedrag van de verplichte stortingen op de aandelen in aanmerking, tenzij bij de statuten anders is bepaald.
3. De vordering van de aandeelhouder tot uitkering vervalt door een tijdsverloop van vijf jaren, tenzij bij de statuten een langere termijn is gesteld.
4. Bij de berekening van de winstverdeling tellen de aandelen die de vennootschap in haar eigen maatschappelijk kapitaal houdt, mede, tenzij bij de statuten anders is bepaald.

Art. 217

Indien blijkt de vastgestelde winst- en verliesrekening over enig jaar verlies geleden is, dat niet uit een reserve bestreden of op andere wijze gedelgd wordt, geschiedt in volgende jaren geen winstuitkering zolang zodanig verlies niet is aangezuiverd.

16.7.3 1978: invoering (wettelijk) minimumkapitaal

De Departementale Richtlijnen van 1972 voor het beoordelen van oprichtingen en statutenwijzigingen van NV's en BV's bepaalden dat in de statutaire doelomschrijving de belangrijkste activiteiten van de onderneming van de vennootschap duidelijk moesten worden vermeld. Tussen deze activiteiten en het geplaatste deel van het maatschappelijk kapitaal mocht, “mede gelet op andere financieringsmiddelen, geen kennelijk onredelijk verband bestaan”.¹⁰⁸ Dit criterium bood weinig

106 Vastgesteld bij de Wet van 12 mei 1960 (*Stb.* 1960, 205; Kamerstuknr. 3769) en ingevoerd door de Wet van 8 april 1976 (*Stb.* 1976, 228 en 229; Kamerstuknr. 11 005 en 11 416). De tekst van de invoeringswet wijkt aanzienlijk af van de tekst uit 1960.

107 De Wet van 10 sept. 1970, *Stb.* 414, in werking getreden op 1 mei 1971, had een wettelijke regeling met betrekking tot de jaarrekening van ondernemingen geïntroduceerd.

108 Zie Treurniet 1976.

houvast, omdat het voor het departement onmogelijk was om vast te stellen hoeveel vermogen een vennootschap voor haar activiteiten nodig had en welke “andere financieringsmogelijkheden” de vennootschap ter beschikking stonden. Daarnaast gaf de doelomschrijving in de statuten niet aan welke omvang de activiteiten zouden hebben, terwijl de vermogensbehoefte van de vennootschap daarvan evident afhankelijk was.¹⁰⁹ In de Departementale Richtlijnen van 1976 werd dit kwalitatieve vereiste daarom vervangen door een kwantitatieve toets. Deze hield in dat het gestort kapitaal van de vennootschap tenminste hfl. 25.000 diende te bedragen. Hiermee was het eerste minimumkapitaal vereiste in Nederland een feit. De regel was niet absoluut, aangezien de Departementale Richtlijnen bepaalden dat een kleiner kapitaal was toegestaan indien aannemelijk kon worden gemaakt dat de vennootschap daarmee haar doel kon realiseren. Volgens Treurniet was het nog maar de vraag of, bij gebrek aan een wettelijke grondslag, het Departement een dergelijke eis wel mocht stellen.¹¹⁰

Het minimumkapitaal in de Departementale Richtlijnen van 1976 liep vooruit op de introductie van een wettelijk verankerd minimumkapitaal. De Werkgroep Vennootschapsrecht, die was belast met het adviseren van de Staatssecretaris in vraagstukken over het preventief toezicht op de oprichting en statutenwijziging van NV's en BV's, had in 1973 aan de Commissie Vennootschapsrecht de vraag voorgelegd of Nederland gebaat zou zijn bij de introductie van een wettelijk verankerd minimumkapitaalvereiste. In haar advies gaf de Commissie aan het “bedenkkelijk [te vinden], dat niet zelden [werd] gepoogd een BV op te richten met een zeer klein kapitaal. Het gebruik van de BV-vorm voor een onderneming [was] naar het oordeel van de Commissie slechts maatschappelijk aanvaardbaar, indien de oprichters een ‘redelijk’ bedrag aan middelen ter beschikking van de BV stellen; indien de BV van een redelijk kapitaal wordt voorzien”.¹¹¹ Het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid van de “oprichters, behoorde gepaard te gaan met de inbreng van een redelijk vermogen in de vennootschap”. De Commissie stelde dat “de BV-vorm niet een middel [mocht] worden om het risico van het ondernemershandelen geheel af te wentelen op de schuldeisers”. De Commissie toonde zich ervan bewust dat een minimumkapitaal geen waarborg gaf voor de solvabiliteit van de vennootschap. Met een minimumkapitaal werd volgens de Commissie echter wel bereikt dat een zekere vermogensafzondering moest plaatsvinden en “dat het risico van het ondernemen niet geheel op schuldeisers kon worden afgewenteld”.

Op basis van dit advies is onder minister van Justitie Van Agt een wetsontwerp ter invoering van een minimumkapitaal tot stand gekomen.¹¹² Het wetsontwerp sloot aan bij de argumentatie van de Commissie voor de invoering van een wettelijk

109 *Kamerstukken II*, 1974/75, 13 483, nr. 3 (MvT), p. 9.

110 Treurniet 1976.

111 *Kamerstukken II* 1974/75, 13 483, nr. 4 (Bijlage advies Comm. Vennootschapsrecht), p. 16.

112 *Kamerstukken II*, 1974/75, 13 483, nr. 2.

minimumkapitaal bij oprichting. De doelstelling van het ontwerp was volgens de minister “het tegengaan van een lichtvaardig gebruik van vennootschappen met rechtspersoonlijkheid”.¹¹³ Op de door de Vaste Kamercommissie van Justitie opgeworpen vraag wat de minister daar precies onder verstond, gaf deze te kennen een uitputtende omschrijving hiervan niet doenlijk te achten.¹¹⁴ Wel gaf hij aan daarbij vooral te denken “aan het geval dat de oprichters de vennootschap nauwelijks de financiële mogelijkheid van een gezond zakelijk bestaan geven, zodat de vennootschap slechts een kortstondig leven zal zijn beschoren”.

Het wetsontwerp stelde aanvankelijk een minimumkapitaal van hfl 25.000 voor.¹¹⁵ In de uiteindelijke wet van 1978 is het minimumkapitaal echter op hfl 35.000 gesteld, zowel voor de NV als de BV.¹¹⁶ Het voorstel van enkele leden van de Vaste Kamercommissie van Justitie om de hoogte van het minimumkapitaal afhankelijk te maken van de werkzaamheden van de vennootschap was in de ogen van de minister “in feite een onbegaanbare weg” gebleken.

Aanvankelijk was er veel draagvlak voor de introductie van het minimumkapitaal.¹¹⁷ Dat neemt niet weg dat er van meet af aan scepsis bestond over het daadwerkelijke nut van de introductie voor de vennootschapscrediteuren. Ook de minister toonde zich in deze een realist:

“Dat reeds na het tot stand komen van deze wet een redelijke zekerheid voor schuldeisers zal zijn geschapen, verwacht ik niet. Men zou de mogelijkheden van de wetgever overschatten wanneer men van wetswijziging een redelijke zekerheid voor niet bevoorrechte schuldeisers van ondernemingen verwacht. De ervaring leert dat de wet niet bij macht is om deze zekerheid te scheppen.”¹¹⁸

16.8 1970 – heden: de vennootschap van contract naar instituut

Vanaf de jaren 70 maakte de contractuele benadering van de kapitaalvennootschap plaats voor een institutionele visie.¹¹⁹ Steeds meer won de gedachte terrein dat de kapitaalvennootschap geen bijzondere overeenkomst tussen de aandeelhouders behelsde, maar een autonoom georganiseerde eenheid was, die intern door eigen

113 *Kamerstukken II*, 1974/75, 13 483, nr. 3 (MvT), p. 10.

114 *Kamerstukken II*, 1974/75, 13 483, nr. 6 en 7.

115 De Commissie Vennootschapsrecht had in haar advies een minimumkapitaal van hfl 15.000 bepleit.

116 Wet van 25 mei 1978, *Stb.* 1978, 269.

117 Zie bijvoorbeeld Van Schilfgaarde 1976, p. 64 en Roelvink 1977, p. 150.

118 *Kamerstukken II*, 1974/75, 13 483, nr. 45a, p.1.

119 De contractuele visie blijkt duidelijk uit Molengraaff 1919, die vermeldt dat de aandeelhouders gezamenlijk eigenaar zijn van het vermogen van de vennootschap en moeten worden aangemerkt als de hoogste macht van de vennootschap. Deze blijkt ook uit de opmerking van Kist dat de vennootschap een overeenkomst is, zie Kist 1875, p. 330.

rechtsregels van specifieke aard werd beheerst. Haar oprichters kwamen slechts haar oprichting overeen en werden daarna ‘derden’. Kenmerkend voor deze institutionele visie is de inleiding van de derde druk van *‘Van de naamloze en de besloten vennootschap’* van Van Schilfgaarde.¹²⁰ Daarin overwoog hij dat naast de instrumentele benadering van de onderneming, waarin de onderneming fungeert als instrument ten dienste van het streven naar vermogensrechtelijk voordeel van diens eigenaar, er een andere (en naar zijn oordeel *betere*) visie bestond:

“In deze (...) benadering wordt niet zozeer de nadruk gelegd op de activiteit van het ondernemen als streven naar winst of vermogensrechtelijk voordeel, maar op de functie van de onderneming als maatschappelijk of, zo men wil, maatschappelijk-ekonomisch instituut. Tot deze functie behoort onder meer het creëren van voorwaarden dient een zinvol bestaan mogelijk maken voor degenen die in de onderneming werkzaam zijn. Tot deze functie behoort ook het verschaffen van een redelijk rendement op het daarin gestoken kapitaal. Behalve deze functies dienen echter andere in aanmerking genomen te worden. Zo bijvoorbeeld de functie ten behoeve van de konsument, de toeleveranciers, de crediteuren, de streek, het land, etc..”¹²¹

Volgens Van Schilfgaarde had het onderscheid tussen de instrumentele en institutionele benadering van de onderneming primair een normatief karakter. Hoe de normen die in het ondernemingsrecht gelden worden geïnterpreteerd, hing volgens hem af van de gekozen benadering. Daarbij tekende hij wel aan dat de NV en BV voorkwamen in verschillende soorten en maten en dat men daarom diende te aanvaarden dat “in het bijzonder bij de kleine persoonsgebonden BV (misschien ook bij de kleine NV) de gedachte dat de onderneming een instrument tot verkrijging van vermogensrechtelijk voordeel is een rol blijft spelen”. Niettemin meende hij dat als rechtsnorm uiteindelijk de bredere belangenafweging zoals benadrukt in de institutionele opvatting de overhand moest hebben, ook voor de kleine BV en NV.

Enige tijd later schreef Van Schilfgaarde dat de opkomst van het kapitaalbeschermingsrecht en het jaarrekeningrecht een rechtstreeks gevolg was van de ontwikkeling naar een institutionele opvatting.¹²² Bij de oorspronkelijke contractuele opvatting paste zijns inziens een beschouwingswijze waarin het accent lag op vermogensafzondering als een vorm van risicobeperking voor de ondernemende aandeelhouders. Niet goed was in te zien waarom de aandeelhouders met het aldus afgezonderde vermogen niet zouden mogen doen wat zij wilden. Pas wanneer de gedachte doordrong dat het ging om “kapitaalsvorming ten behoeve van de NV als

120 Van Schilfgaarde 1976, p. 1 e.v.

121 Van Schilfgaarde 1976, p. 3.

122 Van Schilfgaarde 1988, p. 257.

een van de aandeelhouders vrijstaand instituut”, kon de gedachte aan kapitaalbescherming, waarbij het uiteindelijk ging om bescherming van de crediteuren, vaste voet aan de grond krijgen.¹²³

16.9 1976 – 1986: implementatie van de Tweede EG-Richtlijn

16.9.1 Vrijwillige toepassing op de BV

Op 13 december 1976 werd de Tweede Europese Richtlijn inzake het vennootschapsrecht vastgesteld, die tot doel heeft een gelijkwaardige bescherming van de aandeelhouders en de schuldeisers van de NV te waarborgen.¹²⁴ De Richtlijn is in hoge mate gebaseerd op een onderzoek van de Duitse jurist Lutter,¹²⁵ zodat de invloed van het destijds in Duitsland geldende kapitaalbeschermingsrecht daarin duidelijk doorklinkt.¹²⁶ De Richtlijn heeft de Nederlandse wetgever genoopt tot een ingrijpende herziening van de bepalingen in Boek 2 BW inzake publicatie, kapitaal en vermogensonttrekking. Hoewel de Richtlijn louter van toepassing is op de NV, heeft de Nederlandse wetgever ook een belangrijk deel van de BV-bepalingen daarmee in overeenstemming gebracht.¹²⁷ Volgens de Nederlandse wetgever was er onvoldoende materieel onderscheid tussen een BV en een NV; beide rechtsvormen werden immers gekenmerkt door beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders. Ook de crediteuren van de BV hadden daarom belang bij de verbeterde crediteurenbescherming zoals voorgeschreven door de Richtlijn.¹²⁸

Deze keuze van de Nederlandse wetgever is niet uitsluitend met instemming begroet. Volgens Van Schilfgaarde was het technische en complexe karakter van de Richtlijn niet bezwaarlijk, omdat (beursgenoteerde) NV's doorgaans werden bijgestaan door deskundigen op het gebied van het vennootschapsrecht. Nu dit niet gold voor de BV, vond hij dat de gespecialiseerde wetgeving uit de Richtlijn voor de BV vermeden

123 Van Schilfgaarde 1988, p. 260.

124 Tweede Richtlijn (77/91/EEG), *PbEG* nr. L 26 van 31 januari 1977. De Tweede Richtlijn bevat veel voorschriften die als minimumbepalingen zijn aan te merken; ten aanzien van dergelijke bepalingen staat het de lidstaten vrij strengere bepalingen in te voeren of te handhaven. Zie voor een uitvoerige bespreking van de Richtlijn Schutte-Veenstra 1991 en Schutte-Veenstra 1997. Op 14 november 2012 is een gecodificeerde versie van de Tweede Richtlijn opgenomen in *PbEU* 2012, L 315/74 (Richtlijn 2012/30/EU). Daardoor heeft geen inhoudelijke wijziging plaatsgevonden, maar is een aantal artikelen hernummerd. Zie hierover Schutte-Veenstra 2013.

125 Lutter 1964.

126 Zie hoofdstuk 11 van dit proefschrift. Een uitzondering behelst het in art. 23 Richtlijn vervatte verbod op financiële steunverlening, dat haar oorsprong vindt in het Engels, en niet in het Duitse vennootschapsrecht, zie par. 16.9.4 hierna.

127 Het NV-recht is aan de Richtlijn aangepast door de Wet aanpassing Tweede EEG-Richtlijn, *Stb.* 1981, 332 (i.w.tr. 1 september 1981). Het BV-recht is aangepast door de Wet houdende nieuwe regeling voor het kapitaal van de besloten vennootschap, *Stb.* 1985, 656 (i.w.tr. 20 januari 1986).

128 *Kamerstukken II* 1980/81, 16 551, nr. 3, p. 1.

moest worden. Van der Grinten en Scholten deelden zijn standpunt niet. Zij waren van mening dat voor de BV niet al te afwijkende voorschriften moesten gelden inzake de realiteit van het kapitaal.¹²⁹

16.9.2 Minimumkapitaal en inbrengvereisten

Hoewel het minimumkapitaal voor de NV in het kader van de implementatie van de Richtlijn werd verhoogd naar hfl. 100.000, bleef het voor de BV hfl. 35.000.¹³⁰ Daarnaast werd een aantal nieuwe bepalingen in de wet opgenomen die ertoe strekten te bevorderen dat het door derden aanwezig veronderstelde kapitaal ook reëel bijeen werd gebracht.¹³¹ Zo werd het vereiste in de Nederlandse wet geïntroduceerd dat hetgeen op de aandelen werd gestort naar economische maatstaven waardeerbaar moest zijn.¹³² Daarnaast was voor oprichting voortaan een verklaring van een bank vereist, inhoudende dat de bedragen die op de bij de oprichting te plaatsen aandelen moesten worden gestort aan de vennootschap ter beschikking zouden staan, of voor oprichting aan de vennootschap ter beschikking hadden gestaan.¹³³ Indien storting in natura plaatsvond, moesten de oprichters voortaan een beschrijving van de inbreng opmaken. Vervolgens diende daarover een registeraccountant een verklaring af te leggen, inhoudende dat de waarde van hetgeen werd ingebracht, bij toepassing van in het maatschappelijke verkeer als aanvaardbaar beschouwde waarderingmethoden, ten minste het in de verklaring genoemde bedrag beliep van de stortingsplicht waaraan met de inbreng moest worden voldaan.¹³⁴ Tot slot werd de *nachgründungsregelung* in de wet opgenomen, die transacties tussen de vennootschap en haar oprichters en aandeelhouders binnen twee jaar na oprichting aan strenge vereisten onderwierp.¹³⁵

16.9.3 Uitkeringen aan aandeelhouders

16.9.3.1 Uitkering van dividend

De implementatie van de Tweede Richtlijn bracht voor zowel de NV als de BV een nieuwe uitkeringsregeling mee. Conform de artikelen 15 en 16 van de Richtlijn

129 Zie het verslag van Gitmans van de discussie tijdens het Van der Heijden congres dat op 27 en 28 april 1979 werd gehouden te Nijmegen (Gitmans 1979, p. 74-75).

130 De Richtlijn schreef een minimumkapitaal voor van 25.000 Europese rekeneenheden dat op dat moment ongeveer gelijk was aan hfl. 70.000. Het door de Nederlandse wetgever ingevoerde minimumkapitaal was dus substantieel hoger dan de Richtlijn vereiste. Zie Schutte-Veenstra 1991, p. 17.

131 Zie daarover Maeijer 1979, p. 3-17.

132 Art. 7 Tweede Richtlijn.

133 Art. 2:203a BW. Overigens verplichtte de Tweede Richtlijn hiertoe niet.

134 Art. 2:204a BW.

135 Art. 2:204c BW.

werd in art. 2:216 BW bepaald dat de BV “aan de aandeelhouders en andere gerechtigden op de voor uitkering vatbare winst slechts uitkeringen [kon] doen voor zover haar eigen vermogen groter [was] dan het bedrag van het geplaatste kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet of de statuten niet mogen worden uitgekeerd”.¹³⁶ Deze nieuwe formulering van art. 2:105/216 BW kwam materieel overeen met hetgeen reeds was bepaald in art. 2:106/217 BW, namelijk dat verliezen van voorgaande jaren die niet uit een reserve bestreden of anderszins gedelgd waren, moesten worden aangezuiverd voordat winst van volgende jaren mocht worden uitgekeerd. De artikelen 2:106 en 2:217 BW kwamen daarom te vervallen.

Daarnaast werd uitdrukkelijk in de wet opgenomen dat uitkering van winst moest geschieden na vaststelling van de jaarrekening waaruit de winst bleek. Indien de vennootschap tussen de datum van afsluiting van het boekjaar en de datum van uitkering verliezen had geleden of eigen aandelen had ingekocht, hoefde daar ingevolge de Richtlijn geen rekening mee te worden gehouden.¹³⁷

16.9.3.2 Uitkering van interim-dividend

De Tweede Richtlijn biedt nationale wetgevers de mogelijkheid om de uitkering van interim-dividend toe te staan. Voor de NV vereist de Richtlijn dat voor een dergelijke uitkering een tussentijdse vermogensopstelling wordt gemaakt. De wetgever koos er bij de aanpassing van het BV-recht voor om dit vereiste niet op te nemen.¹³⁸ Wel werd in het vierde lid van art. 2:216 BW bepaald dat de vennootschap slechts tussentijds uitkeringen mocht doen, indien de statuten dit toestonden en eveneens aan de balanstest was voldaan.

16.9.3.3 Terugbetaling ongeoorloofde uitkeringen

Ingevolge art. 16 – thans art. 18 – van de Richtlijn mogen aandeelhouders alleen dan gehouden worden tot terugbetaling van een te veel uitgekeerd dividend, indien de vennootschap bewijst dat de aandeelhouder wist of niet onkundig kon zijn van het feit dat de uitkering in strijd met de voorschriften is gedaan. De aandeelhouder te goeder trouw wordt kortom beschermd. Voor de BV nam de Nederlandse wetgever dit vereiste niet over; ook aandeelhouders te goeder trouw konden daarom op grond

¹³⁶ Sinds de nieuwe nummering van de Richtlijn in 2012 is de uitkeringsregeling (inhoudelijk ongewijzigd) opgenomen in art. 17 RL.

¹³⁷ Zie Schutte-Veenstra 1991, p. 80.

¹³⁸ De Europese wetgever achtte het ondoenlijk om te veel betaald interim-dividend terug te vorderen van een grote massa kleine aandeelhouders met toonderaandelen. Nu een BV geen toonderaandelen mocht uitgeven en daarom te veel uitgekeerd dividend niet alleen in theorie, maar ook in de praktijk als onverschuldigd betaald kon worden teruggevorderd, was voor de uitkering van interim-dividend door een BV geen tussentijdse vermogensopstelling vereist. Zie *Kamerstukken II*, 1980/81, 16 551, nr. 3, p. 3.

van onverschuldigde betaling worden aangesproken tot restitutie van een ongeoorloofde dividenduitkering.

16.9.3.4 Inkoop van aandelen en kapitaalvermindering

Bij de aanpassing van het Nederlandse vennootschapsrecht conform de Tweede Richtlijn is een aantal extra vereisten gesteld aan de inkoop van eigen aandelen.¹³⁹ Zo werd onder meer bepaald dat de inkoop van eigen aandelen slechts was toegestaan voor zover de BV de aandelen uit haar vrije reserves kon financieren.¹⁴⁰ Daarnaast mocht de BV niet meer dan vijftig procent van haar eigen aandelen inkopen. Voor de NV betrof het maximum slechts 10 procent van de aandelen.

Hoewel de in de Richtlijn vastgelegde regeling inzake kapitaalvermindering niet wezenlijk verschilde van wat al in de Nederlandse wet was bepaald, bracht de implementatie van de Richtlijn voor dit onderwerp een aantal kleine veranderingen mee. De belangrijkste wijziging was dat de bepalingen inzake kapitaalvermindering niet langer gereserveerd bleven voor de terugbetaling aan aandeelhouders en ontheffing van de stortingsplicht, maar tevens van toepassing werden op de intrekking van eigen aandelen en vermindering van de nominale waarde van de aandelen.

16.9.4 *Introductie van het verbod of financiële steunverlening*

De implementatie van de tweede EG-Richtlijn introduceerde het verbod op financiële steunverlening in de Nederlandse wet. Volgens de minister leerde de ervaring in andere landen dat wanneer de mogelijkheid tot inkoop van eigen aandelen beperkt werd, NV's er soms toe overgingen derden hun aandelen te laten kopen. Weliswaar gebeurde dat niet voor rekening van de NV, maar wel met van de NV geleend geld of met een garantie dat de NV een eventueel koersverlies zou vergoeden.¹⁴¹ Op deze wijze liep het vermogen van de vennootschap risico terwijl de inkoopbepalingen werden omzeild. Daarom werd het de NV (en haar dochter-vennootschappen) verboden financiële steun aan een derde te verlenen met het oog op de verkrijging van aandelen in haar kapitaal.¹⁴²

139 Zie voor de BV de artikelen 2:207 BW e.v. Voor inkoop werd bijvoorbeeld een machtiging van de AVA vereist.

140 Art. 2:207 en 207a BW.

141 *Kamerstukken II*, 1978/79, 15 304, nr. 3, p. 40.

142 Het nieuwe art. 2:98c luidde: "1. De naamloze vennootschap mag niet, met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal of van certificaten daarvan, leningen vertrekken, zekerheid stellen, een koersgarantie geven, zich op andere wijze sterk maken of zich hoofdzakelijk of anderszins naast of voor anderen verbinden. 2. Het verbod geldt niet indien de aandelen worden verkregen door of voor rekening van arbeiders in dienst van de vennootschap →

Hoewel niet zelden naar het Verenigd Koninkrijk wordt verwezen als lichtend voorbeeld van een flexibel vennootschapsrecht, danken de lidstaten het financiële steunverbod aan de Britten. Reeds in 1929 werd in de *Companies Act* een verbod neergelegd op het verlenen van *financial assistance*.¹⁴³ In een onderzoeksrapport dat ten grondslag lag aan de Britse introductie van het verbod werd gewezen op de onwenselijke ontwikkeling dat steeds meer vennootschappen hun eigen overname financierden door geld te lenen aan de koper van de aandelen in hun kapitaal.¹⁴⁴ Deze praktijk werd aangemerkt als “*highly improper*”, en door sommige rechters zelfs als “*a cheat*”,¹⁴⁵ omdat zij niet zelden aanleiding had gegeven tot “*asset stripping*” bij de doelwitvennootschap.¹⁴⁶ Hoewel in de eerste ontwerpen voor de Tweede Richtlijn een verbod op financiële steunverlening ontbrak, werd dat op verzoek van het Verenigd Koninkrijk toch daarin opgenomen.

De Nederlandse wetgever achtte het steunverbod ook zinvol voor de BV en daarom werd aanvankelijk voorgesteld om dit verbod een op een over te nemen in het BV-recht. Vanwege kritiek op dit voorstel is er uiteindelijk voor gekozen het verbod voor de BV af te zwakken.¹⁴⁷ In art. 2:207c lid 1 BW werd vastgelegd dat de BV niet, met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal, zekerheid mocht stellen, een koersgarantie mocht geven of zich op andere wijze sterk mocht maken of zich hoofdelijk of anderszins mocht verbinden naast of voor anderen.¹⁴⁸ Anders dan de NV,¹⁴⁹ werd het de BV wél toegestaan leningen te verstrekken met het oog op het nemen of verkrijgen van aandelen in haar kapitaal tot ten hoogste het bedrag van de uitkeerbare reserves en voor zover de statuten dit toestonden (2:207c lid 2 BW). Daarnaast bepaalde het derde lid van art. 2:207c BW dat de BV een niet uitkeerbare reserve moest aanhouden tot het uitstaande bedrag van de lening, zodat een reserve slechts een maal kon worden aangesproken voor een lening in de zin van art. 2:207c BW.¹⁵⁰

of van een rechtspersoon waarmee zij in een groep is verbonden. Deze aandelen moeten zijn opgenomen in de prijscourant van een beurs. 3. Het verbod geldt niet voor een volgens de Wet toezicht kredietwezen ingeschreven kredietinstelling, voor zover zij in de gewone uitoefening van het kredietbedrijf handelt.”

143 Zie hierover Lowry 2011, p. 3, Sykes 2000, p. 65-66 en Ferran 1999, p. 319.

144 *Report of the Company Law Amendment committee 1925-26 (Cmnd 2657)*.

145 3 ALL ER 217, CA, 222 (1974), ontleend aan Ferran 2008, p. 270.

146 Ferran 2008, p. 269 e.v.

147 *Kamerstukken II* 1981/82, 16 551, nr. 7, p. 4. Aanleiding voor de versoepeling van de regeling betrof het rapport “Werknemerszelfbestuur, Mogelijkheden en Beperkingen” van het Ministerie van Sociale Zaken, waarin werd benadrukt dat het realiseren van (onder andere) werknemerszelfbestuur wordt bemoeilijkt wanneer financiering van de aandelenoverdracht door een door de vennootschap verstrekte lening onder het algehele verbod zou komen te vallen.

148 Dit verbod gold ook voor haar dochtermaatschappijen.

149 Sinds de wijziging van de Tweede Richtlijn in 2006 is het de NV ook toegestaan om – onder strenge voorwaarden – leningen te verstrekken met oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal. Zie par. 16.10.2 hierna.

150 *Kamerstukken II* 1981/82, 16 551, nr. 6, p. 16.

De minister gaf bij de introductie van art. 2:207c BW te kennen dat de bepaling op dezelfde leest was geschoeid als de uitkeringsregeling in art. 2:216 BW; het deel van het eigen vermogen dat niet voor uitkering vatbaar was, mocht ook niet worden aangewend voor financiële steunverlening.¹⁵¹ Daarbij benadrukte hij dat financiële steuntransacties niet uitsluitend aan art. 2:207c BW moesten worden getoetst:

“Ten overvloede merk ik op dat deze bepaling geen vrijbrief behelst om dergelijke leningen aan te gaan. Wanneer het twijfelachtig is of degene die het geld leent, dit ooit zal kunnen terugbetalen, of indien de liquiditeitspositie van de vennootschap de lening extra bezwaarlijk maakt, zal het bestuur de lening niet mogen aangaan.”¹⁵²

Tijdens de mondelinge beraadslaging in de Tweede Kamer werd de vraag opgeworpen waarom het wetsvoorstel niet voorzag in een *algeheel verbod* op het verstrekken van leningen aan aandeelhouders ten laste van het gebonden vermogen.¹⁵³ Hoewel de minister meende dat dit een “voor de hand liggende gedachte” was, moest deze zijns inziens toch van de hand worden gewezen. Een dergelijk ruim verbod zou op praktische bezwaren stuiten; de financierbaarheid van concerns zou daardoor “moeilijker en kostbaarder” worden.¹⁵⁴

16.9.5 Bijeenroepingsplicht bij kapitaalverlies

De implementatie van de Richtlijn bracht voor de NV het voorschrift mee dat binnen drie maanden nadat het voor het bestuur aannemelijk was dat het eigen vermogen van de NV was gedaald tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, een algemene vergadering gehouden moest worden om de zo nodig te nemen maatregelen te bespreken.¹⁵⁵ Deze bepaling doet sterk denken aan de regeling zoals die was vervat in art. 48 WvK 1838, die juist was geschrapt bij de herziening van het WvK in 1928.

151 *Kamerstukken II* 1981/82, 16 551, nr. 6, p. 16.

152 *Kamerstukken II* 1981/82, 16 551, nr. 6, p. 16.

153 *Handelingen II* 1984-85, 28 augustus 1985, p. 6322.

154 *Handelingen II* 1984-85, 28 augustus 1985, p. 6323. Slagter heeft overwogen dat hierdoor een “lek in de kapitaalbescherming” bestond: “[H]et geconstateerde levensgrote lek in de regeling van de kapitaalbescherming [is] gelegen [...] in de onbeperkte mogelijkheid, dat de D[ochter] aan de M[oeder] een zgn. ‘lening’ verstrekt. [...] Door een lening, door de D[ochter] aan de M[oeder] verstrekt, kunnen kasmiddelen in de bodemloze put van de M[oeder] verdwijnen, ten nadele van de schuldeisers van de D[ochter].” (Slagter 1988, p. 122).

155 Art. 2:108a BW.

16.10 1996 – 2013: naar een flexibele normering van financiering

16.10.1 Kritiek op het systeem van kapitaalbescherming

De door de Tweede EG-Richtlijn bewerkstelligde herziening werd in Nederland aanvankelijk vrij positief ontvangen. De bescherming van crediteuren en aandeelhouders zou zijn toegenomen en de regelgeving van de verschillende lidstaten was op belangrijke punten geharmoniseerd.¹⁵⁶ Toch kwam het systeem van kapitaalbescherming sinds de eeuwwisseling aan steeds meer kritiek bloot te staan. Nadat een groot deel van de Amerikaanse Staten in de jaren tachtig de kapitaalbescherming had geschrapt,¹⁵⁷ begonnen Angelsaksische auteurs uit de rechtseconomische hoek zich hard te maken voor een fundamentele herziening van de Tweede Richtlijn.¹⁵⁸ De kapitaalbescherming zou volgens hen slechts een schijnveiligheid bieden aan de vennootschapscrediteuren, terwijl de financieringspraktijk daarvan hinder ondervond (zie ook par. 3.8).

Zo bestond er geen verband tussen het minimumkapitaal en de werkelijke vermogensbehoefte van vennootschappen. Daarnaast zouden de bepalingen inzake vermogensonttrekkingen door aandeelhouders een complex karakter hebben, en daarom ondernemingen met onnodige kosten opzadelen. Daar kwam bij dat de toelaatbaarheid van onttrekkingen gebaseerd was op de laatst vastgestelde jaarrekening van de vennootschap; die balans gaf louter een statisch beeld van de vermogenspositie van de vennootschap aan het einde van het boekjaar, en dus niet ten tijde van de transactie. Ook bestond het risico dat de balans door creatief boekhouden een positiever resultaat liet zien dan gerechtvaardigd was.¹⁵⁹ Tot slot garandeerde de kapitaalklem niet dat het kapitaal nog aanwezig was op het moment dat dit voor de crediteuren het meest van belang was: tijdens het faillissement van de vennootschap. Niets stond er immers aan in de weg dat het door de aandeelhouders bijeengebrachte kapitaal door verliezen verdampte.

Het verbod op financiële steunverlening kreeg het in de juridische literatuur in het bijzonder zwaar te verduren. Ten eerste zou de reikwijdte van het verbod niet duidelijk zijn waardoor het op voorhand niet eenvoudig was vast te stellen of bepaalde financieringsconstructies in het kader van een overname in strijd met het verbod waren.¹⁶⁰ Daarnaast zou het verbod niet goed passen binnen het systeem van kapitaalbescherming. Leningen aan aspirant-aandeelhouders tasten het eigen vermogen van de vennootschap immers niet aan voor zover de vennootschap een volwaardige vordering op de aandeelhouder krijgt. Een lening aan een aspirant-aandeelhouder onderscheidt zich in bedrijfseconomische zin niet van een lening aan

¹⁵⁶ Zie bijvoorbeeld Schutte-Veenstra 1991, p. 273.

¹⁵⁷ Zie par. 5.2.

¹⁵⁸ Zie voor pleidooien voor de afschaffing van de Europese kapitaalregels Armour 2000, Enriques & Macey 2001 en (genuanceerder) Mühlbert & Birke 2002.

¹⁵⁹ Beckman bespreekt verschillende vormen van *window dressing* in Beckman 2006, p. 5.

¹⁶⁰ Zie Schutte-Veenstra, *Groene Serie Rechtspersonen* 2012, art. 2:207c BW en de verwijzingen aldaar.

een willekeurige derde; het gaat erom dat de leningnemer kredietwaardig is en de lening tegen marktconforme voorwaarden wordt verstrekt.

Zo overwoog Ferran in 1999: “[T]here is no maintenance-of-capital infringement for a company to lend money to buy its shares in the market: this does not amount to a shareholder receiving an investment back before a creditor and, so long as the borrower is not a bad credit risk, there is no diminution in resources at all. [...] The mere fact that the company’s expenditure is in some way linked to an acquisition of its shares does not [...] provide the basis for the imposition of an outright ban on this type of transaction.”¹⁶¹ In vergelijkbare zin stelde Sykes: “[I]f the company lends money to a person to enable him to buy its shares, either his covenant is good, in which case there can be no reduction, or it is bad, in which case the company suffers a loss, just as it would if it lent money to a person to buy shares in the South Sea Company. There seems to be no justification for calling that loss a reduction of capital.”¹⁶²

In de kern kwam de kritiek op de kapitaalbescherming erop neer dat crediteuren niet beschermd moesten worden door inefficiënte, absoluut geformuleerde, wettelijke regels, omdat zij prima in staat waren zich contractueel te wapenen tegen opportunistisch handelen van aandeelhouders.¹⁶³

16.10.2 Europese herbezinning op de kapitaalbescherming en het voorstel voor een Europese BV

De kritiek op de kapitaalbescherming bleef in Brussel niet onopgemerkt. Al in 1999 deed de door de Europese Commissie ingestelde *SLIM*-groep een aantal concrete aanbevelingen om de Tweede Richtlijn te vereenvoudigen.¹⁶⁴ De Europese Commissie verstrekte daarom aan de *High Level Group of Company Law Experts* de opdracht om op dit punt nader onderzoek te doen. Uit de door de *High Level Group* verrichte consultatie bleek dat men weinig vertrouwen had in de effectiviteit van de formele kapitaalregels.¹⁶⁵ In haar eindrapport van 2002 overwoog zij:

¹⁶¹ Ferran 1999, p. 319.

¹⁶² Sykes 2000, p. 65.

¹⁶³ Zie over deze gedachte, en voor een nuancering daarvan, par. 3.4.

¹⁶⁴ *Company law SLIM working group on the simplification of the first and second company law directives: Proposals submitted to the European Commission*, 1 oktober 1999. De *SLIM*-groep (*Simpler Legislation for the Internal Market*) had als opdracht aanbevelingen te doen waardoor de werking van de interne markt zou worden gestroomlijnd en toepasselijke wetgeving zou kunnen worden vereenvoudigd en verbeterd.

¹⁶⁵ Maar liefst 68 procent van de respondenten meende dat het systeem van kapitaalbescherming de belangen van crediteuren en aandeelhouders niet effectief beschermde. 73 procent was van mening dat het mogelijk was om dezelfde bescherming te realiseren met een alternatief systeem.

*“Legal capital is criticized for failing to protect creditors: it is a poor indication of the company’s ability to pay its debts. The current regime is arguably inflexible and costly. Finally, annual accounts have become an inadequate yardstick for making decisions on distributions and for assessing the company’s ability to pay its debts. [...] [T]here is a wide agreement that the concept of legal capital is not effective in attaining the objectives that are assigned to it.”*¹⁶⁶

In het *Company Law Action Plan* van 2003 onderschreef de Europese Commissie de aanbevelingen van de *High Level Group* en werd een tweesporig traject uitgezet om tegemoet te komen aan de geformuleerde bezwaren.¹⁶⁷ Ten eerste werd de Tweede Richtlijn in 2006 herzien, waarbij de kapitaalvoorschriften enigszins werden geflexibiliseerd.¹⁶⁸ Daarnaast gaf de Europese Commissie KPMG opdracht een onderzoek te doen naar alternatieven voor het systeem van kapitaalbescherming.¹⁶⁹ Tegen alle verwachtingen in concludeerde KPMG in januari 2008 dat het huidige systeem van kapitaalbescherming in de Tweede EG-Richtlijn niet overdreven bezwarend was en dat er vanuit het oogpunt van kostenbesparing geen aanleiding was om het systeem te vervangen door een alternatief.¹⁷⁰ De Europese Commissie gaf daarop aan niet voornemens te zijn de Tweede Richtlijn verder aan te passen.¹⁷¹

¹⁶⁶ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (4 november 2002), p. 13. Maar liefst 68 procent van de door de *High Level Group* ondervraagde betrokkenen meende dat het systeem van kapitaalbescherming de belangen van crediteuren en aandeelhouders niet effectief beschermt; 73 procent was van mening dat het mogelijk was dezelfde resultaten te behalen met een alternatief systeem.

¹⁶⁷ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, 21 mei 2003, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284.

¹⁶⁸ Richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 september 2006 (PbEU L 264) tot wijziging van richtlijn 77/91/EEG. De Nederlandse wet is conform de gewijzigde Richtlijn aangepast door de wet van 29 mei 2008, *Stb.* 2008, 195. De regels inzake de inkoop van eigen aandelen, financiële steunverlening, inbreng en verzet bij kapitaalvermindering zijn daardoor voor de NV (in bescheiden mate) geflexibiliseerd. Zie voor een overzicht van de wijzigingen Gungormez 2008 en Ten Berg 2008.

¹⁶⁹ *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime*, 2008.

¹⁷⁰ Opvallend genoeg kwam *The Federation of European Accountants* in 2007 tot een geheel andere conclusie. In een rapport pleitte zij voor de introductie van een optioneel alternatief voor het systeem van kapitaalbescherming. *Fee Discussion Paper on alternatives to Capital Maintenance Regimes* (september 2007), p. 6: “FEE proposes the introduction of an alternative capital maintenance regime in the form of a solvency-based regime, which would involve both a “snapshot” test and a “forward looking” test.”

¹⁷¹ *DG Internal Market and Services, Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of the adoption of IFRS on profit distribution*, 1 februari 2008.

In 2011 verscheen een rapport van de *Reflection Group* over de toekomst van het Europees vennootschapsrecht.¹⁷² Na een consultatieronde publiceerde de Europese Commissie in juli 2012 een *Feedback Statement*, waaruit bleek dat een meerderheid van de respondenten tegen een herziening van de Tweede Richtlijn was.¹⁷³ De *European Company Law Experts*, een groep onafhankelijke deskundigen op het gebied van het vennootschapsrecht, pleitte wél voor een ingrijpende herziening van de kapitaalbescherming.¹⁷⁴ Op 12 december 2012 publiceerde de Europese Commissie vervolgens het ‘Actieplan: Europees vennootschapsrecht en corporate governance’, waarin niet werd gerept van een herziening van de Tweede Richtlijn.¹⁷⁵

Hoewel een (fundamentele) herziening van het kapitaalbeschermingsrecht voor de NV vooralsnog is uitgebleven, bleek in 2008 dat de Europese Commissie voor besloten verhoudingen geen voorkeur gaf aan het systeem van kapitaalbescherming. In haar voorstel voor een Europese Besloten Vennootschap (*Societas Privata Europaea*, SPE) ontbrak een minimumkapitaal, werden lichte eisen gesteld aan de inbreng op aandelen en was het nominale kapitaal van de vennootschap voor uitkering aan aandeelhouders vatbaar.¹⁷⁶ Volgens de toelichting bij het voorstel zouden de aandeelhouders van de SPE in de beste positie verkeren om uit te maken

172 *Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law*, Brussels 5 april 2011 te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf. De Groep bestaat uit 13 deskundigen, benoemd op persoonlijke titel (voor Nederland heeft prof. mr. H.J. de Kluiver zitting in de groep). Zie over het rapport Lennarts en Roest 2012 en Roest 2011.

173 *Feedback Statement, Summary of responses to the public consultation on the future of European company law*, July 2012, te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/feedback_statement_en.pdf hierna aangeduid als: *Feedback Statement Company Law*.

174 De ECLE overwoog: “It is clear to us that the legal capital regime has not kept pace with modern developments. Nowadays creditors tend to look to aspects other than capital, such as cash flow, as being more relevant to solvency than the reserves stressed by the Second Directive. [...] A further reason why a wide-ranging review of Second Directive is needed is that many apparently mandatory requirements that are part of the legal capital regime can be bypassed through the use of structures that neutralize their effects. This makes the legal capital regime a source of costs for companies that are not outweighed by countervailing benefits, and a trap for the unwary who do not have access to sophisticated professional advice.” *European Company Law Experts, Response to the European Commission’s Green Paper “The EU Corporate Governance Framework”*, mei 2012, beschikbaar op: ssrn.com/abstract=2075034, p.14-15.

175 Mededeling van de Europese Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio’s ‘Action plan: European company law and corporate governance – A modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies’ van 12 december 2012, COM(2012)740/2.

176 Commission of the European Communities, *Proposal for a Council Regulation on the Statute for a European Private Company*, SEC(2008)2098, SEC(2008)2099, Brussels, COM(2008)396/3. In haar actieplan van 2012 heeft de Europese Commissie aangegeven te werken aan een *follow-up* van het voorstel voor de SPE. Zie voor een rechtsvergelijkende bespreking van de in het voorstel opgenomen bepalingen inzake kapitaal en crediteurenbescherming: Barneveld 2009b.

hoeveel kapitaal er voor hun bedrijfsactiviteiten benodigd was, terwijl de crediteuren zichzelf dienden te beschermen.¹⁷⁷

16.10.3 Rechtsvormconcurrentie binnen de EU leidt tot herbezinning op het BV-recht

Terwijl op supranationaal niveau de kapitaalbescherming tegen het licht werd gehouden, wakkerde de Europese rechter een competitie aan tussen de verschillende Europese nationale besloten vennootschapsvormen. In een reeks uitspraken van het Europese Hof van Justitie kreeg de vrijheid van vestiging meer inhoud.¹⁷⁸ Daaruit bleek dat lidstaten een naar het recht van een andere lidstaat opgerichte rechtspersoon moeten erkennen en deze rechtspersoon geen rechten mogen ontzeggen of aan extra verplichtingen mogen onderwerpen. Zo bleek in 2005 dat Nederland geen minimumkapitaal mag opleggen aan een Nederlands filiaal van een buitenlandse rechtspersoon.¹⁷⁹

De rechtspraak inzake vestigingsvrijheid heeft een concurrentie tussen de verschillende Europese equivalenten van de BV teweeggebracht. Met name de Engelse *Limited* bleek voor Duitse en Nederlandse ondernemers een aantrekkelijk alternatief voor de GmbH respectievelijk BV, onder meer omdat er geen minimumkapitaal vereist is bij oprichting.¹⁸⁰ Deze concurrentiestrijd is de aanleiding geweest voor een Europabrede herbezinning op de verschillende nationale besloten rechtsvormen. Bij deze herbezinning stonden de regels inzake het kapitaal en vermogensonttrekkingen door aandeelhouders centraal. In Engeland is het vennootschapsrecht herzien door de *Companies Act* van 2006 en Duitsland wijzigde in 2008 ingrijpend haar BV-recht door invoering van het MoMiG.¹⁸¹

¹⁷⁷ *Explanatory Memorandum*, p. 7.

¹⁷⁸ HvJ EG 27 september 1988, nr. 81/87 (*Daily Mail*), HvJ EG 9 maart 1999, nr. C-212/97 (*Centros*), NJ 2000, 48, HvJ EG 5 november 2002, nr. C-208/00 (*Überseering*), NJ 2003, 58, HvJ EG 30 september 2003, nr. C-167/01 (*Inspire Art*), NJ 2004, 394, HvJ EG 16 december 2008, nr. C-210/06 (*Cartesio*), NJ 2009, 20 en HvJ EU 12 juli 2012, nr. C-378/10 (*Vale*). Zie over deze ontwikkeling bijvoorbeeld Van Daelen & Huybens 2010.

¹⁷⁹ Een dergelijk minimumkapitaal werd tot 2005 opgelegd aan buitenlandse vennootschappen in de *Wet op de formeel buitenlandse vennootschappen*. In haar uitspraak inzake *Inspire Art* oordeelde het EHvJ dat dit in strijd was met de vrijheid van vestiging. HvJ EG 30 september 2003, nr. C-167/01 (*Inspire Art*), NJ 2004, 394.

¹⁸⁰ Zie over de toename van buiten het Verenigd Koninkrijk opererende *Limiteds* ten gevolge van de rechtspraak van het EHvJ: Brecht, Mayer & Wagner 2007, p. 36.

¹⁸¹ *Companies Act* 2006 (CA2006) en *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen* (MoMiG) van 26 juni 2008. Zie daarover par. 10.3.1.

16.10.4 Flexibilisering en vereenvoudiging van het BV-recht

16.10.4.1 Aanloop tot de herziening

Ook de Nederlandse wetgever zag door deze ontwikkelingen de noodzaak in van een herziening van het BV-recht. In dat kader heeft hij opdracht gegeven tot drie onderzoeken. In november 2003 is de Expertgroep Vereenvoudiging en Flexibilisering van het BV-recht in het leven geroepen, die onder leiding van De Kluiver de opdracht had om aanbevelingen te doen met betrekking tot knelpunten en lacunes in het BV-recht. Op 6 mei 2004 heeft de Expertgroep haar bevindingen in een rapport openbaar gemaakt.¹⁸² De Expertgroep stelde vergaande wijzigingen van het BV-recht voor, waaronder een aanzienlijke versoepeling van de regels ter zake van het kapitaal van de vennootschap en de uitkering van dividend. De Expertgroep heeft hierbij voortgebouwd op het rechtsvergelijkende onderzoek dat Lennarts en Schutte-Veenstra verrichtten in opdracht van het ministerie van Economische Zaken.¹⁸³ Ten slotte verscheen in 2005 een derde rapport van Lennarts, Schutte-Veenstra en Boschma over mogelijke alternatieve systemen van kapitaalbescherming bij de NV en BV.¹⁸⁴

Op basis van de onderzoeksrapporten is een ambtelijk voorontwerp opgesteld dat als consultatiedocument in drie tranches is gepubliceerd. De derde tranche zag op kapitaal- en schuldeisersbescherming en is op 5 april 2006 openbaar gemaakt. Op deze tranche is vanuit de wetenschap en praktijk gereageerd, waarna het wetsvoorstel tot vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht op 31 mei 2007 is ingediend bij de Tweede Kamer.¹⁸⁵ Na een tweetal nota's van wijziging en een aanzienlijk aantal amendementen is het wetsvoorstel door de Tweede Kamer met algemene stemmen aangenomen op 15 december 2009. Na enige vertraging, mede ten gevolge van een aantal onduidelijkheden over de nieuwe uitkeringsregeling, heeft de Eerste Kamer de wet, alsmede de invoeringswet, op 12 juni 2012 aangenomen.¹⁸⁶ Zij trad vervolgens op 1 oktober 2012 in werking.

16.10.4.2 De herziening van 1 oktober 2012

De flexibilisering van het BV-recht behelsde de meest ingrijpende hervorming van de besloten rechtsvorm sinds haar introductie in 1971. Door de invoering van de wet Flex-BV beschikken aandeelhouders thans over aanzienlijk meer mogelijkheden om

182 De Kluiver e.a. 2004.

183 Lennarts & Schutte-Veenstra 2004.

184 Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2005.

185 Wet tot vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht, *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 2. Hierna: wet Flex-BV.

186 *Stb.* 2012, 299 (vaststellingswet) en *Stb.* 2012, 300 (invoeringswet).

de interne aangelegenheden van de BV op hun specifieke wensen af te stemmen.¹⁸⁷ Een groot aantal bepalingen dat een op een was overgenomen uit het NV-recht en voor de BV onnodig bleek te knellen, is geschrapt. Zo zijn de twee belangrijkste hoekstenen van de kapitaalbescherming uit de wettelijke regeling verwijderd: niet langer schrijft de wet bij oprichting een minimumkapitaal voor en op het door de aandeelhouders bijeengebrachte nominale kapitaal rust niet langer een uitkeringsklem. Het uitgangspunt dat aan de regulering van het kapitaal ten grondslag lag – dat aandeelhouders uitsluitend de door de vennootschap gemaakte winsten mochten onttrekken, en niet wat zij hadden ingebracht om deze winst te realiseren – is in 2012 definitief verlaten. Nu het kapitaal niet langer dient als waarborg voor de schuldeisers van de vennootschap, is ook een substantieel deel van de wettelijke vereisten geschrapt die moesten garanderen dat het kapitaal ook daadwerkelijk aan de vennootschap ter beschikking werd gesteld. Zo hebben de bankverklaring bij storting in geld, de accountantsverklaring bij storting in natura en de verplichting om minimaal een vierde van het nominale kapitaal te storten, het veld moeten ruimen. Wel geldt nog steeds het verbod op de inbreng van een recht op arbeid en diensten.¹⁸⁸ Sinds de invoering van de Flex-BV is de bescherming van de crediteuren primair gelegen in de uitkeringsregeling in art. 2:216 BW, die ingrijpend is gewijzigd. Op deze regeling zal in het hiernavolgende hoofdstuk nader worden ingegaan.¹⁸⁹

16.11 Conclusie

De kapitaalvennootschap met beperkte aansprakelijkheid heeft zich de afgelopen vier eeuwen ontwikkeld tot een veelzijdige rechtsvorm. De VOC werd in 1602 geboren uit de behoefte om bij het grote publiek vermogen aan te trekken voor

187 Bijvoorbeeld door de introductie van aandelen zonder stemrecht, aandelen met variabel winstrecht, en de mogelijkheid om aandelen een bepaalde aanduiding met bijhorende rechten, bevoegdheden of verplichtingen te geven, door de vereenvoudiging van de besluitvorming buiten vergadering en door de afschaffing van de verplichte blokkeringsregeling.

188 Art. 191b lid 1 BW. Het voorstel om dit verbod te schrappen in het ambtelijk voorontwerp stuitte op te veel kritiek.

189 De wet Flex-BV heeft een aantal meer technische wijzigingen van de regels inzake inkoop en kapitaalvermindering meegebracht die in de komende hoofdstukken onbesproken zullen blijven. Niet langer is het maximale aantal in te kopen eigen aandelen beperkt tot 50 procent van het geplaatste kapitaal; het staat de BV vrij al haar aandelen in te kopen, zij het dat er ten minste één aandeel met stemrecht bij een ander dan, en anders dan voor rekening van de vennootschap of een dochtermaatschappij dient te zijn geplaatst. Tot inkoop dient te worden besloten door het bestuur; machtiging van de AV is daarvoor niet meer vereist. Wel kan in de statuten de bevoegdheid van het bestuur om tot inkoop over te gaan, worden uitgesloten of beperkt (art. 2:207 lid 4). Kapitaalvermindering is thans mogelijk door intrekking van aandelen of door het bedrag van aandelen bij statutenwijziging te verminderen. De AV dient te besluiten tot vermindering van het kapitaal en het bestuur dient dit besluit vervolgens goed te keuren (Art. 2:208 lid 6 BW). De in art. 2:209 BW (oud) vervatte verzetprocedure voor schuldeisers is komen te vervallen. Zie over deze (meer technische) aanpassingen van de regels inzake inkoop en kapitaalvermindering onder andere Bier 2008.

risicovolle activiteiten die de economische en militaire belangen van de Nederlandse Republiek dienden. Vanaf het moment dat de kapitaalvennootschap kon worden opgericht vanwege zuiver private motieven werd de rechtsvorm ook veel gebruikt voor (soms kleine) familiebedrijven en in andere besloten verhoudingen. Ook voor deze vennootschappen gold onverminderd het uitgangspunt dat de verstrekkers van het eigen vermogen niet aansprakelijk waren voor de schulden van de rechtspersoon. Hierdoor werden regels ter bescherming van derden die met de vennootschap handelden noodzakelijk. Waar het tekort van de VOC bij haar ontbinding nog voor rekening van de Nederlandse staat werd gebracht, betekende het faillissement van de daarna opgerichte maatschappijen doorgaans een strop voor de schuldeisers. Ten behoeve van de crediteuren werden daarom in het Wetboek van Koophandel regels opgenomen ter zake van het kapitaal van de vennootschap. Aan deze regels lag de gedachte ten grondslag dat aandeelhouders uitsluitend de door de vennootschap gemaakte winsten mochten onttrekken, en dus niet hetgeen zij hadden ingebracht om deze winst te realiseren. Door de eeuwen heen, en mede door tussenkomst van de Europese wetgever, ontstond uit deze notie een verfijnd, maar technisch complex wettelijk systeem van kapitaalbescherming dat moest garanderen dat aandeelhouders een zeker minimum eigen vermogen bijeenbrachten en niet aan de vennootschap onttrokken wat zij op hun aandelen hadden gestort. Omdat dit systeem onvoldoende bescherming bood aan crediteuren en in de praktijk als hinderlijk en kostbaar werd ervaren, stond het vanaf de jaren negentig van de vorige eeuw in toenemende mate aan kritiek bloot. Met name in besloten verhoudingen zou behoefte bestaan aan flexibeler en eenvoudiger regulering van de financiering. Daar kwam bij dat Europese jurisprudentie een concurrentiestrijd veroorzaakte tussen de verschillende nationale besloten vennootschapsvormen. Dit heeft een aanzienlijk aantal lidstaten ertoe gebracht het nationale recht voor hun besloten vennootschappen te hervormen, waarbij met name de strenge kapitaalregels het veld hebben moeten ruimen. Met de invoering van de wet Flex-BV op 1 oktober 2012, heeft ook Nederland zich bij deze trend aangesloten.

HOOFDSTUK 17

KAPITAAL & UITKERINGEN

17.1 Inleiding

In dit hoofdstuk vindt een analyse plaats van de huidige vennootschapsrechtelijke normen betreffende het kapitaal van de besloten vennootschap en de toelaatbaarheid van uitkeringen aan aandeelhouders. De herziening van het BV-recht in 2012 heeft op dit gebied een aantal ingrijpende wijzigingen meegebracht: zo zijn de formele kapitaaleisen voor een groot deel geschrapt of vereenvoudigd en zijn de regels inzake uitkeringen aan aandeelhouders grondig herzien. Hierna wordt bezien welke grenzen het vennootschapsrecht na de ontmanteling van de kapitaalbescherming stelt aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders.¹

17.2 De uitkeringsregeling in art. 2:216 BW

17.2.1 Van kapitaal naar aansprakelijkheid

Net als in de Verenigde Staten en Duitsland bestaat in Nederland sinds de herziening van 1 oktober 2012 de mogelijkheid om een besloten vennootschap op te richten met een risicodragend vermogen van verwaarloosbare omvang.² Niet alleen het minimumkapitaal, maar ook de overige elementen van de kapitaalbescherming zijn grotendeels uit het BV-recht verwijderd: de wettelijke vereisten bij kapitaalstorting zijn ingrijpend teruggebracht, en het is aandeelhouders toegestaan om het nominale kapitaal aan de vennootschap te onttrekken. Hierdoor vertoont het BV-recht nu meer verwantschap met de Amerikaanse RMBCA dan met het Duitse recht, aangezien de Duitse wetgever bij de herziening van het GmbH-recht in 2008 uitdrukkelijk heeft vastgehouden aan de kapitaalbescherming.³ Nu de financieringsvrijheid van aandeelhouders nauwelijks meer wordt begrensd door absoluut geformuleerde kapitaalregels, wordt voor de bescherming van de vennootschap en haar crediteuren

1 Zie in het algemeen over de juridisch-technische aspecten van de regels inzake kapitaal en vermogensonttrekkingen Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013, nr. 161-168, 311-317.2 en 331-335 en Asser/*Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-IIA* 2013, nr. 95-295.

2 De BV kan worden opgericht met één aandeel met een nominale waarde van 1 eurocent (*Kamerstukken II*, 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 26-27).

3 Zie hoofdstuk 11.

primair teruggevallen op een open geformuleerde *ex ante* toets bij uitkeringen, en op *ex post* normering in het kader van aansprakelijkheid van aandeelhouders en bestuurders.

17.2.2 Een uniforme regeling inzake uitkeringen

De crux van de crediteurenbescherming is gelegen in het nieuwe art. 2:216 BW inzake uitkeringen aan aandeelhouders. Sinds de flexibilisering van het BV-recht geldt een uniforme regeling voor alle formele vormen van uitkering aan aandeelhouders. De uitkering van dividend, de inkoop van eigen aandelen anders dan om niet en de terugbetaling op aandelen in het kader van een kapitaalvermindering, moeten aan dezelfde materiële vereisten voldoen. Kort gezegd komen deze erop neer dat uitkeringen zijn toegestaan voor zover het eigen vermogen groter is dan de wettelijke en statutaire reserves – mits er verplichte reserves zijn – en de vennootschap na de uitkering kan voortgaan met betaling van haar opeisbare schulden. Uitkeringen in strijd met laatstgenoemd vereiste kunnen aanleiding geven tot aansprakelijkheid van bestuurders niet te goeder trouw en tot een terugbetalingsverplichting voor aandeelhouders niet te goeder trouw. Hierna wordt dieper ingegaan op de vennootschapsrechtelijke grenzen aan uitkeringen aan de hand van de in art. 2:216 BW vervatte dividendregeling.

17.2.3 Besluitvorming inzake uitkeringen

Ingevolge art. 2:216 lid 1 BW is de Algemene Vergadering (AV) bevoegd tot bestemming van de winst die door de vaststelling van de jaarrekening is bepaald en tot de vaststelling van uitkeringen. Beide bevoegdheden kunnen statutair worden beperkt of worden toegekend aan een ander orgaan. De statuten kunnen tevens bepalen dat de winst rechtstreeks – dus zonder dat daarvoor een AV-besluit nodig is – ten goede komt aan de aandeelhouders of dat een deel van de winst toekomt aan bepaalde personen met een statutair winstrecht.⁴ Ook kan worden bepaald dat de winst onder bepaalde omstandigheden wordt gereserveerd.⁵ Sinds de invoering van de wet Flex-BV wordt niet langer onderscheid gemaakt tussen uitkering van de jaarlijkse winst, uitkering uit reserves en interim-dividend. Al deze vormen van uitkering dienen aan dezelfde eisen te voldoen.

In art. 2:216 lid 2 BW is bepaald dat een besluit tot uitkering geen gevolgen heeft zolang het bestuur daaraan geen goedkeuring heeft verleend.⁶ Sinds de herziening

⁴ In het eerste geval dient de gehele winst te worden uitgekeerd na de vaststelling van de jaarrekening waaruit die winst blijkt. Het besluit tot vaststelling van de jaarrekening wordt dan beschouwd als het (AV-)besluit tot uitkering (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 14). In beide gevallen geldt onverminderd het vereiste dat het bestuur de uitkering dient goed te keuren (zie hierna).

⁵ *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, nr. 3, p. 69.

⁶ Het bestuur kan een uitkering ook aan nadere voorwaarden onderwerpen, zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, nr. 3, p. 70.

van 2012 beschikt het bestuur ten aanzien van uitkeringen over een vetorecht in de besluitvormingsfase. Het dient zijn goedkeuring te onthouden indien het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap daarna niet zal kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden. De goedkeuring of de weigering van een uitkering moet geschieden bij bestuursbesluit, zij het dat dit besluit door een eenhoofdig bestuur ook impliciet mag worden genomen.⁷ Zo kan het goedkeuringsbesluit er bijvoorbeeld in bestaan dat het bestuur overgaat tot betaalbaarstelling van het dividend waartoe de AV heeft besloten.⁸ Ook het besluit om goedkeuring te onthouden mag impliciet worden genomen, bijvoorbeeld door het dividend niet betaalbaar te stellen.⁹ Indien het bestuur uit meerdere personen bestaat, zal het besluit niet zomaar kunnen worden afgeleid uit een handeling van een van de bestuurders en zal de goedkeuring moeten plaatsvinden met betrokkenheid van alle bestuurders.¹⁰

17.3 Vennootschapsrechtelijke grenzen aan uitkeringen ex art. 2:216 BW

Een uitkering op grond van art. 2:216 BW moet voldoen aan een uitkeringstest, en als er wettelijk of statutair gebonden reserves zijn, tevens aan een vereenvoudigde balanstest. Het is primair aan het bestuur om te beoordelen of een uitkering voor beide testen slaagt, maar onder omstandigheden kan deze verantwoordelijkheid *de facto* ook op een nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouder komen te rusten.

17.3.1 De vereenvoudigde balanstest

De vereenvoudigde balanstest vloeit voort uit het eerste lid van art. 2:216 BW, dat bepaalt dat de AV slechts bevoegd is tot vaststelling van uitkeringen “voor zover het eigen vermogen van de vennootschap groter is dan de reserves die krachtens de wet of statuten moeten worden aangehouden”. Er is sprake van een *vereenvoudigde* balanstest aangezien het nominale kapitaal – anders dan onder het oude BV-recht – thans vatbaar is voor uitkering. Alleen de reserves die door de wet of statuten expliciet als niet-uitkeerbaar worden aangemerkt, zijn beklemd. De vereenvoudigde balanstest past volgens de minister niet binnen het systeem van de flexibele

⁷ *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 50.

⁸ *Kamerstukken I* 2011-12, 31 058, nr. E, p. 11.

⁹ *Kamerstukken I* 2011-12, 31 058, nr. C, p. 12. Niettemin verdient het mijns inziens vanuit het perspectief van goed ondernemingsbestuur aanbeveling dat het bestuur zijn bezwaren tegen een voorgenomen uitkering (zo mogelijk al voorafgaande aan of op de AV waarin over het dividend zal worden besloten), kenbaar maakt en onderbouwt. Vgl. Dortmund 2012, p. 460-462. Ook als het bestuur de uitkering goedkeurt zal een expliciet en gedocumenteerd besluit soms verstandig zijn, met oog op eventuele aansprakelijkheidsrisico's.

¹⁰ *Kamerstukken I* 2011-12, 31 058, nr. E, p. 11.

uitkeringsregeling, maar is vanwege verplichtingen die voortvloeien uit Europees vennootschapsrecht niettemin in art. 2:216 BW opgenomen.¹¹ Indien gebonden reserves ontbreken, is de vereenvoudigde balanstest niet van toepassing. Dit leidt ertoe dat bij de aanwezigheid van wettelijk of statutair voorgeschreven reserves uitkering uitsluitend kan plaatsvinden uit het eigen vermogen van de vennootschap. Zijn dergelijke reserves echter afwezig, dan is uitkering ook mogelijk bij een negatief eigen vermogen, of als uitkering tot een negatief eigen vermogen leidt (zie hierover par. 17.3.1.2 hierna).¹² Art. 2:216 BW regelt niets over de vaststelling van de omvang van het eigen vermogen bij uitkeringen. Er kan worden aangesloten bij de laatst vastgestelde jaarrekening, maar het is tevens toegestaan om een tussentijdse vermogensopstelling te hanteren.¹³

17.3.1.1 Geen gebonden kapitaal

Anders dan in de toelichting bij de wet Flex-BV is gesuggereerd, noopte de afschaffing van het minimumkapitaal niet noodzakelijkerwijs tot de afschaffing van de kapitaalklem.¹⁴ Zo kent het recht van Delaware bijvoorbeeld geen minimumkapitaal, maar wél een kapitaalklem.¹⁵ Hetzelfde geldt voor de Duitse regeling

11 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 50. De Vierde EG-Richtlijn verplicht vennootschappen om bij herwaardering van activa een herwaarderingsreserve te vormen en bij herwaardering van deelnemingen een deelnemingsreserve te vormen. In die richtlijn is tevens bepaald dat beide reserves niet voor uitkering aan aandeelhouders vatbaar mogen zijn. Zie hierover uitgebreid Van Geffen 2010, p. 83. Overigens kan een wettelijke reserve die aan uitkering in de weg staat, eenvoudig worden opgeheven. Art. 33 lid 2 van de Vierde Richtlijn schrijft bijvoorbeeld voor dat in geval van herwaardering een niet uitkeerbare reserve dient te worden aangehouden. Deze herwaarderingsreserve kan (ingevolge art. 2:390 lid 2 BW) worden omgezet in kapitaal en zo alsnog voor uitkering beschikbaar worden gemaakt. Het nut van de regeling inzake wettelijke reserves is daarom thans onduidelijk (aldus ook Van der Zanden 2007, p. 979). Beckman meent overigens dat een juiste lezing van de Vierde Richtlijn in het geheel niet noopt tot handhaving van de vereenvoudigde balanstest (Beckman 2012, p. 632-636).

12 Dat de vereenvoudigde balanstest niet van toepassing is als gebonden reserves ontbreken, blijkt overigens niet uit de wettekst. Uitsluitend uit de toelichting kan men opmaken dat het in art. 2:216 lid 1 BW bepaalde zo niet moet worden begrepen en dat uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen is toegestaan (*Kamerstukken II* 31 058, nr. 6, p. 49-50). Het is mijns inziens ongelukkig dat de nieuwe uitkeringsregeling uitsluitend te begrijpen is met de (buitengewoon omvangrijke) parlementaire geschiedenis ernaast. Zie hierover ook Lennarts 2007, p. 966.

13 Zie *Kamerstukken II* 32 426, nr. 21, p. 1-2.

14 Dat een systeem van kapitaalbescherming ook kan functioneren bij een minimumkapitaal van één euro, is ook overwogen door de Duitse jurist Vetter 2009, p. 111. De Expertgroep De Kluiver stelde in 2004 nog voor om de kapitaalklem in stand te laten (De Kluiver e.a. 2004, p. 83). Dit impliceerde dat uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen nimmer mogelijk zou zijn. Lennarts en Schutte-Veenstra gaven in hun rapport van 2004 aan dat er mogelijk geopteerd zou kunnen worden voor een systeem zonder kapitaalklem, maar namen ten aanzien van die keuze niet uitdrukkelijk stelling in (Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 41).

15 Zie par. 5.4.

inzake de *Unternehmergesellschaft*.¹⁶ Sommige juridische auteurs hebben aangevoerd dat door de afschaffing van de kapitaalklem de BV niet langer in staat is om ten behoeve van haar crediteuren een deel van haar eigen vermogen als niet-uitkeerbaar aan te merken, om aldus tegen gunstigere voorwaarden krediet aan te kunnen trekken.¹⁷ Ik zou echter menen dat het al dan niet gebonden karakter van het kapitaal van weinig betekenis is, omdat ook zonder een wettelijke kapitaalklem een vermogen voor (professionele) kredietverstrekkers kan worden gereserveerd. Zoals in hoofdstuk 3 aan bod kwam, plegen banken te bedingen dat de solvabiliteit van de vennootschap niet onder een bepaald percentage mag zakken door uitkeringen.¹⁸ Met een dergelijk beding wordt in feite een contractueel gebonden reserve gecreëerd.¹⁹

17.3.1.2 Uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen

Doordat uitkeringen sinds de flexibilisering van het BV-recht niet langer hoeven te geschieden uit het eigen vermogen van de vennootschap, maar ook kunnen plaatsvinden als na de uitkering een negatief eigen vermogen resteert, is de klassieke relatie tussen de door de vennootschap gerealiseerde winst en de uitkering van dividend in art. 2:216 BW naar de achtergrond geraakt.²⁰ Onder het oude BV-recht hield een uitkering (bijna)²¹ altijd verband met de door de vennootschap gemaakte winsten.²² Onder het huidige recht dient de jaarlijkse winst na vaststelling van de jaarrekening een bestemming te krijgen, maar speelt het winstbegrip geen wezenlijke rol meer bij uitkering. De vraag rijst *wat* de vennootschap precies uitkeert als

¹⁶ Zie par. 11.2.3.2.

¹⁷ Van Veen 2012, p. 28. Aandeelhouders kunnen weliswaar statutair een gebonden reserve instellen, maar een dergelijke reserve biedt crediteuren weinig zekerheid nu deze door wijziging van de statuten weer voor uitkering beschikbaar kan worden (*Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 26).

¹⁸ Zie par. 3.4.4.

¹⁹ Een contractueel gebonden reserve heeft een minder gebonden karakter dan een wettelijk gebonden kapitaal. Uitkeringen uit het wettelijk gebonden kapitaal zijn immers nietig vanwege strijd met de wet en kunnen daarom van de aandeelhouders als onverschuldigd betaald worden teruggevorderd. Indien de vennootschap in strijd met het bepaalde in een kredietovereenkomst tot uitkering overgaat, tast dit de geldigheid van de uitkering niet aan, maar is sprake van een toerekenbare tekortkoming. Overigens leidt schending van de convenanten vaak direct tot opeisbaarheid van het krediet, waardoor de bank doorgaans in staat zal zijn haar *exposure* te beperken.

²⁰ In de historische beschouwingen in hoofdstuk 16 komt duidelijk naar voren dat sinds de invoering van het eerste Wetboek van Koophandel aan de uitkeringsregels de gedachte ten grondslag lag dat aandeelhouders recht hadden op uitkering van door de vennootschap *gerealiseerde winsten*. In zijn Belgische proefschrift wijst ook Bruloot op het “verdwijnen van de link tussen uitkeringsbeslissing en winstbegrip” (Bruloot 2012, p. 548).

²¹ Uitsluitend bij de uitkering van agio was geen sprake van winstuitdeling, omdat de uitkeerbare agioreserve niet tot stand komt door winstreservering, maar doordat aandeelhouders meer op hun aandelen storten dan het totale nominale bedrag van de door hen genomen aandelen.

²² Een winstuitkering op grond van de laatst vastgestelde jaarrekening behelsde een uitkering van de winst die was gemaakt in het boekjaar waarop die jaarrekening zag. Een uitkering uit vrije reserves betrof een uitkering van de winst uit eerdere boekjaren die nog niet was uitgekeerd. En een →

haar eigen vermogen negatief is en winst over het lopende boekjaar ontbreekt. In ieder geval kan dan niet worden gesproken van uitkering van winst of (winst) reserves.²³

Het Amerikaanse en Duitse vennootschapsrecht bieden geen mogelijkheid om uitkeringen te doen bij een negatief eigen vermogen als winst over het lopende boekjaar ontbreekt. In de VS moeten uitkeringen voldoen aan een balanstest en kunnen uitkeringen die resulteren in een negatief eigen vermogen van de aandeelhouders worden teruggevorderd op grond van *fraudulent transfer law*. In Duitsland zijn uitkeringen slechts toegestaan voor zover het eigen vermogen groter is dan het *Stammkapital* en kunnen dividenden die in strijd met dit voorschrift worden uitgekeerd, van de aandeelhouders worden teruggevorderd op grond van § 31 GmbHG.²⁴ Sterker nog, het Duitse faillissementsrecht schrijft voor dat bestuurders het faillissement van de vennootschap moeten aanvragen als haar eigen vermogen negatief is geworden, zij het dat deze verplichting in 2008 enigszins is afgezwakt.²⁵ De Nederlandse regeling is op dit punt kortom opvallend flexibel.

In de toelichting bij de wet Flex-BV is overwogen dat er situaties denkbaar zijn waarin een uitkering weliswaar tot een negatief eigen vermogen leidt, maar geen gevolgen heeft voor de mogelijkheid van de vennootschap om aan haar opeisbare verplichtingen te voldoen.²⁶ Een balanstest die voorschrijft dat uitkeringen uitsluitend uit het eigen vermogen gefinancierd mogen worden, heeft als nadeel dat geen rekening wordt gehouden met het moment waarop verplichtingen opeisbaar worden.²⁷ Niettemin meen ik met Lennarts dat onder de huidige liberale regeling het risico bestaat dat bij uitkering te weinig rekening wordt gehouden met de lange termijn verplichtingen van de vennootschap.²⁸ Als de vennootschap overgaat tot uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen, is het economische belang van de aandeelhouder in de vennootschap verdwenen. De onderneming wordt na het

tussentijdse uitkering kon zien op de winst over een boekjaar waarvan de jaarrekening nog niet was vastgesteld of over het lopende boekjaar. Laatstgenoemde uitkeringen betroffen een voorschot en moesten uiteindelijk alsnog worden 'getoetst' aan de jaarrekening van het betreffende boekjaar. Zie ook de noot van Bier onder Rb. Amsterdam 21 april 2010, *JOR* 2011/1 (*Kemp q.q./Idee BV*).

23 Volgens Koster & Van de Streek 2012, par. 2.2, dient op de balans een negatieve winstreserve te worden opgenomen als een uitkering leidt tot een negatief eigen vermogen. Van der Zanden & Van der Zanden 2012, p. 190 menen daarom dat sprake is van uitkering van winstcapaciteit, en hierdoor de facto zelfgegenereerde *goodwill* wordt geactiveerd, terwijl dat volgens het accountancy systeem niet is toegestaan.

24 Zie par. 11.5.3.

25 Zie daarover par. 11.7.1.

26 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3 (MvT), p. 29. Bier, De Kluiver en Stokkermans hebben de vrijheid om uit te keren bij een negatief eigen vermogen toegejuicht (Bier 2006a, p. 247, De Kluiver 2006, p. 575 en Stokkermans 2012, par. 3). Lennarts en Van der Zanden hebben daarbij juist vraagtekens geplaatst (zie hierna).

27 Zie hierover Rickford 2006 en Schön 2006.

28 Lennarts 2007, p. 968.

bereiken van de nullijn in feite voor rekening en risico van haar crediteuren gedreven; zij zijn vanaf dat moment de *residual riskbearers* geworden. Een uitkering bij een negatief eigen vermogen is een uitkering van winst die nog moet worden gerealiseerd en het risico dat deze winst niet zal worden gemaakt komt (balanstechnisch) *uitsluitend* voor rekening van de crediteuren.²⁹ Hoewel (de toelichting bij) art. 2:216 BW uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen uitdrukkelijk toelaat, zou ik daarom menen dat een rechter bij de *ex post* beoordeling van een uitkering – bijvoorbeeld in het kader van een aansprakelijkheidsprocedure in faillissement – gewicht kan toekennen aan het gegeven dat na een uitkering een negatief eigen vermogen resteerde. Het ligt naar mijn oordeel in dat geval op de weg van de betrokken bestuurders en aandeelhouders om te onderbouwen waarom de uitkering in die omstandigheden toch gerechtvaardigd werd geacht.³⁰

17.3.2 De uitkeringstest

De crux van de door art. 2:216 BW geboden crediteurenbescherming is gelegen in het tweede lid, dat bepaalt dat het bestuur zijn goedkeuring aan een uitkeringsbesluit moet onthouden, als het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden. Deze test werd in het voorontwerp van de wet Flex-BV nog aangemerkt als een ‘liquiditeitstest’, maar wordt thans de ‘uitkeringstest’ genoemd. Met deze naamswijziging heeft men tot uitdrukking willen brengen dat de beoordeling van de test zich niet beperkt tot de liquiditeit van de vennootschap, maar zich tevens uitstrekt tot andere financiële maatstaven die bepalend kunnen zijn voor de vraag of de vennootschap aan haar opeisbare verplichtingen zal kunnen blijven voldoen, zoals de solvabiliteit en rentabiliteit.³¹ In de toelichting is overwogen dat de periode waarover de beoordeling zich dient uit te strekken, in beginsel één jaar zal zijn.³² Dit ligt anders als men bijvoorbeeld weet dat de vennootschap over anderhalf jaar een grote belastingschuld moet aflossen, een afbetaling moet doen op de aanschaf van een kostbare machine of haar vreemd vermogen zal moeten herfinancieren tegen minder gunstige voorwaarden.³³

29 Aldus ook Van der Zanden 2007, p. 980 en Van der Zanden 2006, p. 584.

30 Vgl. Lennarts 2007, p. 968.

31 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 29.

32 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 71.

33 De Kluiver stelt dienaangaande naar aanleiding van het voorontwerp: “[M]ijns inziens moet duidelijk worden gemaakt dat een gedetailleerde beschouwing niet van bestuurders wordt gevergd voor een periode langer dan één jaar. Met betrekking tot gebeurtenissen die na dat jaar het voortbestaan van de vennootschap bedreigen, moet het (dus) gaan om feiten die zo evident zijn dat een gemiddeld bekwaam bestuurder daarvan op het moment van uitkering “niet onkundig kon zijn” (en hem op die grond een ernstig verwijt kan worden gemaakt.” (Onderstr. JB) (De Kluiver 2006, p. 578).

De norm uit art. 2:216 lid 2 BW keert terug in het derde lid van die bepaling: uitkeringen in strijd met de uitkeringstest leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders die wisten of behoorden te voorzien dat op de uitkering betalingsproblemen zouden volgen. Het genoemde criterium is dus zowel van belang bij de beoordeling van een uitkering *ex ante*, als bij de beoordeling van een uitkering *ex post* in het kader van een aansprakelijkheidsprocedure tegen bestuurders en/of aandeelhouders.

17.3.2.1 Betalingsproblemen of continuïteitsproblemen?

Een uitkering is in strijd met art. 2:216 lid 2 BW als redelijkerwijs voorzienbaar is dat “de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden”.³⁴ Het is dus niet nodig dat men een faillissement van de vennootschap voorziet; evenmin is het nodig dat voorzienbaar is dat de uitkering zal leiden tot de benadeling van crediteuren. Voldoende is de voorzienbaarheid van betalingsproblemen. Daarmee rijst de vraag wanneer precies sprake is van betalingsproblemen in de zin van art. 2:216 BW.³⁵ Duidelijk is dat de test niet alleen ziet op de schulden die ten tijde van de uitkering reeds opeisbaar zijn, maar ook op schulden waarvan men ten tijde van de uitkering redelijkerwijs behoort te voorzien dat deze de komende tijd opeisbaar zullen worden.³⁶ De formulering van de uitkeringstoets wekt de suggestie dat het moet gaan om een liquiditeitsgebrek, maar uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat het criterium anders moet worden begrepen.

Stel bijvoorbeeld dat een vennootschap een dusdanig omvangrijke uitkering doet, dat voorzienbaar is dat zij reeds twee maanden na de uitkering niet langer in staat zal zijn om haar opeisbare schulden te voldoen. De vennootschap beschikt echter (ook ná uitkering) over een omvangrijk eigen vermogen; de betalingsproblemen zijn primair gelegen in een liquiditeitsgebrek, bijvoorbeeld doordat de vennootschap onlangs heeft geïnvesteerd in illiquide vaste activa. In een dergelijk geval zal de vennootschap doorgaans in staat zijn om krediet aan te trekken – al dan niet door het vestigen van zekerheden op haar illiquide activa – om het liquiditeitstekort te mitigeren.³⁷ Als op het moment van uitkering aannemelijk is dat het voorzienbare

³⁴ Ik zal deze situatie hierna aanduiden met ‘betalingsproblemen’ of ‘continuïteitsproblemen’.

³⁵ Het departement heeft aangegeven dat het met de formulering van art. 2:216 lid 2 BW aansluiting heeft willen zoeken bij art. 214 Fw, waarin is bepaald dat de schuldenaar die voorziet dat hij niet zal kunnen voortgaan met het betalen van zijn opeisbare schulden, surseance van betaling kan aanvragen.

³⁶ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 71.

³⁷ Zie par. 2.2.2.

liquiditeitsgebrek zal kunnen worden opgeheven door het aantrekken van financiering, is de uitkering niet in strijd met art. 2:216 lid 2 BW.³⁸

Dit voorbeeld illustreert dat bij de toepassing van de uitkeringstoets niet louter de liquiditeit van de vennootschap van belang is, maar tevens haar solvabiliteit en de rentabiliteit van het totale vermogen (ROA).³⁹ Of een externe kredietverlener bereid zal zijn de vennootschap een lening te verstrekken, zal primair afhankelijk zijn van de omvang van het eigen vermogen van de vennootschap en de prognoses inzake de winst en kasstromen. De liquiditeitspositie van de vennootschap geeft een indicatie van de mogelijkheid om op korte termijn aan haar opeisbare verplichtingen te blijven voldoen, maar of zij dit ook op de langere termijn zal kunnen blijven doen, wordt mede bepaald door haar solvabiliteit en (geprognosticeerde) rentabiliteit. De formulering van art. 2:216 lid 2 BW is dan ook enigszins misleidend; de vraag is niet of de vennootschap na de uitkering in liquiditeitsproblemen zal geraken, maar of na de uitkering haar continuïteit in het geding zal komen.⁴⁰ Mijns inziens is sprake van een dergelijke continuïteitsbedreiging als de vennootschap, gegeven alle financieringsbronnen die direct en indirect tot haar beschikking zullen staan, en zonder dat haar aandeelhouders of crediteuren onverplichte concessies hoeven te doen, niet in staat zal zijn om haar opeisbare schulden te voldoen. Continuïteitsproblemen zullen vaak aanleiding geven tot het faillissement van de vennootschap, maar soms zal het faillissement, ondanks de continuïteitsproblemen, kunnen worden voorkomen.

Stel bijvoorbeeld dat een uitkering plaatsvindt op een moment dat voorzienbaar is dat de vennootschap daarna niet zal kunnen voortgaan met betaling van haar opeisbare schulden en – gezien haar slechte solvabiliteitspositie – evenmin in staat zal zijn om dit liquiditeitstekort te mitigeren door het aantrekken van (extra) vreemd vermogen. Als de vennootschap na de uitkering in betalingsproblemen komt, treedt haar bestuur in overleg met een aantal grote crediteuren. Vanwege de waarde die besloten ligt in de onderneming, komt men tot de conclusie dat het voor alle belanghebbenden beter is om de onderneming *going concern* te reorganiseren. Doordat de bank als grootste crediteur akkoord gaat met een afschrijving van haar vordering (de zogenoemde *haircut*) in ruil voor aandelen in het kapitaal van de vennootschap, kan het faillissement worden afgewend en een einde worden gemaakt aan de betalingsproblemen. Desondanks was de uitkering in dit geval in strijd met art. 2:216 lid 2 BW, nu de discontinuïteit van de vennootschap slechts kon worden

38 Het department heeft uitdrukkelijk overwogen dat “het oordeel van het bestuur over de financiële positie [...] onder meer afhankelijk [zal] kunnen zijn van de vraag hoe waarschijnlijk het is dat de vennootschap in staat zal zijn om over een voldoende lange periode financiering te genereren waarmee aan de verplichtingen kan worden voldaan [...]” (*Kamerstukken II* 31 058, nr. 3, p. 72).

39 Zie par. 2.3.1.

40 Ook Beckman meent dat de formulering van art. 2:216 lid 2 BW ten onrechte de suggestie wekt dat het hier gaat om een liquiditeitstoets: “Gelet op de bedoeling van die maatstaf zou geformuleerd moeten zijn dat de continuïteit van de BV door de betrokken verrichtingen niet wordt bedreigd, eventueel onder toevoeging van de handhaving van een aanvaardbare liquiditeit en solvabiliteit. Feitelijk is door de wetgever een niet al te heldere liquiditeitsmaatstaf geformuleerd.” (Beckman 2012, p. 632-636).

voorkomen door een *onverplichte concessie* van de bank. De vennootschap kan dus mogelijk tegen haar bestuurders en aandeelhouders ageren vanwege de ongeoorloofde onttrekking.

De mogelijkheid bestaat dat op het moment van uitkering voorzienbaar is dat de vennootschap daarna niet zal kunnen voortgaan met betaling van haar opeisbare schulden, maar de aandeelhouders het bestuur toezeggen dat zij kapitaal zullen bijstorten of leningen aan de vennootschap zullen verstrekken indien het gevreesde liquiditeitstekort zich daadwerkelijk zal verwezenlijken. In dit geval is de uitkering mijns inziens uitsluitend toegestaan als de vennootschap een *afdwingbare* toezegging heeft van *kredietwaardige* aandeelhouders waarmee continuïteitsproblemen voorkomen kunnen worden.

17.3.2.2 Continuïteitsproblemen door én na een uitkering

Een uitkering is in strijd met de uitkeringstest, als voorzienbaar is dat de vennootschap *na* de uitkering in continuïteitsproblemen zal geraken. Het is dus niet vereist dat de discontinuïteit *door* de uitkering is veroorzaakt. Als de vennootschap – bijvoorbeeld vanwege externe oorzaken – ook in continuïteitsproblemen was geraakt wanneer de uitkering *niet* had plaatsgevonden, is het dividend niettemin in strijd met art. 2:216 BW indien op het moment van de uitkering de continuïteitsproblemen voorzienbaar waren. In dat geval werpt de achtergestelde positie van de aandeelhouder zijn schaduw vooruit, zodat het hem niet langer vrijstaat vermogen aan de vennootschap te onttrekken.⁴¹ In Duitse termen: art. 2:216 BW verbiedt zowel *insolvenzvertiefende* als *insolvenzauslösende* uitkeringen.⁴²

Ook als een uitkering niet daadwerkelijk wordt uitbetaald, kan deze tóch de oorzaak zijn van de later opgetreden continuïteitsproblemen. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van de rechtspraak inzake onrechtmatige uitkeringen van vóór de invoering van de wet Flex-BV. Zo werd in de *Onnekink*-procedure het dividend niet uitbetaald maar verrekend met een schuld van de aandeelhouder aan de vennootschap.⁴³ Niettemin oordeelde de Rechtbank Rotterdam dat voor zover het uitkeringsbesluit en de daardoor veroorzaakte afname van het eigen vermogen de bank deden besluiten haar krediet op te eisen, de uitkering moest worden aangemerkt als een belangrijke oorzaak van het kort daarna ingetreden faillissement. Ook in de

⁴¹ Deze notie spreekt uit de volgende overweging in de toelichting bij het wetsvoorstel Flex-BV: “De achterliggende gedachte bij de regeling voor uitkeringen is dat als de vennootschap in de situatie verkeert dat de betaling van de opeisbare schulden tegenover crediteuren onzeker wordt, de vorderingen van de crediteuren voorrang hebben de rechten van de aandeelhouders op uitkeringen uit het vermogen van de vennootschap.” (*Kamerstukken II* 2006-07, 31 058, nr. 3, p. 34).

⁴² Zie par. 13.3.2.

⁴³ Rb. Rotterdam 15 maart 1999, *JOR* 1999/168 (*Onnekink*).

Reinders/Didam-zaak vond de uitkering plaats door verrekening met een schuld van de aandeelhouder aan de vennootschap.⁴⁴ Het hof overwoog niettemin dat de onttrekking van risicodragend vermogen een “enorme beperking van de liquiditeitspositie van [de vennootschap] tot gevolg had”, omdat de BV, als er geen dividend was verrekend, haar vordering op haar aandeelhouder in *cash* had kunnen innen en daarmee een betere grondslag voor kredietverruiming bij de bank zou hebben verkregen. Kortom, ook een uitkering die niet betaalbaar wordt gesteld, tast de vermogenspositie van de vennootschap aan en kan aldus leiden tot haar discontinuïteit.⁴⁵

De Rechtbank Arnhem oordeelde in 2012 over een dividenduitkering die plaatsvond vlak voordat de aandelen in de vennootschap werden verkocht en overgedragen aan de koper.⁴⁶ Omdat de vennootschap over onvoldoende liquide middelen beschikte om het gehele dividend betaalbaar te stellen, verstrekke de koper van de aandelen een lening aan de vennootschap waarmee de vennootschap een deel van de uitkering financierde. Daarnaast bleef de vennootschap een deel van de uitkering schuldig aan de verkopende aandeelhouder. Vier maanden na de overname failliede de vennootschap en sprak de curator zowel de oude als de nieuwe aandeelhouder aan. De rechtbank stelde voorop dat de vennootschap voor het aangaan van de lening met de koper niet over voldoende liquide middelen beschikte om de dividenduitkering te voldoen. Op het moment van de uitkering wisten de koper en verkoper, althans behoorden zij te weten, dat het maar zeer de vraag was of de benodigde liquide middelen “in de nabije toekomst wel voorhanden zouden komen”. Vervolgens overwoog de rechtbank:

“[D]oor het aangaan van extra leningen ter hoogte van het uitgekeerde dividend is in ieder geval de leencapaciteit van gefailleerde aangetast. Immers, de leencapaciteit van gefailleerde is voor een deel benut voor de dividenduitkering. Ook de solvabiliteit van gefailleerde is aangetast. [...] Ten slotte heeft de dividenduitkering wel degelijk de liquiditeitspositie van gefailleerde aangetast. Doordat voor de dividenduitkering extra leningen zijn aangegaan, zijn de korte termijnverplichtingen voor gefailleerde immers toegenomen in de vorm van extra rentebetalingen en aflossingen.”⁴⁷

44 HR 6 februari 2004, *JOR* 2004/67 en Hof Arnhem 19 februari 2002, *JOR* 2002/56 (*Reinders/Didam*).

45 Van Veen stelt mijns inziens dan ook ten onrechte dat het nieuwe art. 2:216 BW niet van toepassing zou zijn als de uitkering niet betaalbaar wordt gesteld, maar wordt verrekend met een schuld van de aandeelhouder aan de vennootschap (Van Veen 2012, p. 26). Van een uitkering is sprake zodra de voor uitkering vereiste besluitvorming – het aandeelhoudersbesluit en goedkeuringsbesluit van het bestuur – tot stand is gekomen. Dat het dividend niet betaalbaar is gesteld, maar is verrekend met een schuld van de aandeelhouder aan de vennootschap, doet daar niets aan af. Het eigen vermogen van de vennootschap is immers met de omvang van de uitkering verminderd; met alle gevolgen voor de solvabiliteit en de mogelijkheid tot het aantrekken van liquiditeiten van dien.

46 Rb. Arnhem 23 mei 2012, *RO* 2012/55 (*Hage q.q./Kelderman*).

47 Rb. Arnhem 23 mei 2012, *RO* 2012/55 (*Hage q.q./Kelderman*), r.o. 4.12.

De rechtbank oordeelde dat, nu de liquiditeit van de vennootschap geen dividend-uitkering toestond, aangenomen moest worden dat de oude en nieuwe aandeelhouder wisten, althans behoorden te weten, dat de overige schuldeisers van de BV door de dividenduitkering benadeeld zouden worden en dat het voortbestaan van de vennootschap hiermee in gevaar werd gebracht.

17.3.2.3 Financiële kengetallen en prognoses

De uitkeringstest in art. 2:216 BW is naar zijn aard een open norm die in de rechtspraak nadere invulling moet krijgen.⁴⁸ De minister heeft overwogen dat de test voornamelijk een technische exercitie is, die gevat kan worden in een formule die een concreet aanknopingspunt biedt voor het bepalen van de uitkeringsruimte.⁴⁹ Daarbij heeft hij verwezen naar een door een aantal accountants opgestelde notitie waarin een voorstel wordt gedaan voor de vaststelling van de uitkeerbare ruimte aan de hand van een aantal financiële ratio's – in het bijzonder de *quick ratio* en de operationele kasstroom.⁵⁰ De overweging van de minister miskent mijns inziens dat alle gebeurtenissen, omstandigheden en risico's die twijfel over de continuïteit van de onderneming kunnen indiceren, gewogen en ingeschat zullen moeten worden.⁵¹ Relevant zijn onder meer de geprognosticeerde omzet, winst en kasstromen, de verwachtingen ten aanzien van de markt waarin de vennootschap opereert, eventuele gerechtelijke procedures waarin de vennootschap betrokken is, de mogelijkheid om het vreemd vermogen te herfinancieren en de voorwaarden waartegen deze herfinanciering waarschijnlijk zal geschieden. Mijns inziens zou voor de beoordeling van de bij een uitkering gehanteerde prognoses inspiratie kunnen worden ontleend aan de Amerikaanse rechtspraak over de aantasting van uitkeringen op grond van *fraudulent transfer law* en aan de in Duitsland gehanteerde *Zahlungs-unfähigkeitprognose*.⁵² De prognoses moeten worden beoordeeld op hun objectieve redelijkheid en zorgvuldigheid ten tijde van de uitkering. De bestuurders en eventueel betrokken aandeelhouders zullen een zekere marge moeten aanhouden voor tegenvallers; de prognoses mogen niet grenzen aan *wishful thinking*.⁵³ Ook macro-economische ontwikkelingen die redelijkerwijs voorzienbaar zijn, en in het bijzonder de mogelijke gevolgen van die ontwikkelingen op de vermogenspositie van de vennootschap, zullen daarbij in acht moeten worden genomen. Waren de

48 Zie par. 3.8 over de voor- en nadelen van open normen.

49 *Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 10.

50 Werkgroep Fiscaal Jaarrapport, *Notitie uitkeringstoets wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht*, 5 november 2008. Zie hierover ook Waaijer 2006, p. 589.

51 Van der Zanden 2012, p. 419. Zie ook Dieleman 2012, p. 18 en Van der Zanden & Van der Zanden 2012, p. 192.

52 Zie hierover par. 6.8.2 en par. 11.7.2.4.

53 Bier en Van der Zanden hebben (mijns inziens terecht) opgemerkt: “[V]an [...] belang [is] dat men zich realiseert dat de besluitvorming rondom investeringen en de wijze waarop in de bedrijfsvoering met de marktverwachtingen rekening kan worden gehouden van een andere aard is. Wordt bij dergelijke besluitvorming uitgegaan van een te optimistische kijk dan zal het nadeel neerslaan in →

prognoses ten tijde van de uitkering echter redelijk, dan kan aan betrokkenen geen verwijt worden gemaakt, ook niet als de prognoses achteraf gezien te positief blijken te zijn geweest.

17.3.2.4 Onzekere verplichtingen

In de toelichting bij de wet Flex-BV is uitdrukkelijk overwogen dat ook verplichtingen die niet op de balans van de vennootschap kunnen worden opgenomen, relevant kunnen zijn bij de beoordeling of de vennootschap na een uitkering in staat zal zijn om aan haar opeisbare verplichtingen te blijven voldoen.⁵⁴ Dergelijke verplichtingen kunnen immers in de toekomst gevolgen hebben voor de solvabiliteit en liquiditeitspositie van de vennootschap. Mijns inziens is het vrij eenvoudig om bij de uitkeringstoets rekening te houden met verplichtingen die voortvloeien uit door de vennootschap gesloten duurovereenkomsten, zoals huur- en leaseovereenkomsten. Het is echter veel moeilijker om een verplichting te verdisconteren als onzekerheid bestaat over het bestaan of de omvang van de verplichting.⁵⁵ Hoe dient men bijvoorbeeld rekening te houden met een tegen de vennootschap aangespannen procedure waarvan de uitkomst onzeker is? Van een onzekere verplichting is eveneens sprake als men weet dat een schadeveroorzakend feit zich heeft voorgedaan waarvoor de vennootschap mogelijk aansprakelijk is, maar nog onduidelijk is wat de omvang van de eventueel te vergoeden schade zal zijn.

Deze problematiek kan worden geïllustreerd aan de hand van de rechtspraak van vóór de invoering van de Flex-BV. Zo lag bij de Rechtbank Arnhem de vraag voor of bij een uitkering voldoende rekening was gehouden met een onzekere verplichting.⁵⁶ In deze zaak had *Vastgoed BV* een geschil met eiser over de vraag of *Vastgoed* een waarborgsom zou moeten (terug)betalen aan eiser. Het gerecht in eerste aanleg had deze vraag ontkennend beantwoord, maar eiser was tegen deze beslissing in beroep gegaan. De (indirect) enig aandeelhouder en bestuurder (hierna: DGA) van *Vastgoed* wachtte de uitkomst van het hoger beroep echter niet af; vóór het arrest van het hof besloot hij tot uitkering van het resultaat en alle vrije reserves zonder daarbij rekening te houden met de mogelijkheid dat het hoger beroep ongunstig voor *Vastgoed* zou uitpakken. Toen het hof vervolgens oordeelde dat de waarborgsom tóch moest worden voldaan, bood *Vastgoed* daarvoor geen verhaal. In de procedure die eiser tegen de DGA van *Vastgoed* aanhangig maakte, oordeelde de

een negatief resultaat dat ten laste van de verschaffers van het eigen vermogen komt. Voor besluitvorming omtrent winstuitkering en andere betalingen ten laste van het eigen vermogen aan aandeelhouders komen de gevolgen van onjuiste besluitvorming uiteindelijk ten laste van de schuldeisers.” (Bier & Van der Zanden 2007, p. 13).

54 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 71.

55 Het is soms niet mogelijk een voorziening te treffen voor een onzekere verplichting, zie Beckman & Krens 2010, § 4.6.6 en § 4.7 en Rickford 2006, p. 162.

56 Rb. Arnhem 12 oktober 2010, *LJN* BO1632 (*Vastgoed BV*).

Rechtbank Arnhem dat de DGA had moeten uitgaan van de verschuldigdheid van de waarborgsom zolang over de geldigheid daarvan niet onherroepelijk was beslist.

In een zaak die diende voor de Rechtbank Almelo lag de spiegelbeeldige situatie voor: daarin bestond op het moment van uitkering geen onzekerheid over *het bestaan* van een verplichting, maar over *de omvang* daarvan.⁵⁷ In deze zaak had eiser door een bedrijfsongeval schade geleden aan zijn hand waarvoor hij in 2003 *Dru Stainless Steel Products BV (Dru)* aansprakelijk stelde. De door eiser geleden schade werd aanvankelijk begroot op 15.000 euro, waarna *Dru* een voorziening trof voor 20.000 euro. Enige tijd later bleek de schade van eiser maar liefst 123.000 euro te bedragen. Toen eiser *Dru* van de hogere schade op de hoogte stelde, was *Dru* echter reeds overgegaan tot uitkering van alle vrije reserves en had zij haar activiteiten beëindigd. *Dru* bood daarom slechts verhaal voor de voorziening van € 20.000. Eiser trachtte vervolgens de DGA van *Dru* aan te spreken vanwege de uitkering. De rechtbank overwoog echter dat de door *Dru* getroffen voorziening op het moment van de uitkering redelijk maar niet (te) ruim moest worden geacht, en dat daarom geen ernstig verwijt aan het adres van de DGA kon worden gemaakt.

De zaken *Vastgoed* en *Dru* illustreren dat het verrichten van uitkeringen op een moment dat onduidelijkheid bestaat over een verplichting van de vennootschap, tot lastige vragen aanleiding kan geven. Ik merk op dat in beide zaken sprake was van een ‘definitieve uitkering’, in die zin dat de activiteiten van de vennootschap werden beëindigd (of overgeheveld naar een andere vennootschap), zodat de resterende crediteuren volledig waren aangewezen op hetgeen de aandeelhouders bij wijze van voorziening in de vennootschap ‘achterlieten’. Mijns inziens mag bij een dergelijke uitkering een hoge mate van zorgvuldigheid worden verwacht van de betrokken bestuurders en aandeelhouders. Bij een (feitelijke) liquidatie van de activiteiten dient naar mijn mening in die zin reflexwerking aan de faillissementswet te worden toegekend, dat uitkering van het restant aan de aandeelhouders slechts mogelijk is indien over onzekere (of betwiste) vorderingen onherroepelijk is beslist. Als de activiteiten van de vennootschap na de uitkering worden voortgezet ligt de zaak in mijn ogen anders; men zal dan – mogelijk op basis van juridisch advies – een realistische inschatting moeten maken van de kans dat de onzekere verplichting daadwerkelijk een verplichting zal worden en van de omvang van deze verplichting. Daarbij moet een (voor de crediteur) veilige marge gehanteerd worden.

17.3.2.5 Het toetsmoment: de daadwerkelijke uitkering

Tot de flexibilisering van het BV-recht dienden uitkeringen op het moment van het uitkeringsbesluit van de AVA te worden getoetst aan art. 2:216 (oud) BW. De wet schreef geen maximale termijn voor waarbinnen de daadwerkelijke (betaalbaarstelling

⁵⁷ Rb. Almelo 2 februari 2011, RO 2011, 36 (*Dru BV*).

van de) uitkering moest plaatsvinden na de besluitvorming. Daarom lag er regelmatig een ruime tijdsperiode tussen het uitkeringsbesluit en de daadwerkelijke uitkering. Ook in het huidige art. 2:216 BW – zoals dat geldt sinds 1 oktober 2012 – is geen maximale termijn opgenomen waarbinnen een uitkering na de besluitvorming moet plaatsvinden.⁵⁸ Uit de parlementaire geschiedenis bij de wet Flex-BV blijkt evenwel dat het moment van de (betaalbaarstelling van de) daadwerkelijke uitkering als peildatum geldt voor de uitkeringstest. De minister heeft overwogen dat voor de aansprakelijkheid van bestuurders ex art. 2:216 lid 3 BW “steeds beslissend [is] het moment waarop het bestuur het dividend betaalbaar stelt”.⁵⁹ Als het bestuur op het moment van de betaalbaarstelling op de hoogte is van nieuwe omstandigheden die ertoe leiden dat de vennootschap na de uitkering alsnog in betalingsproblemen komt, dient het af te zien van de uitkering en zijn goedkeuringsbesluit te “herzien”.⁶⁰ Hieruit vloeit volgens de minister voort dat het bestuur “uitsluitend goedkeuring kan verlenen onder de voorwaarde dat op het moment van uitkering de betalingsonmacht zich niet zal voordoen”.⁶¹

Begrijp ik deze overwegingen van de minister goed, dan komt de (definitieve) goedkeuring door het bestuur dus pas tot stand op het moment van de betaalbaarstelling c.q. daadwerkelijke uitkering. De Nederlandse regeling lijkt op dit punt dus op de Duitse benadering.⁶² Zolang de daadwerkelijke uitkering niet heeft plaatsgevonden, is geen sprake van afgeronde besluitvorming, en beschikt de

58 Een houdbaarheidstermijn in art. 2:216 BW is bepleit door Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 112, Bier 2008, p. 209 en De Weijs & Barneveld 2010, p. 38-47.

59 *Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. C, p. 14.

60 *Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 11. Indien de betaalbaarstelling kort op het goedkeuringsbesluit volgt, zal kunnen worden volstaan met één uitvoering van de uitkeringstest (ten tijde van de goedkeuring). Indien de periode tussen de goedkeuring en de daadwerkelijke uitkering langer is, zal het bestuur de uitkering op het moment van betaalbaarstelling (nogmaals) aan de uitkeringstest willen onderwerpen. In de toelichting is opgemerkt dat als de jaarrekening met inachtneming van het voorgestelde dividend wordt vastgesteld op basis van een continuïteitsveronderstelling in de zin van art. 2:362 lid 2 BW, het bestuur ten tijde van de betaalbaarstelling zal moeten nagaan of zich sinds de vaststelling van de jaarrekening gebeurtenissen hebben voorgedaan die een risico vormen voor de continuïteit van de onderneming (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 10). In dat kader kan het raadzaam zijn om bij wijze van uitzondering de vermogensopstelling te actualiseren (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 8). Overigens meen ik dat men terughoudend zou moeten zijn bij het leggen van verbanden tussen de continuïteitsveronderstelling in de jaarrekening en de uitkeringstoets (vgl. Beckman 2012, p. 632-636 en Van der Zanden & Van der Zanden 2012, p. 194).

61 De minister overweegt: “Ik acht dit niet onredelijk tegenover de aandeelhouders. Zij moeten er tot de daadwerkelijke uitkering rekening mee houden dat het wettelijke systeem ertoe kan leiden dat de goedkeuring geweigerd wordt en dat het eerder genomen besluit van de algemene vergadering geen gevolgen krijgt. [...] Wanneer het belang van de aandeelhouders botst met het belang van de schuldeisers, gaat het belang van de laatste groep voorop.” (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 11-12).

62 Zie par. 11.4.3.

aandeelhouder daarom niet over een dividendvordering die voor verrekening of in faillissement voor verificatie in aanmerking komt.⁶³ Ook als het bestuur op een moment dat continuïteitsproblemen voorzienbaar zijn tóch overgaat tot betaalbaarstelling (en dus definitieve goedkeuring verleent), gaan de aandeelhouders niet zonder meer vrijuit. Art. 2:216 lid 3 BW voorziet in een terugbetalingsverplichting voor de aandeelhouder die *op het moment dat hij de uitkering ontvangt*, weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap in betalingsproblemen zal raken.⁶⁴ De uitkeringsregeling haakt sinds 1 oktober 2012 kortom aan bij het moment van de daadwerkelijke uitkering.

17.3.2.6 Het toetsmoment bij ‘terugleen-constructies’

Hierdoor rijst echter de belangrijke vraag wat precies dient te worden verstaan onder de ‘daadwerkelijke uitkering/betalbaarstelling’. Op welk moment vindt bijvoorbeeld de daadwerkelijke uitkering plaats als het bestuur na het AV-besluit het bedrag van de uitkering in rekening-courant boekt?⁶⁵ De overwegingen van de minister lijken te impliceren dat de daadwerkelijke uitkering pas plaatsvindt op het moment dat de schuld in rekening-courant wordt voldaan, bijvoorbeeld door betaling of verrekening. Ik acht echter ook verdedigbaar dat reeds de boeking in rekening-courant moet worden aangemerkt als de definitieve goedkeuring door het bestuur, en dus als het moment van de daadwerkelijke uitkering, zodat de aandeelhouder daardoor een (reguliere) vordering op de vennootschap krijgt. Ook als het dividend wel degelijk wordt uitbetaald, maar de aandeelhouder de uitgekeerde middelen *per direct* terugleent aan de vennootschap, heeft mijns inziens in beginsel de daadwerkelijke uitkering plaatsgevonden, en beschikt de aandeelhouder over een vordering op de vennootschap.

De voorgaande benadering heeft tot gevolg dat een aandeelhouder door vennootschappelijke besluitvorming een vordering op de vennootschap kan creëren, ook indien winst ontbreekt en de vennootschap niet over enig eigen vermogen beschikt.⁶⁶ Zo kan een aandeelhouder regelmatig besluiten tot omvangrijke uitke-

63 Ik zou – met Stokkermans – menen dat voor alle uitkeringen aan aandeelhouders geldt dat zij ontstaan door hun opeisbaar worden (zie Stokkermans 2012, voetnoot 15). Een dividend is een burgerlijke vrucht in de zin van art. 3:9 lid 2 BW. Lid 4 van datzelfde artikel bepaalt dat “een burgerlijke vrucht een zelfstandig recht [wordt] door haar opeisbaar worden”.

64 Zie daarover nader par. 17.6.2 hierna. Dortmond leidt uit de toelichting bij de *Tweede Nota van Wijziging* bij de wet Flex-BV af dat de wetenschap van de aandeelhouder getoetst dient te worden ten tijde van het nemen van het uitkeringsbesluit, en geeft daarbij aan dat deze regel ook zijn voorkeur zou hebben (Dortmond 2009, p. 200-203). In het licht van de formulering van art. 2:216 lid 3 BW, en de overwegingen in de (later verschenen) *Memorie van Antwoord* aan de Eerste Kamer, zou ik echter menen dat het moment van de daadwerkelijke uitkering bepalend is.

65 Zie bijvoorbeeld Rb. Den Haag 9 januari 2013, *JOR* 2013/96 (*Berntsen q.q./Van Noorden*).

66 Zie par. 17.3.1.

ringen, ook als daadwerkelijke uitbetaling van het dividend op dat moment niet mogelijk is, opdat het vermogen op een later moment kan worden onttrokken doordat de vennootschap betalingen verricht ter ‘aflossing’ van de ‘schuld’ aan de aandeelhouder. Voor zover het niet mogelijk is om de ‘schuld’ voor faillissement te doen aflossen, kan de aandeelhouder trachten zijn vordering ter verificatie bij de curator in te dienen. Hierdoor zou de aandeelhouder zijn *exposure* in een mogelijk faillissement aanzienlijk kunnen beperken.

Is een dergelijke praktijk in strijd met art. 2:216 BW? Men zou kunnen betogen dat dit niet het geval is, omdat door de teruglening de uitkering geen (directe) gevolgen heeft voor de liquiditeitspositie van de vennootschap. Met name als geen afspraken worden gemaakt over de momenten van aflossing en de vennootschap geen rente over de lening verschuldigd is, zou men kunnen betogen dat de transactie geen gevolgen heeft voor de mogelijkheid van de vennootschap om aan haar opeisbare verplichtingen te blijven voldoen. Beter verdedigbaar acht ik de zienswijze dat een dergelijke uitkering wel degelijk in strijd is met art. 2:216 BW, voor zover wordt vastgesteld dat de vennootschap in continuïteitsproblemen zou zijn geraakt als zij op het moment van de besluitvorming en teruglening *wel* tot daadwerkelijke uitbetaling van het dividend zou zijn overgegaan (en het uitgekeerde vermogen dus niet door de aandeelhouder was teruggeleend). Was de vennootschap bijvoorbeeld in staat geweest om bij een onafhankelijke derde krediet aan te trekken om de uitkering te financieren, dan moet de door de aandeelhouder verstrekte (terug)lening worden aangemerkt als een reguliere aandeelhouderslening. Was de vennootschap echter op het moment van de uitkering en teruglening bij een daadwerkelijke uitbetaling van de uitkering voorzienbaar in continuïteitsproblemen gekomen, dan was de uitkering mijns inziens in strijd met art. 2:216 BW. In dat geval moet de vordering van de aandeelhouder niet worden toegelaten in het faillissement van de vennootschap. Heeft de vennootschap voor faillissement betalingen verricht ter ‘aflossing’ van de ‘schuld’ aan de aandeelhouder, dan kunnen deze worden teruggevorderd indien op het moment van ontvangst van deze betalingen de aandeelhouder wist of behoorde te weten dat de vennootschap daarna niet zou kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden.

17.4 Overige vennootschapsrechtelijke grenzen aan uitkeringen

17.4.1 Uitsluitend toetsen aan het crediteurenbelang?

In de *Eerste Nota van Wijziging* bij de wet Flex-BV is door de toevoeging van het woord “slechts” aan de tweede zin van art. 2:216 lid 2 BW benadrukt dat het bestuur uitsluitend zijn goedkeuring aan een uitkering mag onthouden, als het meent dat deze in strijd is met de uitkeringstoets; ofwel als het bestuur voorziet dat de vennootschap daarna niet zal kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare

schulden, zodat de uitkering zal leiden tot benadeling van crediteuren.⁶⁷ Buiten deze exclusieve toets komt aan het bestuur geen discretionaire bevoegdheid toe. Volgens de minister wordt hierdoor geen afbreuk gedaan aan het uitgangspunt dat het bestuur zich bij de uitvoering van zijn taak moet richten op het vennootschappelijk belang, nu dat belang gericht zou zijn op de continuïteit van de onderneming op de lange termijn. Door de belangen van de aandeelhouders af te wegen tegen de belangen van de schuldeisers, zou de continuïteit op de lange termijn worden gewaarborgd.⁶⁸ De werknemers van de vennootschap blijven volgens de minister bij deze benadering evenmin in de kou staan; hun salarissen zijn immers opeisbare schulden van de vennootschap waarmee het bestuur rekening heeft te houden bij zijn medewerking aan een uitkering (of een ‘uitkeringsinstructie’).⁶⁹

17.4.2 De rol van het vennootschappelijk belang bij uitkeringen

De hiervoor besproken benadering van de minister miskent mijns inziens het onderscheid tussen het belang van de vennootschapscrediteuren en het vennootschappelijk belang.⁷⁰ Ingevolge vaste rechtspraak van de Hoge Raad en het op 1 januari 2013 geïntroduceerde vijfde lid van art. 2:129/239 BW, behoort het bestuur bij de vervulling van zijn bij wet of statuten opgedragen taken het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming voorop te stellen.⁷¹ Over de precieze betekenis van het begrip ‘vennootschappelijk belang’ is het nodige gezegd en

67 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 7, p. 7. De wijziging is ingegeven door een opmerking van Buijn op het *Ondernemingsrecht Congres* van vrijdag 9 november 2007. Buijn stelde: “Het bestuur heeft kennelijk een discretionaire bevoegdheid die het naar eigen inzicht kan invullen om al dan niet de instemming te verlenen, maar moet in één geval de instemming weigeren. En dat leidt tot een veel te ruime bevoegdheid van het bestuur. Zeker binnen concernverband kunnen onaanvaardbare situaties ontstaan. De concernmoeder wordt dan afhankelijk van wat de dochterdirectie vindt.” Zie het verslag van de discussie in de congresbundel (Maeijer e.a. 2008, p. 139).

68 *Kamerstukken I*, 31 058, nr. E, p. 15.

69 De minister heeft overwogen dat deze beperkte uitleg van het begrip vennootschappelijk belang niet alleen geldt bij formele uitkeringen, maar tevens bij alle instructies van aandeelhouders “die verband houd[en] met het doen van uitkeringen” (*Kamerstukken I*, 31 058, nr. E, p. 15). Sinds de herziening van art. 2:239 lid 4 BW kunnen de statuten bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een ander orgaan van de vennootschap – dus ook de AV. Overigens is onduidelijk wat de wetgever precies verstaat onder ‘uitkeringsinstructies’. Kwalificeert een instructie van een aandeelhouder tot het verstrekken van financiële steun bijvoorbeeld als zodanig? En wat geldt voor de instructie van de aandeelhouder om namens de vennootschap leningen aan te trekken om een dividend te kunnen financieren? Moet de toelichting zo worden begrepen dat het bestuur gehouden is dergelijke instructies op te volgen zolang betalingsproblemen niet voorzienbaar zijn, ook als het belang van de vennootschap noopt tot een andere aanwending van de middelen?

70 Ik wees hier eerder op in Barneveld 2009. Vgl. De Savornin Lohman 2009, p. 141-145, Kaemingk 2012, p. 498, Boschma & Schutte-Veenstra 2012b, par. 3.2, Lennarts 2012, p. 181-183 en Borrius 2013, par. 3.3.

71 HR 1 april 1949, *NJ* 1949, 465 (*Doetinchemse Ijzergieterij*), HR 13 juli 2007, *JOR* 2007/178 (*ABN-Amro*) en HR 9 juli 2007, *JOR* 2010/228 m.nt. Van Ginneken (*ASMI*), r.o. 4.4.1. Wet van 6 juni 2011, *Stb.* 2011, 275, waarover Huizink 2013.

geschreven.⁷² In de visie van Maeijer, door Mendel aangemerkt als de ‘holistische benadering’, staat daarbij primair de continuïteit van de vennootschap centraal. Volgens deze leer kan het vennootschappelijk belang worden onderscheiden van andere belangen en speelt het als zodanig een eigen rol. Waar nodig, moet het worden afgewogen tegen deze andere belangen.⁷³ Het gaat volgens Maeijer om “het belang dat de vennootschap heeft bij haar eigen gezonde bestaan, uitgroei en voortbestaan met het oog op het door haar te bereiken doel”.⁷⁴ Volgens de ‘resultanteleer’, zoals voorgestaan door Van der Grinten, behelst het vennootschappelijk belang niet een eigen en te onderscheiden belang, maar is dat gelijk aan de resultante van de bij de vennootschap betrokken belangen, waarbij aan de hand van de omstandigheden van het geval wordt bepaald welk deelbelang in het concrete geval doorslaggevend is. In de resultanteleer komt daarom duidelijker tot uitdrukking dat het vennootschappelijk belang altijd moet kunnen worden herleid tot de belangen van de partijen die bij de door de vennootschap gedreven onderneming betrokken zijn.

Het verschil tussen de holistische benadering en resultanteleer moet evenwel niet worden overschat. De belangen van de bij de vennootschap betrokken personen zullen immers in de regel het beste gediend zijn met het voortbestaan van de vennootschap. Dat dit onder omstandigheden ook anders kan liggen, en dat daarom de instandhouding van de vennootschap en de door haar gedreven onderneming nooit een doel op zich kan zijn, wordt ook onderkend door Maeijer, die benadrukt dat het zelfstandige karakter van het vennootschappelijk belang verbleekt bij verliesgevendheid van de onderneming, en minder pregnant naar voren treedt bij kleine vennootschappen en ondernemingen.⁷⁵ Het staat de aandeelhouders van een BV immers in beginsel vrij om de vennootschap te ontbinden en haar vermogen te vereffenen.⁷⁶ Het Duitse *Bundesgerichtshof* heeft in gelijke zin overwogen dat een vennootschap niet zonder meer een ‘recht’ heeft op haar eigen voortbestaan.⁷⁷

De wijze waarop de belangen van de bij de vennootschap betrokken personen moeten worden afgewogen is sterk afhankelijk van de concrete omstandigheden van het geval. In de *Memorie van Toelichting* bij de wet Flex-BV is overwogen dat “bij kleine vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders [...] het vennootschappelijk belang dichter [zal] liggen bij het belang van de aandeelhouders dan bij een grote vennootschap met veel werknemers en maatschappelijke belangen”.⁷⁸

72 Zie bijvoorbeeld Mendel & Oostwouder 2013, Van Andel 2013, Eijsbouts & Kemp 2012, *Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009, nr. 394-395, Timmerman 2009 en in reactie daarop De Kluiver 2009.

73 Maeijer 2000, p. 388.

74 Maeijer 1964, p. 2.

75 Maeijer 2000, p. 388.

76 Art. 2:19 lid 1 sub a BW.

77 Zie over deze uitspraak van het BGH par. 13.2.2.3 en par. 13.3.4.2.

78 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 3.

Enigszins anders geformuleerd zou ik menen dat het zelfstandige belang van de vennootschap meer naar de voorgrond treedt naarmate de door de vennootschap gedreven onderneming groter is en daarbij meer belanghebbenden bestaan, ofwel als de onderneming een meer geïnstitutionaliseerd karakter draagt.⁷⁹ Het belang van de vennootschap bij haar eigen continuïteit op de lange termijn neemt in dat geval toe ten behoeve van al haar *stakeholders*, zoals haar werknemers, leveranciers en afnemers. Het gaat dan niet alleen om de belangen van de verschillende *stakeholders* in hun hoedanigheid van schuldeiser, maar ook om hun belang bij het voortbestaan van de vennootschap vanwege hun *firm specific investment* (zie par. 3.6).⁸⁰ Veel *stakeholders* hebben niet alleen belang bij de voldoening van hun opeisbare vorderingen, maar met name bij voortduring van hun relatie met de vennootschap.

In het licht van het voorgaande mogen de formulering van art. 2:216 BW, en in het bijzonder de toelichting bij het wetsvoorstel Flex-BV, opmerkelijk heten. Het is goed mogelijk dat een uitkering niet in strijd is met de uitkeringstoets – kortom; niet op afzienbare termijn zal leiden tot continuïteitsproblemen – maar wel degelijk in strijd is met het vennootschappelijk belang. Wat wordt bijvoorbeeld verwacht van het bestuur als de vennootschap na een voorgenomen uitkering over onvoldoende middelen zal beschikken om de investeringen te doen die naar het oordeel van het bestuur noodzakelijk zijn om de strategische doelstellingen te verwezenlijken teneinde de levensvatbaarheid van de onderneming op langere termijn te garanderen? Mag het bestuur een uitkering weigeren als deze uitsluitend kan worden gefinancierd door de verkoop van cruciale activa of door gedwongen afscheid te nemen van een grote groep werknemers?⁸¹ Uit het feit dat het bestuur primair de verantwoordelijkheid draagt voor de strategie van de vennootschap zou mijns inziens moeten volgen dat het deze strategie (en de financierbaarheid daarvan)

79 Vgl. Van der Heijden/Van der Grinten 1992, nr. 231: “Het belang van anderen dan aandeelhouders zal zwaarder wegen naarmate het personeelsbestand van de vennootschap groter is en haar economische activiteiten meer omvattend zijn. [...] Moeilijk is denkbaar, dat het ‘vennootschappelijk belang’ een beslissing zou eisen, die de belangen van de kapitaaldeelnemers blijvend schaadt. Zeer wel is echter denkbaar, dat het vennootschappelijk belang tot een beslissing voert, die niet in overeenstemming is met de wensen van de aandeelhouders, die niet strookt met hun direct persoonlijk belang, die in strijd is met belangen van een groep van aandeelhouders.” Van der Sangen 2003, p. 33, merkt op: “[H]et belang van de BV loopt bij deze vormen van samenwerking [quasi-vof of *joint venture* – JB] als hoofdregel parallel met de belangen van de samenwerkende partners (aandeelhouders/ondernemers). Dit is slechts anders indien de onderneming dermate groot is geworden, als het ware ‘vermaatschappelijkt’, dat het bestuur ook rekening moet houden bij haar beslissingen met andere stakeholders, zoals crediteuren en/of werknemers.” Zie ook Meijer 2012, p. 131.

80 Zie kennelijk anders Van der Sangen 2012, p. 64, die meent dat de belangen van de crediteuren geen onderdeel (zouden moeten) uitmaken van het vennootschappelijk belang.

81 Lennarts 2012, p. 182.

ook in zijn besluitvorming over vermogensonttrekkingen moet betrekken.⁸² Bij de eenpersoons-BV zal de strategie van de vennootschap in hoge mate worden bepaald door de belangen van de aandeelhouder, maar als de vennootschap een meer geïnstitutionaliseerde onderneming drijft, is dat niet zonder meer het geval. Mijns inziens dienen bestuurders daarom geen medewerking te verlenen aan uitkeringen die de strategie onmogelijk maken, en dus het belang van de vennootschap schaden.

Overigens bestaat er ook een meer praktisch argument voor een ruimere discretionaire bevoegdheid voor het bestuur bij uitkeringen. Zoals in hoofdstuk 3 aan bod kwam, is het niet ongebruikelijk dat banken en andere kredietverstrekkers in kredietovereenkomsten het doen van uitkeringen door de kredietnemer contractueel aan banden leggen.⁸³ Het bestuur gaat namens de vennootschap de kredietovereenkomst aan en is dus het orgaan dat de vennootschap aan de beperking committeert. Gelet op de formulering van art. 2:216 lid 2 BW rijst de vraag of het bestuur de vrijheid heeft om de vennootschap te binden aan een overeenkomst waarin strengere eisen aan uitkeringen worden opgelegd dan de toets vervat in art. 2:216 lid 2 BW.⁸⁴ Mag het bestuur bijvoorbeeld – in het belang van de vennootschap – een kredietovereenkomst aangaan waarin is vastgelegd dat uitkeringen louter zijn toegestaan als de vennootschap na een uitkering aan een bepaalde solvabiliteitsratio voldoet? Een positief antwoord op deze vraag lijkt mij wenselijk, maar volgt niet zonder meer uit de huidige regeling en de toelichting daarbij.

17.4.3 De rol van de redelijkheid en billijkheid bij uitkeringen

Anders dan het bestuur, mogen aandeelhouders zich naar Nederlands recht in beginsel richten op hun eigen belang. Deze hoofdregel wordt algemeen afgeleid uit een drietal arresten dat de Hoge Raad ruim een halve eeuw geleden wees en is voor

82 Bier heeft dienaangaande overwogen: “Een besluit van het bestuur om niet een uitkering van winst of reserves te steunen kan gebaseerd zijn op een geheel verdedigbare financiële strategie, die kan zien op een veel langere termijn dan welke een aandeelhouder in zijn hoofd heeft. Ik memoreer hierbij dat het dividendbeleid in een veel breder verband moet worden gezien, en moet zijn afgestemd op de gehele financiering van de vennootschap, inclusief de benodigde financiering voor de toekomst. Alleen de vraag of de vennootschap na een uitkering nog aan haar verplichtingen kan voldoen is voor bepaalde vennootschappen dan ook niet voldoende.” (Bier 2007b, p. 114). Zie ook Bier 2012, p. 184. Ook Brink constateert dat zeggenschap ten aanzien van de (aanwending van de) winst, in feite zeggenschap over de strategie is. (Brink 2009, p. 60).

83 Zie par. 3.4.4.

84 Voor zover het bestuur deze vrijheid niet zou hebben, heeft deze beperking vanzelfsprekend geen externe gevolgen: zij doet niets af aan de afspraken die het bestuur namens de vennootschap heeft gemaakt met de kredietverstrekker; er is immers geen sprake van een uit de wet voortvloeiende beperking van de vertegenwoordigingsbevoegdheid.

de beursvennootschap tevens neergelegd in de *Corporate Governance Code*.⁸⁵ De vrijheid van de aandeelhouder om zijn eigen belangen te bevorderen is echter niet onbegrensd: hij is onderworpen aan de norm van redelijkheid en billijkheid voortvloeiende uit art. 2:8 BW.⁸⁶ Niet alleen de uitoefening van de bij wet of statuten aan de aandeelhouder toegekende bevoegdheden kan worden getoetst aan de redelijkheid en billijkheid, maar ook ander gedrag van de aandeelhouder jegens de vennootschap.⁸⁷

Naast de traditionele interpreterende, aanvullende en corrigerende functies, zijn de redelijkheid en billijkheid in het vennootschapsrecht steeds meer een gedrags-regulerende rol gaan vervullen.⁸⁸ In de kern vergen de redelijkheid en billijkheid van de aandeelhouder dat hij zijn eigen belang afweegt tegen de gerechtvaardigde belangen van de andere bij de vennootschap betrokken personen, waarbij zijn eigen belang weliswaar een gewichtige rol mag spelen, maar hij de belangen van de andere betrokkenen na de afweging ontziet als deze anders onevenredig zouden worden geschaad.⁸⁹ Het gaat hierbij om de belangen van eventuele medeaandeelhouders, werknemers en crediteuren, die in de regel tot uitdrukking komen in het vennootschappelijk belang.

De mate waarin een aandeelhouder met de belangen van de overige *stakeholders* rekening moet houden, is ten eerste afhankelijk van zijn zeggenschapspositie binnen de vennootschap. Naarmate de aandeelhouder een grotere stem heeft in de AV, en

85 Zo volgt uit HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (*Wennex*); HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (*Melchers*); HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (*Aurora*). In preambule 9 van de *Code Frijns* wordt overwogen dat aandeelhouders in beginsel niet gebonden zijn aan het richtsnoer van het vennootschappelijk belang en in beginsel – en binnen het kader van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid – hun eigen belangen mogen nastreven.

86 Zo overweegt Maeijer: “Naar mijn inzicht mag de aandeelhouder bij het uitoefenen van zijn zeggenschapsrecht in beginsel zijn eigen belang behartigen doch kent ook deze bevoegdheid haar grenzen, in het bijzonder daar waar de aandeelhouder hierbij andere belangen zoals het belang van zijn mede-aandeelhouders of dat van vennootschap en onderneming, onevenredig zou schaden en aldus naar redelijkheid niet tot die uitoefening had kunnen komen.” (Maeijer 2000, p. 386). Ook Schouten benadrukt in zijn proefschrift dat uit de hiervoor aangehaalde arresten niet kan worden afgeleid dat aandeelhouders altijd in hun eigen belang mogen handelen, zonder daarbij beperkt te worden door de redelijkheid en billijkheid (Schouten 2012, p. 221-222). Aldus ook Huizink, *Groene Serie Rechtspersonen* 2011, art. 2:8 BW, aantekening 2. Algemeen wordt aangenomen dat bij de vaststelling van wat de redelijkheid en billijkheid eisen, niet alleen dient te worden aangesloten bij art. 3:12 BW, maar tevens inspiratie kan worden ontleend aan art. 3:13 BW inzake misbruik van bevoegdheid, zie ook Koelemeijer 1999, p. 31-45.

87 Slagter heeft betoogd dat in tegenstelling tot de AV, de *individuele* aandeelhouder niet gebonden zou zijn aan de regels van de redelijkheid en de billijkheid (Slagter 2012a). De Jongh heeft deze stelling (mijns inziens overtuigend) bestreden (De Jongh 2012 met naschrift van Slagter 2012b).

88 Zie over de ontwikkeling van de redelijkheid en billijkheid binnen het vennootschapsrecht, mede in het licht van het evenredigheidsbeginsel, De Jongh 2011, p. 608-618.

89 Vgl. De Jongh 2011, p. 608-618, *Asser/Maeijer 2-II* 1997, nr. 46 en Van Schilfgaarde/Winter 2009, nr. 67 onder c. Vgl. art. 3:13 lid 2 BW.

dus een grotere invloed kan uitoefenen op de besluitvorming en de gang van zaken binnen de vennootschap, rust op hem een grotere verantwoordelijkheid jegens de vennootschap.⁹⁰ Hetzelfde geldt voor de aandeelhouder die door aanwending van zijn feitelijke macht over het bestuur of door gebruikmaking van een statutair instructierecht, een hoge mate van controle uitoefent over het beleid van de vennootschap.⁹¹ Daarnaast is relevant in welke mate de belangen van derden in het geding zijn. Is sprake van een omvangrijke, geïnstitutionaliseerde onderneming of juist van een eenpersoonsvennootschap zonder werknemers? Met name als het handelen van de aandeelhouder invloed heeft op de continuïteit van de onderneming op korte of lange termijn, zal hij niet zonder meer voorbij kunnen gaan aan de gerechtvaardigde belangen van deze derden.⁹² Hieruit vloeit mijns inziens voort dat een aandeelhouder bij een vermogensonttrekking niet altijd voorbij kan gaan aan het zelfstandige belang van de vennootschap. Als er sprake is van een grote, geïnstitutionaliseerde onderneming, volgt uit art. 2:8 BW dat een aandeelhouder zich zal moeten onthouden van vermogensonttrekkingen die ernstig in strijd zijn met de strategie van de vennootschap. Dit uitgangspunt lees ik ook in de eindbeschikking van de OK in de *PCM*-procedure.⁹³

17.4.4 *Vermogensonttrekkingen in strijd met het vennootschappelijk belang en art. 2:8 BW: de PCM-beschikking*

17.4.4.1 De casus

PCM Uitgevers NV was uitgever van kranten, dagbladen en boeken.⁹⁴ Haar aandelen werden gehouden door drie ideële stichtingen die bijzondere zeggenschapsrechten hadden ten aanzien van de door *PCM* uitgegeven kranten. In 2004 werd *PCM* ten dele overgenomen door het *private equity*-fonds *Apax*. Het motief om deze Britse investeerder in de onderneming te doen participeren was gelegen in de door het bestuur van *PCM* voorgestane strategie van basisverbreding; *PCM* beoogde acquisities te doen op de uitgeversmarkt en zocht voor de financiering

90 Aldus ook Huizink 2013, par. 3. Dit komt ook tot uitdrukking in de *Code Frijns*; in het slot van genoemde preambule 9 wordt aangegeven dat de verantwoordelijkheid van aandeelhouders tegenover de vennootschap, minderheidsaandeelhouders en andere bij de vennootschap betrokkenen groter zal zijn naarmate zij een groter belang in de vennootschap houden.

91 Assink heeft opgemerkt dat “verantwoord aandeelhouderschap” vereist dat in een situatie waarin een meerderheidsaandeelhouder een vennootschap via het bestuur daadwerkelijke feitelijk controleert, die meerderheidsaandeelhouder dient te waken over de gerechtvaardigde belangen van de vennootschap (Assink 2009, p. 107).

92 Van der Sangen 2003, p. 31.

93 OK 10 januari 2008, *JOR* 2008/39, *Ondernemingsrecht* 2008/37 (*PCM I*) en OK 27 mei 2010, *JOR* 2010/189, *Ondernemingsrecht* 2010/91 (*PCM II*). Zie over de zaak ook Kaemingk 2012, Mol 2010, Barneveld 2009a en Schoordijk 2009.

94 Korthedshalve wordt de casus *PCM* hierna sterk vereenvoudigd weergegeven. Voor een uitgebreide weergave van de feiten zij men verwezen naar het onderzoeksrapport.

daarvan een kapitaalkrachtige partner. Daarnaast wilde *PCM* een aantal preferente aandeelhouders uitkopen, nu deze in 2006 op grond van een statutaire bepaling recht zouden krijgen op een aanzienlijk deel van de winst.⁹⁵ De overname werd vormgegeven als een *leveraged buyout* (LBO), waarbij de aandeelhoudende stichtingen hun meerderheidsbelang in *PCM* aan een door *Apax* opgerichte acquisitievennootschap (*Holding*) verkochten en overdroegen. *Holding* werd (nagenoeg uitsluitend) gefinancierd met door haar aandeelhouders verstrekte leningen. Zoals gebruikelijk in de *private equity*-industrie werd de overige financiering van de transactie door middel van een *debt-push-down* voor rekening van *PCM* gebracht. Dit hield in dat *PCM* en haar dochtermaatschappijen bankleningen aangingen en in het kader daarvan zekerheden vestigden op hun activa. Vervolgens keerden de dochtervennootschappen hun volledige vrije reserves uit aan *PCM*, die op haar beurt een lening verstrekte aan haar nieuwe aandeelhouder: *Holding*.⁹⁶ Tot slot voldeed *Holding* met de zo verworven middelen de koopprijs van de aandelen aan de verkopende stichtingen.

Reeds kort na de toetreding van *Apax* bleek dat de door *PCM* beoogde acquisities geen doorgang konden vinden, onder meer omdat *Apax* niet bereid was de daarvoor benodigde middelen te fourneren. In de loop van 2006 werd vervolgens duidelijk dat de visies van *Apax* en de stichtingen over de toekomst van *PCM* in toenemende mate begonnen te divergeren, en daarom verkocht *Apax* haar belang terug aan de stichtingen. Op dat moment was de vermogenspositie van *PCM* zorgwekkend, terwijl *Apax* zich kon verheugen in een mooi rendement over de periode van haar deelname.

17.4.4.2 Het oordeel van de Ondernemingskamer

De vakbonden verzochten de OK om een onderzoek te gelasten naar de gang van zaken rondom de participatie van *Apax* en legde aan dat verzoek onder meer ten grondslag dat de aandeelhouders van *PCM* wel hadden gevaren ten koste van het vennootschappelijke belang van *PCM*. De OK gelastte het verzochte onderzoek (mede) omdat “de vraag [was] gerezen of de betrokkenheid van *Apax* bij *PCM*, inclusief de beëindiging daarvan, in het vennootschappelijke belang van *PCM* was en dat belang mogelijk [had] geschaad”. Na een kritisch onderzoeksrapport verzochten de vakbonden de OK om vast te stellen dat er sprake was geweest van wanbeleid en een aantal voorzieningen te treffen. In haar eindbeschikking stelde de OK voorop dat de effectuering van een LBO steeds gepaard gaat met een

95 De enquête-onderzoekers concluderen dat de overname tevens wenselijk werd geacht vanwege de moeizame verhoudingen tussen het bestuur van *PCM* en de bestuurders van de stichtingen.

96 Het bedrag van de lening van *PCM* aan *Holding* was gelijk aan het gehele eigen vermogen van *PCM*. De enquête-onderzoekers concluderen zelfs dat bij een correcte verwerking van de transactie in de jaarrekening, *PCM* over onvoldoende vrije reserves beschikte voor de (door)lening aan *Holding*, gelet op het vereiste in art. 2:207c lid 2 (oud) BW (zie het onderzoeksrapport, p. 170).

aanzienlijke financiële belasting van de (doelwit)vennootschap. Dit betekent dat een LBO bijzondere aandacht vereist van degenen die acht moeten slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en diegenen die deelnemen aan de besluitvorming over de transactie. Zij zullen de voor- en nadelen van de transactie moeten afwegen met oog op het doel dat de vennootschap door haar medewerking aan de transactie probeert te bereiken. Deze afweging was volgens de OK primair een taak van het bestuur en de RvC van *PCM*, en nu zij in onvoldoende mate had plaatsgevonden, oordeelde de OK dat sprake was geweest van wanbeleid en ging zij over tot de vernietiging van een aantal dechargebesluiten. In een *obiter dictum* overwoog de OK dat ook *Apax* bij haar toetreding rekening had moeten houden met het belang van *PCM*:

“De Ondernemingskamer merkt voorts op dat, mede gelet op hetgeen ingevolge artikel 2:8 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, voor de private equity partij die zich aandient als toekomstig aandeelhouder in een vennootschap op een wijze als de onderhavige, heeft te gelden, dat zij in haar handelen dat verband houdt met het verkrijgen van een belang als het onderhavige in de doelvennootschap, niet alleen haar eigen belangen maar ook de [...] vennootschappelijke belangen [van het doelwit – JB] dient te betrekken.”⁹⁷

De OK is kennelijk van oordeel dat de redelijkheid en billijkheid uit art. 2:8 BW hun schaduw vooruit werpen en daardoor ook het handelen van de toekomstige aandeelhouder regarderend. Op deze overweging is in de juridische literatuur kritiek geuit, nu zij strijdig lijkt met de bewoordingen van art. 2:8 BW.⁹⁸ Volgens Kaemingk moet het handelen dat verband houdt met *de verkrijging* van het belang in de vennootschap getoetst worden aan de ‘gewone’ zorgvuldigheidseisen van art. 6:162 BW.⁹⁹ Hoe dit ook zij, uit de geciteerde overweging blijkt dat volgens de OK niet alleen het bestuur en de RvC, maar ook aandeelhouders zich bij vermogensonttrekkingen onder bepaalde omstandigheden rekenschap moeten geven van het belang van de vennootschap.

17.5 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen

17.5.1 Aansprakelijkheid jegens de vennootschap

De medewerking van het bestuur aan een uitkering kan leiden tot aansprakelijkheid van de leden van dat orgaan. Sinds de flexibilisering van het BV-recht voorziet art. 2:216 BW in een bijzondere interne aansprakelijkheid als het bestuur goedkeuring verleent aan een uitkering in strijd met de uitkeringstest. Lid 3 van art. 2:216 BW

⁹⁷ OK 27 mei 2010, *JOR* 2010/189, *Ondernemingsrecht* 2010/91 (*PCM II*), r.o. 3.13.

⁹⁸ Kaemink 2012, p. 504 en Mol 2010, p. 152.

⁹⁹ Kaemingk 2012, p. 505. Zie echter anders De Jongh 2014, nr. 206.

bepaalt dat “indien de vennootschap na een uitkering niet kan voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden, [...] de bestuurders die dat ten tijde van de uitkering wisten of redelijkerwijs behoorden te voorzien, jegens de vennootschap hoofdelijk verbonden [zijn] voor het tekort dat door de uitkering is ontstaan, met de wettelijke rente vanaf de dag van de uitkering”. De toelichting bij de wet Flex-BV geeft te kennen dat deze aansprakelijkheidsregeling beoogt aan te sluiten bij de bestaande systematiek en jurisprudentie met betrekking tot art. 2:9 BW, waarin de algemene interne aansprakelijkheidsregeling van bestuurders is neergelegd.¹⁰⁰

De bijzondere aansprakelijkheidsregeling in het derde lid van art. 2:216 BW voegt vrij weinig toe aan de mogelijkheid die de vennootschap (of haar curator) heeft om op grond van art. 2:9 BW te procederen.¹⁰¹ Bestuurders die goedkeuring aan een uitkering verlenen in strijd met art. 2:216 BW handelen daardoor immers in strijd met een wettelijke bepaling die de rechtspersoon beoogt te beschermen. Daarmee is de onbehoorlijke taakvervulling in de zin van art. 2:9 BW – behoudens tegenbewijs – gegeven.¹⁰² De codificatie van de bijzondere aansprakelijkheidsregeling in art. 2:216 lid 3 BW heeft juist geleid tot *een beperking* van de aansprakelijkheid op grond art. 2:9 BW. De omvang van de aansprakelijkheid op grond van art. 2:216 lid 3 BW is immers beperkt tot het bedrag van de uitkering.¹⁰³ Nu art. 2:216 lid 3 BW een *lex specialis* betreft van art. 2:9 BW, zou ik menen dat deze beperking ook geldt als de vennootschap op grond van laatstgenoemde bepaling vanwege een uitkering tegen een bestuurder ageert. Als de onbehoorlijke taakvervulling van een bestuurder meer omvat dan een ongeoorloofde uitkering,

¹⁰⁰ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 32.

¹⁰¹ In het ambtelijk voorontwerp van de wet Flex-BV voorzag art. 2:216 lid 3 BW (in navolging van het advies van de expertgroep De Kluiver) nog in een wettelijk vermoeden dat bestuurders ten tijde van uitkering wisten of behoorden te weten dat de uitkering niet aan de uitkeringstest voldeed, indien de vennootschap binnen een jaar na de uitkering was gefailleerd (Ambtelijk voorontwerp (derde tranche), p. 9). Terechte kritiek in de consultatieronde heeft het departement ertoe gebracht van dit vermoeden af te zien waardoor de huidige aansprakelijkheidsregeling in art. 2:216 lid 3 BW de vennootschap (en dus de curator) niet veel meer biedt dan wat op grond van art. 2:9 BW reeds mogelijk is. Boschma en Schutte-Veenstra 2012b, par. 3.5.1, wijzen erop dat de regeling in art. 2:216 BW in die zin iets toevoegt dat zij voorziet in een aansprakelijkheid van de feitelijk bestuurder of medebeleidsbepaler (zie lid 4); art. 2:9 BW voorziet daarin niet. Daarnaast kan de bestuurder zijn verplichting jegens de vennootschap ex art. 2:216 lid 3 BW niet verrekenen met een vordering op de vennootschap, terwijl hij dat wel kan als hij wordt aangesproken op grond van art. 2:9 BW.

¹⁰² HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (*Schwandt/Berghuizer Papierfabriek*). Zie Dorresteijn 2006, p. 591.

¹⁰³ In de *Nadere Memorie van Antwoord* aan de Eerste Kamer bij de wet Flex-BV is uitdrukkelijk overwogen dat de omvang van de aansprakelijkheid ex. art. 2:216 lid 3 BW maximaal het bedrag of de waarde van de uitkering bedraagt, vermeerderd met de wettelijke rente (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, nr. E, p. 15). Het is mijns inziens ongelukkig dat deze beperking niet in de wettekst tot uitdrukking is gebracht, te meer daar dit wél is gebeurd ten aanzien van de restitutieverplichting van aandeelhouders ex. art. 2:216 lid 3 BW.

bijvoorbeeld omdat er tevens een onverantwoordelijke hoeveelheid schulden is aangegaan of niet adequaat is gereageerd op financiële problemen, kan de vennootschap vanzelfsprekend wél op grond van art. 2:9 BW tegen de bestuurder opkomen voor eventuele schade aan het vennootschapsvermogen die het bedrag van de uitkering overstijgt.

Bestuurders kunnen trachten hun interne aansprakelijkheidsrisico te verminderen door bij uitkeringen decharge te verlangen van de AV. Daarvan moeten echter geen wonderen worden verwacht, aangezien decharge niet in de weg staat aan de (hierna te bespreken) externe aansprakelijkheid van bestuurders.¹⁰⁴ Bovendien is het goed mogelijk dat het dechargebesluit voor vernietiging in aanmerking komt. Een vrijwaring van een (kredietwaardige) aandeelhouder zal de bestuurder meer bescherming bieden. Tevens zal het inwinnen van een advies van een deskundige onder omstandigheden geraten zijn.¹⁰⁵

17.5.2 Aansprakelijkheid jegens de boedel

De medewerking van het bestuur aan een uitkering kan tevens aanleiding geven tot aansprakelijkheid op grond van art. 2:248 BW. Daarvoor is ten eerste vereist dat het handelen van het bestuur ten tijde van de uitkering kwalificeert als kennelijk onredelijk bestuur. Al voor de introductie van de formele goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur ter zake van uitkeringen, is in de jurisprudentie uitgemaakt dat de betrokkenheid van het bestuur bij een uitkering inderdaad als zodanig kan kwalificeren.¹⁰⁶ Anders dan bij art. 2:216 lid 3 BW is voor aansprakelijkheid op grond van art. 2:248 BW tevens vereist dat de curator aannemelijk maakt dat de uitkering een belangrijke oorzaak was van het faillissement. Niet is vereist dat de uitkering de *enige*, of de *belangrijkste* oorzaak was van het faillissement.¹⁰⁷ Als

104 Zie Brink-van der Meer, Huizink & Ledeboer 2011, p. 124 en mijn reactie daarop Barneveld 2011c.

105 Zie over de mogelijkheden van bestuurders om hun aansprakelijkheidsrisico af te wentelen op bij de uitkering betrokken adviseurs – zoals accountants – Barneveld 2013b, Lennarts 2012, Van der Zanden & Van der Zanden 2012, Barneveld 2012b en HR 2 juli 2010, *NJ* 2012, 194 (*Reinders/advocaat*).

106 Zie bijvoorbeeld Rb. Rotterdam 15 maart 1999, *JOR* 1999/168 (*Onnekink*), Hof Arnhem 19 februari 2002, *JOR* 2002/56 (*Reinders/Didam*), r.o. 5.10 en Rb. Rotterdam 8 april 2009, *JIN* 2009, 446).

107 Zo overwoog het Hof Leeuwarden in een zaak waarin een doelwit van een *leveraged buyout* kort na de overname was gefailleerd: “[H]et vermogen van [de failliet] [is] op onaanvaardbare wijze uitgehold, hetgeen kan worden aangemerkt als een belangrijke oorzaak van het faillissement. Dat daarnaast andere factoren een rol hebben gespeeld, zoals het zich ontwikkelen van de markt voor volumeopdrachten naar een vechtersmarkt, het uitoefenen van een voorkeursrecht door de gemeente Roden, een productieoverschot in de branche, de opkomst van de lage lonen landen, een sterke terugval van overheidsopdrachten, minder behoefte aan kast- en opbergruimte alsgevolg van digitalisering en vertraging in de uitvoering van een door de stad Keulen aan Magista GmbH verstrekte opdracht, mag zo zijn, de uitholling van het vermogen van [failliet] is eveneens een belangrijke oorzaak van het faillissement.” (Hof Leeuwarden 31 juli 2012, *JOR* 2013/34 (*Magista*), r.o. 62).

de curator het causaal verband aannemelijk weet te maken, wordt het bedrag van de aansprakelijkheid (behoudens matiging)¹⁰⁸ gefixeerd op het tekort in faillissement; de omvang van deze aansprakelijkheid houdt geen verband met het bedrag van de ongeoorloofde uitkering.¹⁰⁹ Een curator die meent causaal verband tussen de uitkering en het faillissement aannemelijk te kunnen maken, zal daarom de vordering op grond van art. 2:248 BW prefereren boven een vordering op grond van art. 2:216 lid 3 BW. Daar komt bij dat een eventueel aan de bestuurders verleende decharge niet aan aansprakelijkheid ex art. 2:248 BW in de weg staat.¹¹⁰

17.5.3 Aansprakelijkheid jegens derden

De betrokkenheid van bestuurders bij uitkeringen kan ten slotte ook aanleiding geven tot aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad. De Hoge Raad heeft al in 1992 overwogen dat bestuurders bij de uitvoering van een door de AV genomen uitkeringsbesluit onrechtmatig kunnen handelen jegens de crediteuren, ondanks dat zij destijds nog geen formele zeggenschap hadden over de besluitvorming inzake uitkeringen.

De Hoge Raad overwoog in het *Nimox*-arrest: “Ook indien van de geldigheid van het besluit als zodanig moet worden uitgegaan bij gebreke van vernietiging bij rechterlijk vonnis op de voet van art. 2:11 BW, volgt hieruit niet dat uitvoering van het besluit tegenover derden zoals schuldeisers van de vennootschap niet onrechtmatig kan zijn [...]”.¹¹¹ (Onderstr. JB)

De onrechtmatige daadsvordering kan zowel worden ingesteld door een individuele crediteur als door de curator.¹¹² De invoering van de bijzondere aansprakelijkheidsregeling in art. 2:216 lid 3 BW heeft hier geen verandering in gebracht.¹¹³ De laatste jaren is in de lagere rechtspraak een aantal keer geprocedeerd tegen bestuurders

¹⁰⁸ Zie lid 4 van art. 2:248 BW.

¹⁰⁹ In de *Reinders/Didam*-zaak werd de bestuurder bijvoorbeeld aansprakelijk gesteld voor een bedrag van hfl. 1.3 miljoen, vanwege diens medewerking aan een dividenduitkering van slechts hfl. 950.000. In de *Onnekink*-zaak overwoog de rechtbank Rotterdam dat ook indien het ongeoorloofde dividend na het intreden van het faillissement aan de vennootschap is terugbetaald, dit niet in de weg staat aan de aansprakelijkheid van bestuurders op grond van art. 2:248 BW (Rb. Rotterdam 15 maart 1999, *JOR* 1999/168, r.o. 7.2.2.1 (*Onnekink*)).

¹¹⁰ Art. 2:248 lid 6 BW.

¹¹¹ HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (*Nimox/Van den End q.q.*), r.o. 3.3.1.

¹¹² Zie over de mogelijke samenloop van de onrechtmatige daadsvordering van de curator met die van een individuele crediteur, par. 19.5.6 inzake de aansprakelijkheid van aandeelhouders. De daar besproken problematiek speelt vanzelfsprekend ook bij de aansprakelijkheid van bestuurders.

¹¹³ De minister heeft overwogen: “De voorgestelde regeling staat er niet aan in de weg dat crediteuren rechtstreeks jegens de bestuurders een vordering op grond van onrechtmatige daad instellen. [...] [E]en zeker mate van samenloop met dergelijke vorderingen [is] niet te vermijden, maar ook niet bezwaarlijk.” (*Kamerstukken II* 2008-09, 31 058, nr. 6, p. 51).

vanwege hun betrokkenheid bij onrechtmatige uitkeringen.¹¹⁴ Daarbij valt op dat in die lagere rechtspraak een aansprakelijkheids criterium wordt gehanteerd dat in hoge mate overeenkomt met dat in art. 2:216 lid 3 BW; bestuurders die op het moment van de uitkering weten of behoren te voorzien dat een uitkering zal leiden tot continuïteitsproblemen, handelen onrechtmatig door daaraan hun medewerking te verlenen.¹¹⁵ Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat bestuurders onrechtmatig handelen door een formeel geldige uitkering betaalbaar te stellen, omdat sprake is van een onrechtmatige selectieve betaling.¹¹⁶

De vordering op grond van art. 6:162 BW biedt de curator in faillissement een belangrijk voordeel boven een aansprakelijkstelling op grond van art. 2:216 lid 3 BW: op grond van onrechtmatige daad kunnen bestuurders ook worden aangesproken voor dat deel van de door de gezamenlijke crediteuren geleden schade dat het bedrag van de uitkering te boven gaat. De vordering op grond van onrechtmatige daad heeft daarnaast als voordeel dat een eventuele decharge van de betrokken bestuurders niet aan aansprakelijkheid in de weg staat.

17.6 Restitutieverplichting voor aandeelhouders bij ongeoorloofde uitkeringen

17.6.1 De restitutieverplichting bij nietige uitkeringen

Onder het oude BV-recht was een uitkering die niet viel binnen de ‘vrije reserves’ van art. 2:216 (oud) BW nietig vanwege strijd met de wet, zodat het te veel betaalde dividend als onverschuldigd betaald van de aandeelhouders kon worden teruggevorderd, ook als zij te goeder trouw het dividend hadden ontvangen.¹¹⁷ Door de ontmanteling van de kapitaalbescherming in 2012 speelt de balanstest nu een veel beperktere rol bij uitkeringen, zodat slechts in een klein aantal gevallen een uitkering vanwege nietige besluitvorming van de aandeelhouders kan worden teruggevorderd.¹¹⁸ Zo is sprake van nietigheid als de vennootschap wettelijk of statutair voorgeschreven reserves op haar balans heeft staan en de uitkering niet uit het ‘vrije’ eigen vermogen gefinancierd kan worden.¹¹⁹ Een uitkering dient tevens als nietig te worden aangemerkt als het uitkeringsbesluit van de AV (nog) niet is

114 Rb. Rotterdam 15 februari 2012, *JOR* 2012/166 (*Combi/Woortman*), Rb. Almelo 2 februari 2011, *RO* 2011/36 (*Dru BV*), Rb. Arnhem 13 oktober 2010, *LJN* BO1632 (*Vastgoed BV*) en Rb. Amsterdam 21 april 2010, *JOR* 2011/1 (*Kemp q.q./Idee BV*).

115 De Hoge Raad lijkt echter een (voor de bestuurder) strenger wetenschaps criterium voor aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad te hanteren dan het criterium dat is neergelegd in het huidige art. 2:216 lid 3 BW. Zie over dit onderscheid nader par. 19.5.4.

116 Zie daarover Rijckenberg 2009.

117 Van Schilfgaarde/Winter 2009, nr. 26. Anders dan bij de NV, waarvan alleen de aandeelhouders niet te goeder trouw de uitkering dienen terug te betalen; art. 2:105 lid 8 BW. Zie hierover Bier 2003, p. 52-55.

118 Zie par. 17.3.1.

119 Zie Lennarts 2007, p. 967 en het advies van de Commissie Vennootschapsrecht, p. 9.

goedgekeurd door het bestuur. De sanctie van nietigheid heeft door de invoering van de wet Flex-BV kortom aanzienlijk aan belang ingeboet.

17.6.2 De restitutieverplichting ex art. 2:216 lid 3 BW

17.6.2.1 Een restitutieplicht voor aandeelhouders niet te goeder trouw

Sinds de invoering van de Flex-BV voorziet het derde lid van art. 2:216 BW in een restitutieverplichting voor aandeelhouders die een uitkering niet te goeder trouw hebben ontvangen. Aanvankelijk bepaalde het ambtelijk voorontwerp dat als de vennootschap binnen een jaar na een uitkering in staat van faillissement werd verklaard, aandeelhouders en andere winstgerechtigden gehouden waren tot terugbetaling van de uitkering.¹²⁰ De toelichting gaf daarbij te kennen dat kwade trouw bij de aandeelhouder of winstgerechtigde niet vereist was. Er bestond gedurende twaalf maanden “als het ware een voorlopig recht op de uitkering”.¹²¹ Tijdens de consultatie stond dit voorstel echter aan kritiek bloot. Aandeelhouders zouden gedurende een jaar in onzekerheid verkeren over de geldigheid van een uitkering en dat zou de bereidheid om te investeren in een BV niet ten goede komen. Dit ‘zwaard van Damocles’ zou voor de Nederlandse BV internationaal een concurrentienadeel betekenen.¹²² Volgens sommige respondenten zou het voorwaardelijke karakter van de uitkering met name wringen als een uitkering vooraf ging aan een verkoop van de aandelen in de vennootschap. Als binnen een jaar na de overdracht van de aandelen de vennootschap faillieerde ten gevolge van wanbeleid van de nieuwe bestuurders, zou het niet redelijk zijn dat de verkoper van de aandelen tot terugbetaling van het dividend kon worden aangesproken. In het uiteindelijke wetsvoorstel is er daarom voor gekozen om louter een restitutieverplichting in het leven te roepen voor aandeelhouders niet te goeder trouw.¹²³

Art. 2:216 lid 3 BW bepaalt daarom nu: “Degene die de uitkering ontving terwijl hij wist of redelijkerwijs behoorde te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zou kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden is gehouden tot vergoeding van het tekort dat door de uitkering is ontstaan, ieder voor ten hoogste het bedrag of de waarde van de door hem ontvangen uitkering, met de wettelijke rente vanaf de dag van de uitkering.” (Onderstr. JB)

In de toelichting bij het wetsvoorstel Flex-BV zijn twee argumenten gegeven voor de clausulering van de restitutieplicht. Ten eerste zou daardoor voor bestuurders een

120 Zie ambtelijk voorontwerp (3^e tranche), p. 9.

121 Toelichting voorontwerp (3^e tranche), p. 30.

122 Zie De Kluiver 2006, p. 578.

123 Zie over de vraag of de juiste norm is gecodificeerd in art. 2:216 lid 3 BW, par. 19.5.4.2.

extra prikkel gecreëerd worden om de aandeelhouders en andere uitkeringsgerechtigden zodanig te informeren dat ook zij op de hoogte zijn van de afwegingen bij de uitkeringstest.¹²⁴ Daarnaast zou de wijziging ten aanzien van het oude BV-recht te verklaren zijn vanuit de omstandigheid dat de naleving van de kapitaalvoorschriften, anders dan de nieuwe uitkeringstoets, voor de aandeelhouder relatief eenvoudig verifieerbaar was.¹²⁵

De huidige terugbetalingsregeling vertoont aldus meer gelijkenis met de Amerikaanse dividendregels, dan met de uitkeringsregeling in het Duitse *GmbH-Gesetz*. In Duitsland is tijdens de herziening van 2008 vastgehouden aan het systeem van kapitaalbescherming, waardoor uitkeringen die niet uit vrije reserves kunnen worden gefinancierd, van *alle* aandeelhouders – dus ook die te goeder trouw – kunnen worden teruggevorderd.¹²⁶

17.6.2.2 Geen disculpatiemogelijkheid

De wetgever heeft geen disculpatiemogelijkheid gecreëerd voor aandeelhouders die kunnen bewijzen dat het niet aan hen te wijten is dat de vennootschap een uitkering heeft gedaan.¹²⁷ Art. 2:216 lid 3 BW vereist bijvoorbeeld niet dat de aandeelhouder die wordt aangesproken tot restitutie van een door hem ontvangen dividend, gestemd heeft vóór de uitkering. Dit betekent dat ook de aandeelhouder die (tevergeefs) tegen de uitkering van het dividend heeft gestemd, zich heeft onthouden van stemming, statutair is uitgesloten van het stemrecht of zelfs afwezig was tijdens de AV waarin het uitkeringsbesluit werd genomen, gehouden kan zijn tot terugbetaling van de door hem ontvangen uitkering.¹²⁸ Hierdoor is het bereik van de restitutieverplichting ex art. 2:216 lid 3 BW ruimer dan dat van de terugbetalingsverplichting op grond van onrechtmatige daad zoals geformuleerd in het *Nimox*-arrest.¹²⁹ In die uitspraak werd immers *het bewerkstelligen* van het dividendbesluit door middel van de *uitoefening van het stemrecht* aangemerkt als de onrechtmatige daad die aanleiding gaf tot een terugbetalingsverplichting.

Dat in de terugbetalingsregeling voor aandeelhouders geen disculpatiemogelijkheid is opgenomen, terwijl daarin wél is voorzien in de regeling inzake bestuurdersaansprakelijkheid, illustreert dat aan de regelingen verschillende noties ten grondslag liggen. De bestuurder die in strijd met art. 2:216 lid 2 BW goedkeuring

¹²⁴ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 31.

¹²⁵ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 74. Lennarts had naar aanleiding van het voorontwerp aangevoerd dat onder het oude recht weliswaar ook de aandeelhouders te goeder trouw tot terugbetaling van een ongeoorloofde uitkering konden worden aangesproken, maar dat het daarbij slechts draaide om een eenvoudig te verifiëren balanstest; Lennarts 2006a, p. 42.

¹²⁶ Zie hoofdstuk 11.

¹²⁷ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 73.

¹²⁸ Mits deze aandeelhouder natuurlijk niet te goeder trouw was.

¹²⁹ HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (*Nimox*). Zie over dit arrest par. 19.5.

verleent aan een uitkering, wordt verweten dat hij in het kader van zijn bestuurstaak onvoldoende gebruik heeft gemaakt van zijn bevoegdheden om een ongeoorloofde uitkering te voorkomen. Daarom is hij aansprakelijk voor het tekort dat voortvloeit uit het tekortschieten in zijn bestuurstaak. De aandeelhouders wordt in art. 2:216 lid 3 BW niet verweten dat zij de uitkering mogelijk hebben gemaakt door het nemen van het dividendbesluit; zij hebben ‘slechts’ iets ontvangen dat niet aan hen, maar aan de vennootschap (en vooral daarvan afgeleid haar crediteuren) toekwam. Men kan stellen dat de terugbetalingsverplichting ex art. 2:216 lid 3 BW gebaseerd is op een afgezwakte notie van ongerechtvaardigde verrijking; in die zin afgezwakt, dat de restitutieverplichting vanwege praktische en rechtspolitieke redenen voorwaardelijk is gemaakt aan de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap van de aandeelhouder dat hetgeen hij ontving, feitelijk niet aan hem toekwam.

De terugbetalingsverplichting ex art. 2:216 lid 3 BW is kortom louter afhankelijk van de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap van de aandeelhouder dat de vennootschap na de uitkering in betalingsproblemen zou geraken. Of deze wetenschap bij een aandeelhouder aanwezig kan worden verondersteld, zal afhangen van de concrete omstandigheden van het geval. Het ligt voor de hand dat deze wetenschap eerder zal kunnen worden aangetoond bij een moedervennootschap die zich indringend bemoeit met het (financiële) beleid van haar dochter, dan bij een aandeelhouder die geen andere relatie met de BV heeft. Daarnaast zal deze wetenschap mogelijk kunnen worden afgeleid uit de mededelingen over de financiële positie van de vennootschap die het bestuur in het kader van de uitkering aan de aandeelhouders heeft gedaan.

17.6.2.3 Restitutie buiten faillissement

De in art. 2:216 lid 3 BW geregelde restitutieverplichting van aandeelhouders werd in het wetsvoorstel Flex-BV aanvankelijk beperkt tot de situatie dat de vennootschap binnen een jaar na de uitkering in staat van faillissement raakte. Na kritiek in de literatuur werd dit vereiste geschrapt.¹³⁰ De restitutieverplichting kan dus ook buiten faillissementssituaties geactiveerd worden. Hoewel de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege uitkeringen hoofdzakelijk in faillissement in beeld komt, dient mijns inziens te worden toegejuicht dat de toepasselijkheid van art. 2:216 lid 3 BW niet tot die gevallen is beperkt. Het is denkbaar dat ook buiten faillissement – bijvoorbeeld in het kader van een informele reorganisatie of een surseance – aandeelhouders (en bestuurders) aansprakelijk worden gesteld vanwege teveel

¹³⁰ Zie bijvoorbeeld Lennarts 2007, p. 973. *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 7, p. 7.

uitgekeerd dividend.¹³¹ Vennootschappen die een op zichzelf levensvatbare onderneming drijven, maar – bijvoorbeeld ten gevolge van met vreemd vermogen gefinancierde dividenduitkeringen – gebukt gaan onder een grote schuldenlast, eindigen niet altijd in faillissement. In dat geval kan er voor de betrokken partijen een belang bestaan om de onderneming *going concern* te reorganiseren. Als bijvoorbeeld de crediteuren door een *debt for equity swap* (al dan niet in het kader van een gerechtelijk akkoord) de controle binnen de vennootschap overnemen en het zittende bestuur vervangen, zal het nieuwe bestuur op grond van art. 2:216 lid 3 BW tegen de aandeelhouders kunnen ageren.¹³²

17.6.2.4 Omvang van de restitutieverplichting

Op grond van art. 2:216 lid 3 BW kunnen aandeelhouders die niet te goeder trouw een ongeoorloofde uitkering hebben ontvangen, worden aangesproken tot “vergoeding van het tekort dat door de uitkering is ontstaan, ieder voor ten hoogste het bedrag of de waarde van de door hem ontvangen uitkering, met de wettelijke rente vanaf de dag van de uitkering”. De aansprakelijkheid van de aandeelhouder bedraagt dus maximaal het bedrag van de door hem ontvangen uitkering. Dit betekent dat bij een uitkering aan meerdere aandeelhouders, alle ontvangers moeten worden aangesproken om het gehele bedrag van de uitkering te doen terugkeren in het vennootschapsvermogen. Anders dan in Duitsland zijn de aandeelhouders niet verbonden voor dat deel van de uitkering dat niet kan worden teruggevorderd van hun medeaandeelhouders.¹³³ Het risico dat verhaal op één of meerdere aandeelhouders niet mogelijk blijkt, komt daarom in beginsel voor rekening van de vennootschap en haar crediteuren.

Als er causaal verband bestaat tussen de uitkering en het faillissement, is het goed mogelijk dat de schade die de vennootschap en/of haar crediteuren daardoor hebben geleden hoger is dan het bedrag van de uitkering. Nu dat deel van de schade niet op grond van art. 2:216 lid 3 BW van de aandeelhouders kan worden gevorderd, zal de curator tegen de aandeelhouders moeten ageren op grond van art. 2:248 lid 7 BW of de onrechtmatige daad.¹³⁴

131 Zo meent ook de Commissie Vennootschapsrecht: “De Gecombineerde Commissie merkt daarbij nog op dat behalve een faillissement ook een surséance van betaling een relevante omstandigheid zou kunnen zijn die leidt tot (aansprakelijkheid voor) terugbetaling. Door een terugbetaling tijdens de surséance zou zelfs eventueel een faillissement kunnen worden voorkomen.” (Commentaar Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht op de derde tranche van het voorontwerp, p. 3).

132 Vgl. Tollenaar 2008, p. 78.

133 Zie par. 11.8.1.2.

134 Zie over art. 2:248 lid 7 BW par. 17.7 hierna en over de aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad hoofdstuk 19.

17.6.2.5 Verbod op verrekening van de restitutieverplichting

In de laatste zin van art. 2:216 lid 3 BW is bepaald dat een aandeelhouder zijn verplichting jegens de vennootschap om een ongeoorloofde uitkering te restitueren, niet kan verrekenen met een vordering op de vennootschap. Als de aandeelhouder bijvoorbeeld uit hoofde van een rekening-courantverhouding nog een bedrag van de failliete vennootschap te vorderen heeft, zal hij zijn verplichting uit hoofde van art. 2:216 lid 3 BW aan de boedel moeten voldoen en zijn vordering ter verificatie kunnen indienen. Deze regel voorkomt dat de aandeelhouder door een ongeoorloofde vermogensonttrekking vlak voor faillissement zijn concurrente vordering op de vennootschap – waar in faillissement doorgaans slechts een klein percentage op zou zijn uitgekeerd – alsnog geheel kan innen, ten detrimente van de gezamenlijke crediteuren.¹³⁵

17.6.3 Verhouding tussen restitutieplicht aandeelhouder en aansprakelijkheid bestuur

Het is goed mogelijk dat zowel de bestuurders als de aandeelhouders op het moment van uitkering wisten dat de vennootschap daarna in betalingsproblemen zou komen. Hoe verhoudt de aansprakelijkheid van het bestuur zich in dat geval tot de restitutieverplichting van de aandeelhouders? De minister heeft hierover als volgt overwogen: “De strekking van de regeling voor uitkeringen is dat de draagplicht bij de ontvangers van de uitkering berust indien zij niet te goeder trouw waren, omdat zij degenen zijn die ten koste van de crediteuren zijn verrijkt.”¹³⁶ Dit is mijns inziens een juiste benadering. Voor zover de aandeelhouders door de ongeoorloofde vermogensonttrekking gebaat zijn, komt men pas aan de draagplicht van de bestuurders toe, voor zover de schade het bedrag van de onttrekking te boven gaat of verhaal op de aandeelhouders niet mogelijk blijkt.

Dat neemt niet weg dat wel eerder kan worden toegekomen aan de *aansprakelijkheid* van de bestuurders. De regeling in art. 2:216 BW verplicht de vennootschap (en haar curator) niet om eerst het te veel uitgekeerde dividend terug te vorderen van de aandeelhouders, voordat de bestuurders aansprakelijk worden gesteld.¹³⁷ De curator in faillissement kan dus kiezen: spreekt hij het bestuur of de aandeelhouders

¹³⁵ Zie onder *het oude BV-recht* nog anders Rb. Arnhem 14 juli 2004, *JOR* 2004/293 (*Janssen q.q./Meerpaal*), waarin geoordeeld werd dat de aandeelhouder zijn verplichting tot terugbetaling van een (door de vennootschap onverschuldigd betaald) dividend mocht verrekenen met een vordering op de vennootschap.

¹³⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 31058, nr. 6, p. 26.

¹³⁷ Bier heeft zich een voorstander getoond van een dergelijke benadering: “Ik zou me wel kunnen voorstellen dat bepaald wordt dat primair de aandeelhouders moeten terugstorten en, indien zij dat niet doen, de bestuurders voor dat bedrag aangesproken kunnen worden, die dan weer een regresrecht op de aandeelhouders krijgen. Uit de tekst noch de MvT blijkt van deze bedoeling.” (Bier 2006, p. 254).

aan? Het ligt mijns inziens in de rede dat eerst wordt getracht het onttrokken vermogen terug te vorderen van de ontvangers, alvorens wordt overgegaan tot aansprakelijkstelling van de bestuurders. De aandeelhouders zijn door de ongeoorloofde uitkering immers gebaat, terwijl dit niet geldt voor de bestuurders.¹³⁸ Men zou zelfs kunnen betogen dat in economische termen de vennootschap in beginsel slechts schade heeft geleden voor zover de uitkering niet kan worden teruggevorderd van haar aandeelhouders.¹³⁹ Dit is echter niet de benadering die de wetgever heeft gekozen, en daarom verwacht ik dat curatoren hun pijlen vaak primair op het bestuur van de vennootschap zullen richten. Ten eerste zal het meestal eenvoudiger zijn om aan te tonen dat de bestuurders op het moment van uitkering wisten of moesten weten dat de vennootschap in continuïteitsproblemen zou geraken, dan dat de aandeelhouders dat wisten. Het bestuur wordt immers geacht op de hoogte te zijn van de financiële positie van de vennootschap, terwijl niet bij de vennootschap betrokken aandeelhouders daar doorgaans geen kennis van zullen hebben. Ten tweede kan de curator één bestuurder aanspreken voor het gehele bedrag van de uitkering, ook als er meerdere bestuurders zijn, terwijl hij de aandeelhouders slechts kan aanspreken voor maximaal het door hen ontvangen bedrag. Als de vennootschap meerdere aandeelhouders heeft, zal het daarom vaak aantrekkelijker zijn om tegen een bestuurder te ageren, mits deze kredietwaardig of goed verzekerd is uiteraard.¹⁴⁰ In concernverhoudingen zullen bovengenoemde argumenten zich echter minder vaak voordoen, en lijkt het daarom voor de hand te liggen dat men ageert tegen de moedervennootschap die het vermogen heeft onttrokken, en niet tegen de bestuurders die mogelijk minder verhaal zullen bieden.

Als de bestuurders door de vennootschap met succes zijn aangesproken vanwege een ongeoorloofd dividend, dienen de aandeelhouders die op grond van hetzelfde lid tot restitutie van het dividend kunnen worden aangesproken deze “vergoeding aan de bestuurders, naar evenredigheid van het gedeelte dat door ieder der bestuurders is voldaan” te voldoen, zo volgt uit het derde lid van art. 2:216 BW. Deze formulering blinkt niet uit in helderheid, maar de minister heeft aangegeven dat de aangesproken bestuurders zelfstandig regres kunnen nemen op de aandeelhouders die de uitkering niet te goeder trouw hebben ontvangen.¹⁴¹ Een bestuurder heeft dus de mogelijkheid om in de procedure aangespannen door de curator of de vennootschap, de aandeelhouder in vrijwaring op te roepen. In dat geval kan bij toewijzing van de

138 Tenzij de bestuurders natuurlijk ook aandelen houden, maar in dat geval zijn zij gebaat vanwege hun hoedanigheid van aandeelhouder.

139 Als de uitkering de oorzaak was van het faillissement, en het boedeltekort groter is dan het bedrag van de uitkering, ligt dit vanzelfsprekend anders.

140 Daarbij zij men erop bedacht dat niet alleen een eventuele *D&O*-verzekering een aansprakelijkstelling van de bestuurder aantrekkelijker kan maken, maar ook de *Garantstellingsregeling Curatoren* een prikkel vormt om niet de aandeelhouder, maar de bestuurder in rechte te betrekken vanwege de uitkering.

141 *Kamerstukken II* 2008/09, 31 058, nr. 6, p. 26.

vordering in de hoofdzaak en toewijzing van de vordering in de vrijwaringszaak de bestuurder zich direct verhalen op de aandeelhouder. Dat neemt niet weg dat de bestuurder het risico draagt dat de aandeelhouder geen verhaal biedt. Als de aandeelhouders de uitkering te goeder trouw hebben ontvangen, biedt art. 2:216 BW de bestuurders geen soelaas, maar kan een beroep op de faillissementspauliana alsnog leiden tot een terugbetalingsverplichting voor de aandeelhouders (zie daarover uitgebreid het volgende hoofdstuk).

17.7 Aansprakelijkheid van de aandeelhouder als feitelijk beleidsbepaler bij vermogensonttrekkingen

17.7.1 Art. 2:216 lid 4 BW en art. 2:248 lid 7 BW

Op een aandeelhouder die zich indringend met het beleid van de vennootschap bemoeit, kunnen onder omstandigheden de verantwoordelijkheden komen te rusten die normaliter uitsluitend op het bestuur rusten. Zo volgt uit het vierde lid van art. 2:216 BW dat degene die het beleid van de vennootschap heeft bepaald of mede heeft bepaald, vanwege een ongeoorloofde uitkering kan worden aangesproken als ware hij bestuurder. In de toelichting bij de wet Flex-BV is uitdrukkelijk overwogen dat onder omstandigheden ook een aandeelhouder als feitelijke beleidsbepaler kan worden aangemerkt.¹⁴² Aangezien voor bestuurdersaansprakelijkheid en de restitutieplichting voor aandeelhouders ex art. 2:216 lid 3 BW hetzelfde (subjectieve) vereiste geldt, zal een aandeelhouder die op grond van art. 2:216 lid 4 BW als feitelijke bestuurder kan worden aangesproken, ook altijd in zijn hoedanigheid van ontvanger tot restitutie van het dividend kunnen worden aangesproken. De meerwaarde (voor de vennootschap) van de vordering op grond van het vierde lid schuilt hem in *de omvang* van de aansprakelijkheid: op grond van art. 2:216 lid 3 BW kan de aandeelhouder nooit tot meer worden aangesproken dan het bedrag van de door hem ontvangen uitkering, terwijl het mogelijk is dat hij als feitelijke beleidsbepaler ook wordt aangesproken voor het deel dat zijn medeaandeelhouders hebben ontvangen.¹⁴³

De regeling in art. 2:216 lid 4 BW lijkt te zijn overgenomen uit art. 2:248 lid 7 BW. Het ligt daarom voor de hand dat een aandeelhouder die kwalificeert als feitelijke beleidsbepaler in de zin van eerstgenoemde bepaling, tevens binnen het bereik van laatstgenoemde bepaling komt. Als de uitkering een belangrijke oorzaak van het faillissement is, zal een curator daarom primair zijn vordering op art. 2:248 lid 7 BW willen baseren, omdat de aandeelhouder in dat geval (behoudens matiging) kan worden aangesproken voor het gehele faillissementstekort.¹⁴⁴

¹⁴² *Kamerstukken II*, 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 74.

¹⁴³ Ik laat hier buiten beschouwing dat de aandeelhouder tevens kan worden aangesproken voor de wettelijke rente.

¹⁴⁴ Zie over de verhouding tussen art. 2:216 lid 3 BW en art. 2:248 BW par. 17.5.2 hiervoor.

17.7.2 De kwalificatie als feitelijke beleidsbepaler bij vermogensonttrekkingen

Wanneer kwalificeert een aandeelhouder als feitelijke beleidsbepaler vanwege zijn betrokkenheid bij een vermogensonttrekking? Uit de wetsgeschiedenis bij art. 2:248 lid 7 BW volgt dat niet voldoende is dat de aandeelhouder het beleid van de vennootschap mede heeft bepaald,¹⁴⁵ maar dat sprake moet zijn van een directe bemoeienis met het bestuur, gecombineerd met een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur.¹⁴⁶ A-G Timmerman heeft overwogen dat het vereiste van feitelijke terzijdestelling niet (te) letterlijk moet worden genomen.

De A-G overwoog: “Het gaat er om dat de feitelijke beleidsbepaler rechtstreekse bemoeienis heeft met de beleidsbepaling en zodoende de bestuursmacht aan zich trekt. Van feitelijke leiding geven in de zin van art. 248, lid 7 BW is m.i. sprake, als de feitelijke leidinggever aan de formele bestuurder zijn wil oplegt en die daarmee terzijde stelt.”¹⁴⁷

Het bestuur kan terzijde worden gesteld door te dreigen met schorsing of ontslag.¹⁴⁸ Ik zou menen de terzijdestelling ook kan voortvloeien uit de manier waarop de aandeelhouder gebruik maakt van zijn (statutair) instructierecht, uit de feitelijke invloed die de aandeelhouder op het bestuur heeft, of uit het gegeven dat de formele bestuurder het (mede)bepalen van het beleid door de aandeelhouder gedooft.¹⁴⁹ Uit de (beperkte hoeveelheid) jurisprudentie die over art. 2:248 lid 7 BW is verschenen, blijkt niet dat sprake moet zijn van een *duurzame* bemoeienis met het bestuur van de vennootschap.¹⁵⁰ Een aandeelhouder kan mijns inziens ook worden aangemerkt als feitelijke beleidsbepaler als hij zich slechts ten aanzien van één specifieke transactie als zodanig heeft opgesteld.¹⁵¹ Daarvoor is wel vereist dat sprake is van een transactie met (voor de vennootschap) zeer ingrijpende gevolgen, waardoor de transactie de bijzondere aandacht van het bestuur verdiende, en de aandeelhouder

145 *Kamerstukken II* 1980/81, 16 530, nrs. 3-4, p. 18.

146 *Kamerstukken II* 1983/84, 16 631, nr. 6, p. 24.

147 HR 2 september 2011, *RI* 2012/1 (*ARG/Van Schuppen q.q.*), conclusie overweging 3.2.

148 Zie Lennarts 1999, p. 183 en Bartman/Dorresteyn 2009, p. 295.

149 Zie overweging 1.22 van de conclusie van A-G Timmerman bij HR 17 november 2006, *RvdW* 2006/1082 (*Lebon/Hellendoorn q.q.*) en daarover Bartman/Dorresteyn 2009, p. 298. Aldus ook *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-II** 2009, nr. 465.

150 Zie bijvoorbeeld HR 17 november 2006, *RvdW* 2006/1082 (*Lebon/Hellendoorn q.q.*), HR 23 november 2001, *NJ* 2002, 95 (*Vlimeta*) en HR 28 april 2000, *NJ* 2000, 41, *JOR* 2000/128 (*Montedison*).

151 Aldus ook *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-II** 2009, nr. 465: “Het is niet nodig dat sprake is van een vaste gedragslijn of zelfs van een reeks bestuurshandelingen. Ook een afzonderlijke (kennelijk onbehoorlijke) bestuurshandeling kan onder omstandigheden worden aangemerkt als beleidsbepaling. Op dit punt geldt iets soortgelijks als ten opzichte van wanbeleid in het enquête-recht. Eén enkele handeling kan wanbeleid opleveren; zie HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (*Ogem*)”. Zie ook Timmerman 1988, p. 78, die overweegt dat aansprakelijkheid van een moeder-vennootschap op grond van art. 2:248 BW mogelijk is als de moeder druk uitoefent op het bestuur van de dochtervennootschap om deel te nemen in een project dat voorzienbaar tot mislukken gedoemd is.

door het opleggen van zijn wil deze bijzondere aandacht naar zich heeft getrokken. Dat de aandeelhouder vóór een dividendbesluit heeft gestemd in de wetenschap dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zou komen, maakt hem dus nog niet tot feitelijke beleidsbepaler. De aandeelhouder die zich in vergaande mate bemoeit met een herfinanciering van de vennootschap, maar zich daarna opstelt als een ‘reguliere’ aandeelhouder, kwalificeert onder omstandigheden wél als feitelijke beleidsbepaler. Het feit dat zijn bemoeienis met (het bestuur van) de vennootschap een eenmalig karakter had, hoeft daaraan dus niet in de weg te staan.

17.8 Materiële uitkeringen aan aandeelhouders

17.8.1 Transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders

Naast uitkeringen vinden met regelmaat andersoortige transacties plaats tussen een vennootschap en haar aandeelhouders. Ook verricht een vennootschap soms rechtshandelingen met een derde op verzoek van, of ten behoeve van haar aandeelhouders. Zolang deze transacties tegen zakelijke voorwaarden (*‘at arm’s length’*) geschieden, onderscheiden zij zich vanuit economisch perspectief niet van transacties die de vennootschap met derden aangaat. Het risico bestaat echter dat het bestuur bij transacties met of ten behoeve van aandeelhouders, minder geneigd is het belang van de vennootschap voorop te stellen, waardoor de vennootschap en haar betrokkenen worden benadeeld. Het lijkt mijns inziens geen twijfel dat aandeelhouders en bestuurders zich – op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid – dienen te onthouden van transacties waardoor de vennootschap voorzienbaar in continuïteitsproblemen zal raken.¹⁵² Een belangrijke vraag die in dit kader opkomt, en waarover aanzienlijk minder duidelijkheid bestaat, is of aandeelhouders vermogen aan de vennootschap mogen onttrekken *zonder* gebruik te maken van de formele uitkeringsmogelijkheden (dividend, inkoop en kapitaalvermindering). In de praktijk komt het met enige regelmaat voor dat transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders resulteren in een vermindering van het risicodragend vermogen van de vennootschap ten behoeve van haar aandeelhouder. Dergelijke materiële uitkeringen kunnen zich bijvoorbeeld voordoen in het kader van een acquisitiefinanciering of een concernfinanciering.

17.8.1.1 Materiële uitkeringen in het kader van een acquisitiefinanciering

De hiervoor besproken *PCM*-casus illustreert dat vanuit het perspectief van de doelwitvennootschap, het economische effect van een LBO gelijk is aan een

¹⁵² Aldus ook Viëtor & Scheentjes 2012, p. 194.

uitkering aan haar aandeelhouders.¹⁵³ De door het doelwit aangetrokken bankfinanciering wordt niet aangewend ten behoeve van de bedrijfsvoering, maar wordt per direct overgeheveld naar de nieuwe aandeelhouder, doorgaans een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap. Deze overheveling kan de vorm hebben van een formele uitkering, maar tevens is mogelijk – zoals bij de overname van *PCM* – dat het doelwit een ongesecureerde lening verstrekt aan haar nieuwe aandeelhouder. Deze *upstream loan* resulteert weliswaar in een vordering van het doelwit op haar aandeelhouder, maar nu de acquisitievennootschap geen andere activa op haar balans heeft staan dan de aandelen in het doelwit, kan men vraagtekens plaatsen bij de realiteit van deze vordering.¹⁵⁴ De terugbetaling van de lening is volledig afhankelijk van de door het doelwit *zelf* in de toekomst uit te keren dividenden. De doorlening kan daarom economisch worden gelijkgesteld met een uitkering, en om die reden schreef art. 2:207c lid 2 BW tot 1 oktober 2012 voor dat een dergelijke lening moest worden behandeld als een uitkering.¹⁵⁵ Door de flexibilisering van het BV-recht is het in art. 2:207c BW vervatte steunverbod echter geschrapt. De wet legt daarom geen beperkingen meer op aan de omvang van de (door)lening. Evenmin staat de wet er nog langer aan in de weg dat de acquisitievennootschap *zelf* de bankfinanciering aantrekt, en het doelwit zich daarvoor hoofdelijk verbindt en zekerheden verstrekt.¹⁵⁶ Ook in dat geval is *de facto* sprake van een, zij het latente, materiële uitkering; de vennootschap neemt immers een latente verplichting op zich, zonder dat daar een reële tegenprestatie van de aandeelhouder tegenover staat.¹⁵⁷

De vraag dient zich aan welke grenzen het flexibele BV-recht stelt aan financiële steuntransacties, na het vervallen van de formele vereisten van art. 2:207c (oud) BW. Volgens de toelichting bij de wet Flex-BV dienen steuntransacties te worden getoetst aan het belang van de vennootschap en mogen deze niet worden aangegaan “tegen voorwaarden die niet aan gebruikelijke marktvoorwaarden zijn onderworpen of [indien zij] zeer ongunstig uitwerken voor de vennootschap”.¹⁵⁸ Maar wat

¹⁵³ Zie par. 17.4.4.

¹⁵⁴ Sterker nog, in de praktijk financiert de nieuwe aandeelhouder de acquisitievennootschap doorgaans met aandeelhoudersleningen, waarover de acquisitievennootschap een relatief hoog rentepercentage verschuldigd is. Deze leningen hoeven weliswaar meestal pas bij de *exit* van de nieuwe aandeelhouder te worden afgelost, maar hollen niettemin de vermogenspositie van de acquisitievennootschap verder uit.

¹⁵⁵ Een dergelijke lening was immers uitsluitend toegestaan voor zover de vennootschap over vrij uitkeerbare reservers beschikte en daarnaast diende de vennootschap een niet uitkeerbare reserve aan te houden voor het bedrag van de lening. Zie par. 16.9.4.

¹⁵⁶ Deze LBO-structuur wordt in de VS en in Duitsland al geruime tijd gehanteerd, nu daar nimmer een verbod op financiële steunverlening heeft gegolden voor de *corporation* resp. de GmbH.

¹⁵⁷ Zie ook par. 11.9.3 over de Duitse benadering in dezen.

¹⁵⁸ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 66.

betekent dit precies?¹⁵⁹ Zijn steuntransacties uitsluitend verboden als zij leiden tot continuïteitsproblemen, of moet de geciteerde overweging zo worden begrepen dat de vennootschap geen (steun)transacties met (of ten behoeve van) aandeelhouders mag verrichten die zij niet, tegen dezelfde voorwaarden, met een onafhankelijke derde was aangegaan? Als steuntransacties uitsluitend ‘*at arms length*’ mogen geschieden, zullen bestuurders geen medewerking moeten verlenen aan de hiervoor besproken transacties die kwalificeren als een materiële uitkering. De vennootschap mag dan uitsluitend krediet aan aandeelhouders verlenen tegen een marktconform rentepercentage, mogelijk tegen zekerheden op het vermogen van de aandeelhouder, en nimmer tot kredietverstrekking overgaan als de kredietwaardigheid van de aandeelhouder in het geding is. Dit laatste zou impliceren dat de vennootschap geen krediet mag verstrekken aan een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap in het kader van een LBO. Dienen alle transacties ‘*at arms length*’ te geschieden, dan is het tevens zeer de vraag of de vennootschap zich wel hoofdelijk mag verbinden voor de schuld van de aandeelhouder jegens de bank en daarvoor zekerheden mag verstrekken. Deze rechtshandelingen zou de vennootschap immers nooit verrichten met (of ten behoeve van) een onafhankelijke derde.

17.8.1.2 Materiële uitkeringen in het kader van concernfinanciering

Materiële uitkeringen kunnen zich niet alleen voordoen in het kader van een acquisitiefinanciering, maar tevens bij de financiering van concerns. Het is bijvoorbeeld gebruikelijk dat – uit praktische of fiscale overwegingen – bij intra-groeps-transacties de boekwaarde van de activa tot uitgangspunt wordt genomen.¹⁶⁰ Niet zelden is de werkelijke (markt)waarde van het overgedragen actief hoger, omdat *goodwill* en stille reserves niet in de boekwaarde tot uitdrukking komen. Als een dochtervennootschap tegen boekwaarde activa verkoopt aan haar moedervennootschap of aan een zustervennootschap, kan daarom sprake zijn van een materiële uitkering. Door de transactie wordt immers het reële eigen vermogen van de vennootschap verminderd ten behoeve van de aandeelhouder. Zijn dergelijke transacties, die dus niet ‘*at arms length*’ geschieden, toegestaan?

17.8.2 Normering van materiële uitkeringen

Materiële uitkeringen brengen vanzelfsprekend dezelfde risico’s mee voor de vennootschap en haar crediteuren als formele uitkeringen. Daar komt bij dat zij kunnen leiden tot benadeling van eventuele medeaandeelhouders die niet deelnemen in de materiële uitkering. Hierdoor rijst de vraag op welke wijze dergelijke transacties dienen te worden genormeerd, en in het bijzonder of art. 2:216 BW

¹⁵⁹ Ook Van der Zanden & Van der Zanden 2012, p. 190 menen dat deze overweging in de toelichting weinig houvast biedt.

¹⁶⁰ Zie over intra-groepstransacties Van den Ingh 1994.

daarop van toepassing is. In het buitenland wordt deze problematiek op verschillende manieren benaderd. In de Finse wet is bijvoorbeeld uitdrukkelijk bepaald dat slechts op vier specifiek omschreven manieren vermogen mag worden overgeheveld van de vennootschap naar haar aandeelhouders,¹⁶¹ en dat alle andere transacties “*that reduce the assets of the company or increase its liabilities without a sound business reason*”, verboden zijn.¹⁶² Deze benadering resulteert erin dat alle transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders ‘*at arms length*’ moeten geschieden.¹⁶³ In Duitsland en het Verenigd Koninkrijk wordt de kwestie enigszins anders benaderd; daar hanteert men juist een ruime definitie van het begrip ‘uitkering’, zodat alle transacties met aandeelhouders die leiden tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap binnen het bereik van de formele uitkeringsregels vallen.¹⁶⁴ Materiële uitkeringen zijn daarom slechts toegestaan voor zover de vennootschap over vrij uitkeerbare reserves beschikt.¹⁶⁵ Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat voorkomen moet worden dat materiële uitkeringen leiden tot een ongeoorloofde teruggave van het gebonden kapitaal.

In Nederland bestaat discussie over de vraag of art. 2:216 BW direct van toepassing is op materiële uitkeringen.¹⁶⁶ Een aantal juridische auteurs heeft daar in het verleden voor gepleit,¹⁶⁷ maar ik zou menen dat daar sinds de herziening van 2012 niet langer goede grond voor bestaat.¹⁶⁸ Aangezien het kapitaal van de BV thans voor uitkering vatbaar is, bestaat niet het risico dat materiële uitkeringen leiden tot een ongeoorloofde aantasting van het nominale kapitaal. Met andere woorden: het huidige Nederlandse BV-recht kent niet langer een op de balans gefixeerde grens aan uitkeringen die door materiële uitkeringen kan worden omzeild.¹⁶⁹

161 Te weten: de dividenduitkering, de aandeleninkoop, de kapitaalvermindering en de ontbinding.

162 Chapter 13, section 1, (3) *Finnish Companies Act*, ontleend aan Bruloot 2012, p. 574.

163 Van der Zanden heeft voor een dergelijke regel in Nederland gepleit: “Onjuiste prijsstelling voor levering van goederen of diensten tussen onderling afhankelijke partijen kan de positie van crediteuren en overigens ook minderheidsaandeelhouders ernstig schaden. Het zou wenselijk zijn daarvoor normen te stellen zoals een principe dat in beginsel moet worden afgerekend op prijzen die ‘at arms’ length base’ zijn bepaald.” (Van der Zanden 2006, p. 583).

164 Zie (voor Duitsland) par. 11.5. Zie (voor het VK) Ferran 2008, p. 243. In Nederland heeft Waaijer gepleit voor een ruime definitie van het begrip uitkering in art. 2:216 BW, zie Waaijer 2006, p. 589.

165 Daarom zijn in beide landen intra-groeptransacties tegen boekwaarde, terwijl de werkelijke waarde van het actief hoger ligt, verboden indien de vennootschap geen vrije reserves heeft. Zie Ferran 2008, p. 261.

166 Zie Asser/*Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-IIA* 2013, nr. 180 en de verwijzingen aldaar.

167 Dijkstelbloem 1998, Bier 2003, p. 274 en Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 113.

168 Aldus ook Lennarts 2007, p. 971.

169 Strikt genomen geldt nog wel een balanstoets als de vennootschap over wettelijke of statutaire reserves beschikt, maar gezien het zeer beperkte belang dat – ook door de wetgever – aan deze toets wordt toegekend, rechtvaardigt deze mijns inziens niet dat art. 2:216 BW direct van toepassing zou zijn op alle transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders die leiden tot een vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap.

De belangen van de crediteuren en medeaandeelhouders worden aldus beschermd door het algemene normenkader dat voortvloeit uit de artikelen 2:8, 2:9, 2:248, 6:162 BW en 42 Fw.¹⁷⁰ Zo volgt uit zijn taak, dat het bestuur slechts medewerking mag verlenen aan een materiële uitkering als daarmee het belang van de vennootschap wordt gediend.¹⁷¹ Als aan een transactie *uitsluitend* het oogmerk ten grondslag ligt om vermogen over te hevelen van de vennootschap naar de aandeelhouders, is daarvan mijns inziens geen sprake, zodat dan de weg van de formele uitkering moet worden bewandeld. Het is echter goed mogelijk dat een materiële uitkering wél in het belang is van de vennootschap, bijvoorbeeld omdat de materiële uitkering een noodzakelijk gevolg is van een efficiënt systeem van concernfinanciering, of omdat een financiële steuntransactie het mogelijk maakt dat een bepaalde aandeelhouder een belang in de vennootschap verwerft of uitbreidt, en aldus de stabiliteit van de vennootschap gewaarborgd wordt.¹⁷² In dat geval mag de vennootschap de transactie verrichten, maar zullen het bestuur en de betrokken aandeelhouder de belangen van de crediteuren en eventuele medeaandeelhouders in acht moeten nemen. Dit betekent ten eerste dat de materiële uitkering niet mag plaatsvinden als voorzienbaar is dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zal komen. Vindt de transactie onder deze omstandigheden toch plaats, dan kan zij meestal met een beroep op de pauliana worden vernietigd.¹⁷³ In hoofdstuk 19 zal nader worden ingegaan op de aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW van de aandeelhouder die onder deze omstandigheden toch medewerking aan de transactie verleent. Daarnaast zou ik, gelet op een gelijke behandeling van aandeelhouders in het kader van de artikelen 2:8 en 2:9 BW, menen dat een vennootschap waarin meer aandeelhouders deelnemen, uitsluitend materiële uitkeringen mag doen als alle aandeelhouders (naar rato van hun gerechtigdheid tot de winst) daarin participeren, of alle aandeelhouders daarmee hebben ingestemd, bijvoorbeeld door een met algemene stemmen genomen AV-besluit.¹⁷⁴ Het feit dat intra-groepstransacties of rechtshandelingen in het kader van een financiële steunverlening resulteren in een materiële uitkering, dient dus niet *zonder meer* te leiden tot ongeldigheid van de transacties of aansprakelijkheid van de betrokkenen.

17.9 Conclusie

Sinds de flexibilisering van het BV-recht wordt de financieringsvrijheid van aandeelhouders nauwelijks nog beperkt door formele, absoluut geformuleerde kapitaalregels. De crux van de crediteurenbescherming is thans gelegen in art. 2:216 BW, waarin is bepaald dat aandeelhouders zich dienen te onthouden van uitkeringen als

170 Zie ook De Kluiver 2006, p. 574.

171 Aldus ook Van Olffen 2006, p. 95.

172 Van Olffen 2006, p. 95.

173 Zie hoofdstuk 18.

174 Aldus ook ten aanzien van financiële steunverlening Van Olffen 2006, p. 95 en Hooft 2011, p. 159.

redelijkerwijs wordt voorzien dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zal raken. De op de jaarrekening gebaseerde uitkeringstest is kortom ingewisseld voor een open geformuleerde, bedrijfseconomische norm, die aan de hand van alle relevante omstandigheden van het geval moet worden ingevuld. Aandeelhouders kunnen sinds 1 oktober 2012 niet langer zonder tussenkomst van het bestuur vermogen aan de vennootschap onttrekken, nu het bestuur een vetorecht in de besluitvormingsfase heeft gekregen. Hoewel de formulering van art. 2:216 lid 2 BW en de parlementaire toelichting daarbij in een andere richting wijzen, meen ik dat aandeelhouders en bestuurders onder omstandigheden ook het belang van de vennootschap moeten meewegen bij de besluitvorming over onttrekkingen. Ongeoorloofde uitkeringen kunnen leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders en tot een restitutieverplichting voor aandeelhouders die op het moment van ontvangst van de uitkering wisten of redelijkerwijs behoorden te voorzien dat de vennootschap na de uitkering in continuïteitsproblemen zou geraken. Als zowel de bestuurders als de aandeelhouders behoorden te voorzien dat op de uitkering continuïteitsproblemen zouden volgen, rust de draagplicht op de aandeelhouders, die immers door de ongeoorloofde onttrekking zijn gebaat. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat een aandeelhouder vanwege zijn nauwe betrokkenheid bij een financiële herstructurering kwalificeert als feitelijk beleidsbepaler en uit dien hoofde aansprakelijk is.

HOOFDSTUK 18

VERMOGENSONTTREKKING & FAILLISSEMENTSPAULIANA

18.1 Inleiding

Dit hoofdstuk biedt een analyse van de grenzen die de faillissementspauliana stelt aan vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, in het bijzonder aan de uitkering van dividend. Eerst komt aan bod hoe de dividenduitkering dient te worden ingepast in het systeem van de pauliana. Vervolgens wordt ingegaan op de vernietiging van een dividend dat onderdeel uitmaakt van een groter samenstel van rechtshandelingen. Tot slot zal worden gezien of de pauliana kan worden ingeroepen tegen een samenstel van rechtshandelingen dat leidt tot een vermogensonttrekking, als was er sprake van één rechtshandeling, en in het bijzonder of een dergelijke geconsolideerde benadering naar Amerikaanse snit wenselijk zou zijn bij de toepassing van de faillissementspauliana op *leveraged buyouts*.

18.2 Introductie faillissementspauliana

18.2.1 Inleiding

Net als in de Verenigde Staten en Duitsland wordt in Nederland de financieringsvrijheid van aandeelhouders niet uitsluitend beperkt door vennootschapsrechtelijke regels. Ook het faillissementsrecht stelt grenzen aan de vrijheid van de vennootschap om naar eigen inzicht over haar vermogen te beschikken. De beperkingen die zijn neergelegd in het faillissementsrecht beogen te bewerkstelligen dat het verhaalsvermogen in de zin van art. 3:276 BW ook daadwerkelijk in faillissement voor de schuldeisers beschikbaar is, en dat de *paritas creditorum* ex art. 3:277 BW die geldt in een concursus, ook een zekere werking heeft in de periode voorafgaand aan het faillissement.¹ In dit kader ontlenen de crediteuren van de vennootschap een belangrijke bescherming aan de (faillissements)pauliana.² De faillissementspauliana is een aan de curator toekomende bevoegdheid tot buitengerechtelijke vernietiging van bepaalde rechtshandelingen, die ertoe strekt de boedel te reconstrueren en te

¹ De Weijs 2011 (Groene Serie), aant. A2 bij art. 42 Fw.

² Zie over de faillissementspauliana in het algemeen Van Koppen 1988, Faber 2005, p. 307 e.v., Van Dijk 2006, Wessels Insolventierecht III, 3e druk, 2010, nr. 3017 e.v., De Weijs 2010a en Van der Weijden 2012.

herstellen hetgeen oorspronkelijk voor verhaal van de schuldeisers aanwezig was.³ Anders gezegd beoogt de regeling bepaalde rechtshandelingen ongedaan te maken die de schuldenaar enige tijd voor faillissement heeft verricht en die hebben geleid tot benadeling van zijn crediteuren.

De curator is exclusief bevoegd tot het instellen van de faillissementspauliana. Deze mogelijkheid komt aan de schuldeisers zelf dus niet toe.⁴ Een succesvol beroep op de pauliana heeft (al dan niet gedeeltelijke) vernietiging van de bestreden rechtshandeling tot gevolg. De vernietiging heeft terugwerkende kracht en een goederenrechtelijk effect: daardoor ontstaat niet een plicht tot schadevergoeding maar een plicht voor de wederpartij tot teruggave van het ontvangen goed, of een verplichting de waarde daarvan te vergoeden. Een succesvol beroep op de pauliana leidt kortom tot een restitutieplichting.

18.2.2 Vereisten voor een succesvol beroep op de pauliana

18.2.2.1 Aantasting van een onverplichte rechtshandeling om niet of om baat

De paulianaregeling maakt een principieel onderscheid tussen de aantasting van onverplichte rechtshandelingen en verplichte rechtshandelingen. Een onverplichte rechtshandeling kan ingevolge art. 42 Fw slechts worden vernietigd als deze heeft geleid tot benadeling van schuldeisers, terwijl de schuldenaar ten tijde van het verrichten van de rechtshandeling wist of behoorde te weten dat benadeling daarvan het gevolg zou zijn. Art. 42 Fw maakt ten aanzien van onverplichte rechtshandelingen een onderscheid tussen 'rechtshandelingen anders dan om niet' (hierna: om baat) en 'rechtshandelingen om niet'. Als het een rechtshandeling om baat betreft, is voor vernietiging vereist dat ook degene met of jegens wie de schuldenaar de rechtshandeling verrichtte, wist of behoorde te weten dat daarvan benadeling van de schuldeisers het gevolg zou zijn.⁵ Indien de schuldenaar een rechtshandeling om niet heeft verricht, is voor vernietiging geen wetenschap van benadeling aan de zijde van de wederpartij vereist.

18.2.2.2 Bewijsvermoedens bij onverplichte rechtshandelingen

Voor een succesvol beroep op art. 42 Fw zal de curator dus moeten aantonen dat de schuldenaar en – bij een rechtshandeling om baat – ook de wederpartij wetenschap van benadeling hadden of behoorden te hebben. In de praktijk blijkt deze bewijslast

³ Wessels III 2010, nr. 3033.

⁴ Art. 49 Fw. Met uitzondering van de mogelijkheid die schuldeisers hebben om de toelating van een vordering te bestrijden op aan de faillissementspauliana ontleende gronden, zie lid 2.

⁵ Art. 42 lid 2 Fw. Bij de aantasting van rechtshandelingen om baat is van belang of het gaat om een meerzijdige of eenzijdige rechtshandeling. Bij eenzijdige rechtshandelingen om baat die *niet* gericht zijn tot een of meer bepaalde personen, geldt het wetenschapsvereiste aan de zijde van de wederpartij niet.

zwaar te wegen.⁶ De artikelen 43 en 45 Fw komen de curator daarom tegemoet met een aantal bewijsvermoedens. Als binnen een jaar voor de faillietverklaring een rechtshandeling onverplicht *om baat* is verricht en de schuldeisers daardoor zijn benadeeld, wordt op grond van art. 43 Fw de wetenschap van zowel de schuldenaar als de wederpartij in bepaalde gevallen vermoed te hebben bestaan.⁷ Dit vermoeden geldt in drie categorieën van gevallen, waarvan de derde categorie – die ziet op rechtshandelingen die de schuldenaar verricht met gerelateerde partijen – voor het onderhavige onderzoek primair van belang is.⁸ Zo geldt bijvoorbeeld het bewijsvermoeden als de schuldenaar een rechtspersoon is en de rechtshandeling is verricht met een bestuurder, commissaris, groepsmaatschappij in de zin van art. 2:24b BW of een natuurlijk persoon die als aandeelhouder rechtstreeks of middellijk voor ten minste de helft van het geplaatste kapitaal deelneemt in de betreffende rechtspersoon.⁹

Daarnaast bepaalt art. 45 Fw dat bij een onverplichte rechtshandeling *om niet* die de schuldenaar binnen een jaar voor de faillietverklaring heeft verricht, vermoed wordt dat hij wist of behoorde te weten dat benadeling van schuldeisers daarvan het gevolg zou zijn, ongeacht met wie de rechtshandeling is verricht. Staat dus eenmaal vast dat een onverplichte rechtshandeling die binnen een jaar voor faillissement plaatsvond, moet worden aangemerkt als ‘om niet’, dan zal de wederpartij moeten bewijzen dat de schuldenaar géén wetenschap van benadeling had. De praktijk wijst uit dat de wederpartij zelden slaagt in de weerlegging van het vermoeden.¹⁰

6 Wessels 2004, p. 162-169.

7 Zie sub 4 en 5 van lid 1 van art. 43 Fw. In de MvT bij art. 43 Fw is overwogen: “Er zijn een aantal handelingen, waarvan, vooral wanneer zij in den vooravond van een faillissement verricht worden, terecht getuigd mag worden dat zij een verdacht karakter dragen, waartoe gewoonlijk wordt overgegaan in het volle bewustzijn dat de schuldeisers er door benadeeld worden en die het bewijs daarvan als het ware in zich zelve dragen. Eene omkeering van den bewijslast schijnt hier aangewezen.” (Van der Feltz 1896, p. 442-443).

8 De eerste categorie betreft de overeenkomsten waarbij de waarde van de verbintenis aan de zijde van de schuldenaar aanmerkelijk die der verbintenis aan de andere zijde overtreft (art. 43 lid 1 sub 1° Fw). De tweede categorie betreft de zekerheidstelling voor of betaling van een niet opeisbare schuld (art. 43 lid 1 sub 2° Fw). De derde categorie betreft ten slotte de rechtshandelingen met bepaalde aan de schuldenaar gerelateerde personen (art. 43 lid 1 sub 3° tot en met 6° Fw).

9 De Weijs heeft opgemerkt dat (enigszins opmerkelijk) een vennootschap die meer dan 50 procent van de aandelen in een andere rechtspersoon houdt, niet automatisch onder art. 43 lid 1 sub 5 Fw valt en evenmin onder 43 lid 1 sub 6 Fw, omdat daarmee niet zonder meer sprake is van een groep. Hij merkt op dat dit bij de parlementaire behandeling wel is opgemerkt, maar niet expliciet is toegevoegd. In de toelichting (Kortman & Faber 1995, p. 242) is eenvoudigweg opgemerkt dat dit geval wel onder 6 begrepen is: “De situatie dat de ene rechtspersoon voor ten minste de helft deelneemt in het kapitaal van de andere rechtspersoon valt onder onderdeel 6.” Zie De Weijs 2011 (Groene Serie), aant. 8 bij art. 43 Fw.

10 Kortmann 1995, p. 443.

Aanvankelijk golden de bewijsvermoedens van art. 43 en 45 Fw alleen bij rechtshandelingen die waren verricht binnen 40 dagen voor faillissement. Door de *Derde Misbruikwet*,¹¹ die tevens de bewijsvermoedens in het tweede lid van art. 2:138/248 BW introduceerde, werd de termijn in art. 43 en 45 Fw verlengd tot een jaar voor faillissement, omdat de termijn van 40 dagen “in de praktijk herhaaldelijk te kort [was] gebleken en [...] daarom aan een aanmerkelijk langere termijn de voorkeur werd gegeven.” Volgens de toelichting bij de wet mocht “worden verwacht dat hierdoor de positie van de curator aanzienlijk [werd] versterkt”.¹²

18.2.2.3 Aantasting van een verplichte rechtshandeling

Slechts onder uitzonderlijke omstandigheden kan een curator een door de schuldenaar verplicht verrichte rechtshandeling vernietigen. Art. 47 Fw vereist voor de vernietiging van de voldoening van een opeisbare schuld dat de wederpartij wist van een aanhangige faillissementsaanvraag óf dat sprake was van overleg tussen de schuldenaar en de schuldeiser teneinde deze laatste te bevoordelen boven de andere schuldeisers. De Hoge Raad heeft overwogen dat het tweede criterium restrictief moet worden uitgelegd, in die zin dat er sprake moet zijn van samenspanning.¹³ De vereisten voor de vernietiging van een verplichte rechtshandeling zijn daarom significant zwaarder dan voor de vernietiging van een onverplichte rechtshandeling. De kwalificatie van de rechtshandeling als verplicht of onverplicht heeft dus aanzienlijke gevolgen voor de kans van slagen van het beroep op de pauliana.¹⁴

18.3 Pauliana en dividend

18.3.1 De pauliana is van toepassing op dividenduitkeringen

De faillissementspauliana wordt niet zelden ingeroepen in vennootschappelijke verhoudingen, bijvoorbeeld tegen rechtshandelingen verricht in het kader van de financiering bij oprichting, concernfinanciering en sterfhuisconstructies.¹⁵ Het uitgangspunt is dat transacties tussen onderling verbonden vennootschappen en tussen

¹¹ Wet van 16 mei 1986, *Stb.* 275.

¹² *Kamerstukken II* 1980/81, 16 631, nr. 3, p. 12.

¹³ HR 24 maart 1995, *NJ* 1995, 628 (*Van Dooren q.q. I*). In de rechtspraak is soms, behoudens tegenbewijs, samenspanning aangenomen bij verplichte rechtshandelingen met nauw gerelateerde partijen verricht op een moment dat de schuldenaar en de schuldeiser kennis hadden van de slechte financiële positie van de schuldenaar. Zie HR 7 maart 2003, *JOR* 2003/102 (*Cikam/Siemon q.q.*).

¹⁴ Faber 2005, p. 316.

¹⁵ Zie bijvoorbeeld Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48. Het Hof Arnhem heeft echter geoordeeld dat de pauliana *niet* van toepassing is op een splitsingsbesluit (zie hof Rb. Zutphen 29 december 2010, *JOR* 2011/302 en Hof Arnhem 25 september 2012, *LJN* BX8863 (*Favini*), r.o. 4.16. Zie over deze zaak Schoonbrood & Van de Hoek 2011, p. 883-885).

aandeelhouders en hun vennootschappen, op hun merites aan de artikelen 42 Fw e.v. moeten worden getoetst.¹⁶

In lijn hiermee wordt algemeen aangenomen dat de (faillissements)pauliana tevens van toepassing is op uitkeringen aan aandeelhouders. Hoewel de Hoge Raad dit nooit uitdrukkelijk heeft overwogen, bestaat hierover in de juridische literatuur geen discussie.¹⁷ Ook in de lagere rechtspraak is deze toepasselijkheid meermalen aanvaard.¹⁸ Verschil van mening bestaat niettemin over de wijze waarop de dividenduitkering in het systeem van de pauliana moet worden ingepast. Mijns inziens mag het daarom opmerkelijk heten dat in de omvangrijke toelichting bij de wet Flex-BV nauwelijks aandacht is besteed aan de mogelijke samenloop van art. 2:216 BW met de pauliana. Pas tijdens het debat in de Eerste Kamer, en vanwege specifiek daarop gerichte vragen van de Kamerleden, heeft het departement enig licht laten schijnen op deze kwestie. In de *Eerste Memorie van Antwoord* werd aanvankelijk gesuggereerd dat de in art. 2:216 lid 3 BW vervatte restitutieverplichting voor aandeelhouders een lex specialis van de (faillissements)pauliana betrof.¹⁹ Deze overweging gaf echter aanleiding tot kritiek in de juridische literatuur, en tot nieuwe Kamervragen, zodat het departement in de *Tweede Memorie van Antwoord* op haar schreden terugkeerde.²⁰ Daarin werd uitdrukkelijk overwogen dat art. 2:216 lid 3 BW niet in de weg staat aan de vernietiging van een dividend op grond van de pauliana.²¹

¹⁶ Wessels III 2010, nr. 3280.

¹⁷ Zie Schutte-Veenstra 2012, p. 183-184, Boschma & Schutte-Veenstra 2012b, par. 3.4, Stokkermans 2012, voetnoot 6, De Weijs & Barneveld 2010, p. 38-47, Van Schilfgaarde/Winter 2009, nr. 91, Hoff 2009, p. 26, A-G Timmerman in zijn conclusie bij HR 19 december 2008, *JOR* 2009/172 en *NJ* 2009, 220 (*Air Holland*), Verkerk 2008, p. 49, Wessels 2007, p. 66, Lennarts 2006c, p. 12, en Winter 1992, p. 236.

¹⁸ Rb. Midden-Nederland 16 januari 2013, *JOR* 2013/97 (*De Vries q.q./Tijhuis*), Rb. Den Haag 9 januari 2013, *JOR* 2013/96 (*Berntsen q.q./Van Noorden*), Hof Arnhem 27 maart 2012, r.o. 4.25 (*Udo Holding*) (niet gepubliceerd), Rechtbank Utrecht (vr) 23 april 2010, *JOR* 2011/91 (*Boers q.q./Kasberg Beheer*).

¹⁹ De minister overwoog: “Artikel 216 bevat een specifieke regeling ten opzichte van de algemene regeling van de actio pauliana. Het ligt dan in de rede dat de vennootschap, dan wel de curator, zich beroept op artikel 216 en niet op artikel 42 Fw ingeval een uitkering heeft geleid tot het niet kunnen voortgaan met het betalen van de opeisbare schulden door de vennootschap [...]. [...] Na goedkeuring ontvangen de aandeelhouders de uitkering en zal de curator zich op artikel 216 kunnen beroepen om (een deel van) de uitkering terug te vorderen; ook hier zal de curator artikel 42 Fw niet nodig hebben” (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, C, p. 13).

²⁰ Zie Schutte-Veenstra 2012, p. 183-184 en mijn noot onder *JOR* 2012/166.

²¹ Aan de minister was de vraag gesteld of “het weliswaar ‘in de rede ligt’ dat een curator zijn vordering jegens de aandeelhouders vanwege een ongeoorloofde uitkering primair baseert op de bijzondere regel in het voorgestelde artikel 216 lid 3, maar dat aantasting van een dividenduitkering op grond van de faillissementspauliana, indien deze voldoet aan de eisen van artikel 42 Faillissementswet, tevens mogelijk blijft.” Daarop antwoordde de minister dat “het voorgestelde artikel 216 er niet aan in de weg dat de curator ten aanzien van een dividenduitkering een beroep doet op andere gronden voor aansprakelijkheid. Hetzelfde geldt voor het inroepen van gronden voor aantasting van het uitkeringsbesluit.” (*Kamerstukken I* 2011/12, 31 058, E, p. 16).

18.3.2 De pauliana als vangnet van crediteurenbescherming

Uit het vorige hoofdstuk blijkt dat sinds de flexibilisering van het BV-recht de Nederlandse uitkeringsregeling een hoge mate van gelijkenis vertoont met de flexibele regeling in de Amerikaanse RMBCA.²² Anders dan in Duitsland, waar men heeft vastgehouden aan het systeem van kapitaalbescherming,²³ biedt het huidige Nederlandse vennootschapsrecht, in navolging van de Amerikaanse regels, aandeelhouders *ex ante* veel vrijheid ten aanzien van de financiering van de vennootschap. De crediteuren worden in de VS primair door *fraudulent transfer law* beschermd tegen vermogensonttrekkingen door aandeelhouders.²⁴ Amerikaanse curatoren die menen dat de gezamenlijke crediteuren zijn benadeeld door uitkeringen procederen veel vaker op grond van de *Bankruptcy Code* dan op voet van de vennootschapsrechtelijke uitkeringsregels. In Duitsland blijken daarentegen juist de kapitaalregels een veel grotere rol te spelen dan de *Insolvenzanfechtung*.²⁵ Mijns inziens illustreert dit verschil dat de vennootschapsrechtelijke financieringsregels en het faillissementsrecht communicerende vaten zijn op het gebied van de crediteurenbescherming. Nu de formele kapitaalregels in Nederland zijn geschrapt, zal de pauliana mogelijk een belangrijkere rol gaan spelen bij de (*ex post*) normering van vermogensonttrekkingen, te meer nu uit de hiernavolgende analyse zal blijken dat de pauliana curatoren soms meer mogelijkheden biedt om onttrekkingen ongedaan te maken dan de regeling in art. 2:216 lid 3 BW.

Ook Engert heeft gewezen op de “critical link” tussen de vennootschapsrechtelijke kapitaalregels en de pauliana-regels: “*The Revised Model Business Corporation Act alone does not even reflect the American model. European lawmakers must look beyond corporation law to understand how the alternative to legal capital works. Dismantling legal capital without supplementing additional safeguards would make European law far more permissive than the U.S.*”²⁶

Dit neemt evenwel niet weg dat belangrijke vragen resteren over de wijze waarop de pauliana moet worden toegepast op uitkeringen aan aandeelhouders. In het hiernavolgende zal op die vragen nader worden ingegaan, door te bezien tegen welke rechtshandeling de pauliana kan worden gericht, hoe deze rechtshandeling dient te worden gekwalificeerd, waaruit de door een uitkering veroorzaakte benadeling

22 Zie hoofdstuk 5.

23 Zie par. 11.5.3.

24 Zie hoofdstuk 6.

25 Zie hoofdstuk 12.

26 Engert 2006, p. 52.

bestaat, hoe het wetenschapsvereiste bij benadelende uitkeringen dient te worden ingevuld en wat de gevolgen zijn van vernietiging van een dividend.

18.4 Tegen welke rechtshandeling kan de pauliana worden gericht?

18.4.1 Een uitkering bestaat uit drie rechtshandelingen

De pauliana moet worden ingeroepen tegen een door de schuldenaar verrichte rechtshandeling. Sinds de herziening van het BV-recht in 2012 bestaat een dividend-uitkering uit (ten minste) een drietal rechtshandelingen: het uitkeringsbesluit van de AV, het goedkeuringsbesluit van het bestuur en de daadwerkelijke uitkering (die doorgaans de vorm zal hebben van betaalbaarstelling van het dividend, maar ook kan bestaan uit een beroep op verrekening door de vennootschap of de aandeelhouder).²⁷ De vraag tegen welke rechtshandelingen de pauliana kan worden gericht is van belang, nu het mogelijk is dat op het moment van het AV-besluit nog geen wetenschap van benadeling bestaat, terwijl deze wetenschap – vanwege gewijzigde omstandigheden – wel aanwezig is tijdens het goedkeuringsbesluit en/of de daadwerkelijke uitkering.

18.4.2 Vernietiging van de vennootschappelijke besluitvorming

Vennootschappelijke besluitvorming staat aan aantasting bloot op grond van de artikelen 2:14 en 2:15 BW.²⁸ In art. 2:15 lid 1 BW is uitdrukkelijk bepaald dat de daarin vervatte vernietigingsmogelijkheid niet in de weg staat aan het elders in de wet omtrent de mogelijkheid van vernietiging bepaalde. Vennootschappelijke besluiten kunnen dus ook op grond van de (faillissements)pauliana vernietigd worden, zo is inmiddels communis opinio. Dit geldt tevens voor de besluitvorming inzake uitkeringen.²⁹ Dit betekent dat zowel het door de AV genomen uitkeringsbesluit, als het door het bestuur (al dan niet impliciet) genomen goedkeuringsbesluit

27 Hoff meent kennelijk anders dat “het nemen van een dividendbesluit en het in aansluiting daarop uitbetalen van het dividend aangemerkt dient te worden als een (samengestelde) meerzijdige rechtshandeling [...]” (Hoff 2009, p. 23). Deze benadering verdient mijns inziens niet de voorkeur, nu zij aanleiding geeft tot lastige vragen over onder meer het (peil)moment waarop de wetenschap van betrokkenen bepalend is en de kwalificatie van de uitkering als verplichte of onverplichte rechtshandeling en als om niet of als om baat.

28 Van Schilfgaarde/Winter 2009, § 91.

29 Winter overweegt bijvoorbeeld in zijn proefschrift: “Aan [een] uitkering ligt meestal een besluit ten grondslag van een daartoe bevoegd orgaan van de dochtervennootschap. [...] De curator zal daarom het uitkeringsbesluit moeten aantasten. [...] Vennootschapsbesluiten kunnen door de actio pauliana worden vernietigd.” (Winter 1992, p. 236). Zie ook *Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II* 1997, § 135, Schutte-Veenstra 2003, par. 4, Lennarts 2006c, p. 12, Verkerk 2008, p. 50 en Van Schilfgaarde/Winter 2009, § 91. Hoewel Timmerman ooit verdedigde dat de curator besluitvorming louter zou kunnen aantasten op basis van de vennootschappelijke regels (Timmerman 1991, p. 80), heeft ook hij inmiddels (in zijn hoedanigheid van Advocaat-Generaal) overwogen: “een dividendbesluit kan →

door de curator kan worden vernietigd als aan de eisen van de artikelen 42 Fw e.v. is voldaan. Beide besluiten kunnen worden aangemerkt als een ‘door de schuldenaar’ verrichte rechtshandeling. Besluiten van organen worden immers toegerekend aan de rechtspersoon.³⁰

Zo oordeelde het Hof Arnhem terecht “dat het besluit van de algemene vergadering van aandeelhouders tot dividenduitkering extern als een besluit van de vennootschap moet worden aangemerkt. Met dit besluit wordt ontegenzeggelijk een op rechtsgevolg gerichte wil geopenbaard, zodat sprake is van een rechtshandeling.”³¹

Met name als er een langere periode heeft gelegen tussen het AV-besluit en het goedkeuringsbesluit van het bestuur, kan het voor de curator aantrekkelijk zijn om de pauliana tegen het laatst genomen besluit te richten, met het oog op de vereiste wetenschap van benadeling ten tijde van het nemen van het besluit en de termijnen voor de wettelijke vermoedens in de artikelen 43 en 45 Fw.

18.4.3 Vernietiging van de daadwerkelijke uitkering?

De curator kan de pauliana niet alleen inroepen tegen de besluitvorming die aan de uitkering ten grondslag ligt, maar kan tevens zijn pijlen richten op de rechtshandeling van de *daadwerkelijke* uitkering.³² Vóór de herziening van het BV-recht in 2012 bestond daaraan regelmatig behoefte. Onder het oude recht dienden uitkeringen op het moment van het uitkeringsbesluit te worden getoetst aan art. 2:216 BW en schreef de wet geen maximale termijn voor waarbinnen de daadwerkelijke uitkering moest plaatsvinden na de besluitvorming. Daarom lag er regelmatig een ruime tijdsperiode tussen het uitkeringsbesluit en de daadwerkelijke (betaalbaarstelling van de) uitkering. Niet zelden was ten tijde van het uitkeringsbesluit nog geen crediteurenbenadeling voorzienbaar, maar op het latere moment van de

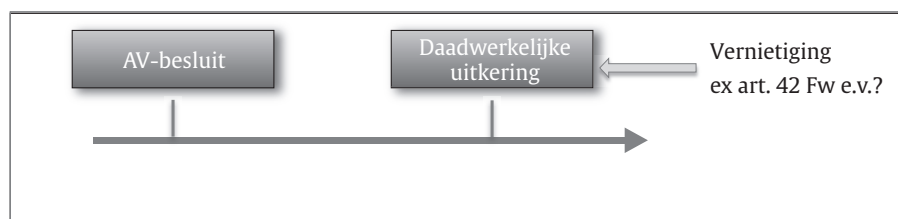
voor vernietiging in aanmerking komen op grond van de Pauliana.” (HR 19 december 2008, *JOR* 2009/172, *NJ* 2009, 220 (*Air Holland*), conclusie A-G Timmerman, overweging 4.17). Wessels neemt een ander standpunt in. Zijns inziens is het (AV-)besluit tot uitkering een “rechtspersonenrechtelijke rechtshandeling van eigen aard”, die geen object van de pauliana kan zijn (Wessels Insolventierecht III, 3e druk, 2010, § 3045. Zie ook Wessels 2007, p. 65). Wessels overweegt: “Het besluit is een rechtshandeling van vennootschapsrechtelijke en vermogensrechtelijke aard. Het verschaft het bevoegde orgaan de rechtspersonenrechtelijke bevoegdheid het besluit verder uit te voeren. Vermogensrechtelijk fungeert het besluit als bron van gehoudenheid. In de ruime benadering van het begrip ‘rechtshandeling’ in art. 42 lid 1 die ik voorsta zou inderdaad vernietiging mogelijk zijn, zij het dat ik meen dat de rechtspersonenrechtelijke aard van het besluit haar buiten het bereik van de bevoegdheid van de curator brengt.” (Wessels Insolventierecht III, 3e druk, 2010, § 3064).

³⁰ Zie art. 2:16 lid 2 BW en Asser/Maeijer 2-II, nr. 125.

³¹ Hof Arnhem 27 maart 2012, r.o. 4.25 (*Udo Holding*) (niet gepubliceerd). Deze uitspraak zag op een uitkering die plaatsvond onder ‘oud’ recht.

³² Ook Wessels III 2010, § 3064, overweegt dat de curator “de op [het] besluit gebaseerde rechtshandeling” kan vernietigen.

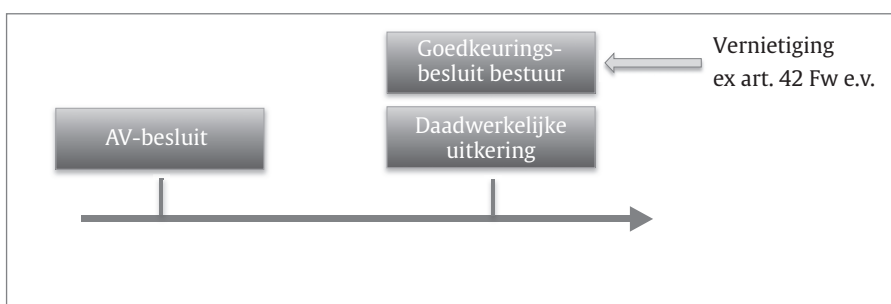
betalbaarstelling wel.³³ Als de curator in dat geval de besluitvorming in stand liet, en *uitsluitend de betaalbaarstelling* van het dividend trachtte te vernietigen, rees een aantal moeilijke vragen (zie figuur 1). Zo bestond onduidelijkheid over de kwalificatie van de betaalbaarstelling van een dividend waaraan een geldig uitkeringsbesluit ten grondslag lag: was sprake van een verplichte of onverplichte rechtshandeling en van een rechtshandeling om niet of om baat?³⁴ Daarnaast rees de vraag of de aandeelhouder na een succesvolle vernietiging van de betaalbaarstelling van het dividend, zijn vordering uit hoofde van het uitkeringsbesluit ter verificatie kon indienen.³⁵



Figuur 1 – Tijdlijn oud recht

- ³³ Zie voor een sprekend voorbeeld Rb. Den Haag 9 januari 2013, *JOR* 2013/96 (*Berntsen q.q./Van Noorden*), r.o. 4.2.1.
- ³⁴ Winter 1992, p. 236 heeft overwogen dat de uitkering door het besluit verplicht is. Dit is eveneens overwogen in Rechtbank Utrecht (vr) 23 april 2010, *JOR* 2011/91 (*Boers q.q./Kasberg Beheer*), r.o. 4.8 en Rb. Den Haag 9 januari 2013, *JOR* 2013/96 (*Berntsen q.q./Van Noorden*), r.o. 4.2.1. Anders: Barneveld & De Weijs 2010 en Wessels III 2010, § 3045.
- ³⁵ Zo was het (onder het oude BV-recht) volgens Hoff “niet voor betwisting vatbaar” dat aandeelhouders door het uitkeringsbesluit reguliere, concurrente schuldeisers van de vennootschap werden (Hoff 2009, p. 22). Ook Schoonbrood-Wessels heeft overwogen dat een dividendbesluit een concurrente vordering van de aandeelhouder tot betaling van het dividend in het leven roept (Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 913). Zie ik het goed, dan gaat Maeijer in zijn noot bij het *Nimox*-arrest uit van een achtergestelde positie van een vordering uit hoofde van een dividendbesluit (HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 171 (*Nimox*)). Ook Bekkers heeft bepleit dat de dividendvordering moet worden achtergesteld bij de overige crediteuren (Bekkers 2003, p. 224-228). Vgl. De Weijs & Barneveld 2010. In het buitenland wordt de dividendvordering van de aandeelhouder niet zonder meer in faillissement toegelaten. Eerder in dit boek werd bijvoorbeeld besproken dat in Duitsland uit § 30 GmbHG wordt afgeleid dat de vorderingen van aandeelhouders uit hoofde van (nog niet betaalbaar gestelde) dividenden in faillissement worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren (zie par. 11.4.3). De uitkering dient op het moment van de daadwerkelijke betaalbaarstelling ten laste te kunnen worden gebracht van vrije reserves, en die ontbreken per definitie in faillissement, zo is de gedachte. In Engeland is zelfs uitdrukkelijk in de wet geregeld dat alle vorderingen die verband houden met nog niet uitbetaald dividend in faillissement zijn achtergesteld (§ 74 lid 2 sub f van de *Insolvency Act 1986*). In de Verenigde Staten onderscheidt de dividendvordering zich daarentegen niet van een reguliere vordering en dient deze daarom in faillissement als zodanig behandeld te worden (zie par. 5.3.6).

Onder het huidige BV-recht spelen deze vragen mijns inziens niet langer. Zoals in hoofdstuk 17 aan bod kwam, haakt de uitkeringsregeling sinds 1 oktober 2012 aan bij het moment van de *daadwerkelijke* uitkering (doorgaans de betaalbaarstelling); het goedkeuringsbesluit van het bestuur is voorwaardelijk aan de aanwezigheid van voldoende uitkeringsruimte op het moment van de daadwerkelijke uitkering.³⁶ De daadwerkelijke uitkering valt dus samen met het (definitieve) goedkeuringsbesluit van het bestuur. De curator kan daarom de pauliana richten tegen dit bestuursbesluit, zodat vernietiging van de daadwerkelijke uitkering niet langer nodig is (zie figuur 2).



Figuur 2 – Tijdlijn huidig recht

18.5 Kwalificatie van een uitkering

18.5.1 Verplicht of onverplicht?

Een rechtshandeling is onverplicht verricht als daartoe geen op wet of overeenkomst berustende verplichting bestaat.³⁷ De voldoening van een opeisbare schuld kwalificeert als een verplichte rechtshandeling; de voldoening van een niet-opeisbare schuld wordt aangemerkt als onverplicht. Zowel het uitkeringsbesluit van de AV, als het goedkeuringsbesluit van het bestuur moet daarom worden aangemerkt als een onverplichte rechtshandeling.³⁸ Er bestaat voor de AV, noch voor het bestuur een verplichting tot het nemen van het besluit. Integendeel, de wet schrijft voor dat uitkeringsbesluiten slechts onder bepaalde omstandigheden mogen worden genomen. De besluiten kunnen daarom worden vernietigd als aan de lichtere vereisten van art. 42 Fw is voldaan.

Ook het Hof Arnhem heeft uitdrukkelijk overwogen dat een uitkeringsbesluit van de AV een onverplichte rechtshandeling betreft: “[U]it het bepaalde in artikel 2:216 BW

³⁶ Zie par. 17.3.2.5.

³⁷ HR 8 januari 1937, *NJ* 1937, 431 (*Van der Feltz q.q./Hoornsche Crediet- en Effectenbank*).

³⁸ Aldus ook (ten aanzien van het AV-besluit) Winter 1992, p. 236 en Lennarts 2006, p. 13.

(dat de winst aan de aandeelhouders ten goede komt) [volgt] niet dat er een verplichting tot winstuitkering bestaat. Artikel 14 lid 2 van de statuten van [de vennootschap] bepaalt verder dat de winst ter beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders staat, die deze geheel of gedeeltelijk kan bestemmen tot vorming van of storting in een of meer algemene of bijzondere reservefondsen. Hieruit blijkt dat de algemene vergadering van aandeelhouders over de bestemming van de winst moet beslissen. Van een op wet op overeenkomst rustende verplichting tot winstuitkering is dus geen sprake. Het besluit om tot uitkering van dividend over te gaan, moet dan ook als een onverplichte rechtshandeling worden beschouwd.³⁹ (Onderstr. JB)

18.5.2 Om niet of om baat?

Nu het uitkeringsbesluit en goedkeuringsbesluit kwalificeren als onverplichte rechtshandelingen, dient de vervolgvraag zich aan of sprake is van rechtshandelingen om baat of om niet. Het meest klassieke voorbeeld van een rechtshandeling om niet is de schenking, maar het begrip ‘rechtshandeling om niet’ is niet identiek aan het begrip ‘schenking’ of ‘gift’; anders dan bij een formele of materiële schenking, is voor een ‘rechtshandeling om niet’ vrijgevigheid geen vereiste.⁴⁰ Ook een hoofdelijke aansprakelijkstelling, borgtocht of achterstelling van vorderingen zonder enige tegenprestatie kunnen onder omstandigheden als ‘om niet’ worden aangemerkt.⁴¹

Om niet te veel afbreuk te doen aan de belangen van de wederpartij mag niet snel worden aangenomen dat een rechtshandeling als ‘om niet’ kwalificeert. Daarvan is slechts sprake, als tegenover de door de schuldenaar verrichte prestatie geen enkele daarmee verband houdende (reële) tegenprestatie staat.⁴² Een groot aantal juridische auteurs heeft niettemin betoogd dat een dividenduitkering kwalificeert als een rechtshandeling om niet.⁴³ Ook de Rechtbank Utrecht overwoog over een dividendbesluit dat “het gaat [...] om een rechtshandeling om niet, zodat wetenschap van benadeling van de schuldeisers alleen aan de zijde van de vennootschap hoeft te bestaan”.⁴⁴

Hoff meent daarentegen dat een uitkering een rechtshandeling om baat betreft.⁴⁵ Het dividend dient zijns inziens tegenover de eerder door de aandeelhouder

39 Hof Arnhem 27 maart 2012, r.o. 4.26 (*Udo Holding*) (niet gepubliceerd).

40 Zie over de verhouding tussen de schenking en de rechtshandeling om niet: Kortmann 1995.

41 Polak Pannevis, *Insolventierecht* 2011, nr. 5.1.4. Dit kan in concernverhoudingen anders liggen, zie HR 18 maart 2003, *JOR* 2003/160.

42 Memorie van toelichting bij art. 42 Fw: Van der Feltz, p. 436. Vgl. Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III* 2010, nr. 84. Zie ook Faber 2005, p. 334.

43 Winter 1992, p. 247, Lennarts 2006c, p. 13, Wessels 2007, p. 63, De Weijs & Barneveld 2010, p. 38-47, Schutte-Veenstra 2012, p. 183-184 en Stokkermans 2012, voetnoot 6.

44 Rb. Utrecht (vr) 23 april 2010, *JOR* 2011/91 (*Boers q.q./Kasberg Beheer*), r.o. 4.7.1.

45 Hoff 2009, p. 23.

verrichte storting op zijn aandelen te worden gesteld en zou daarmee rechtens verband houden. Deze redenering overtuigt mij niet. De storting, die onder het huidige recht beperkt kan zijn tot een bedrag van 1 eurocent, houdt geen verband met in de toekomst gelegen concrete dividenduitkeringen; tegenover de storting staat het nemen van het aandeel en de verkrijging van de daaraan gekoppelde zeggenschapsrechten en financiële rechten. Tussen de storting en de dividenduitkering bestaat mijns inziens onvoldoende juridische band om de uitkering te kunnen aanmerken als een rechtshandeling om baat.⁴⁶ Een uitkering van dividend vormt een directe netto afname van het eigen vermogen van de vennootschap, zonder dat daar een concrete prestatie van de aandeelhouder tegenover staat. Een dividenduitkering kan niet worden gelijkgesteld met een schenking, maar kwalificeert evenmin als een rechtshandeling om baat; het gaat dus om een rechtshandeling om niet.

Dat een uitkering om niet geschiedt, heeft tot gevolg dat voor de vernietiging van de daaraan ten grondslag liggende besluiten louter wetenschap van benadeling aan de zijde van de vennootschap vereist is, en de wetenschap van de wederpartij – de aandeelhouder die het dividend heeft ontvangen – dus geen rol speelt.⁴⁷ Daarnaast wordt op grond van art. 45 Fw vermoed dat de vennootschap de voor vernietiging vereiste wetenschap had als de vennootschap binnen een jaar na de uitkering is gefailleerd. Dat de wetenschap van de aandeelhouder omtrent het benadelende karakter niet vereist is voor vernietiging van het dividend, is mijns inziens niet onredelijk, nu de aandeelhouder daardoor uitsluitend kan worden aangesproken tot restitutie van hetgeen hij teveel ontvangen heeft, en daarmee niet in een slechtere positie komt te verkeren dan voordat de benadelende uitkering plaatsvond.⁴⁸ Deze gedachte sluit mijns inziens goed aan bij de toelichting bij de faillissementspauliana.

In de *Memorie van Toelichting* is overwogen: “Den begiftigde, die onder bepaalde omstandigheden verplicht wordt aan de schuldeischers des schenkers het ontvangene te restitueren, wordt dus niet zozeer een nadeel toegebracht, maar hem wordt veeleer een ongedachte winst weer onttrokken. Het is deze omstandigheid, dat de begiftigde niet benadeeld wordt, die de hier bedoelde uitbreiding der Pauliana rechtvaardigt: het verleenen van een rechtsmiddel aan de schuldeischers des schenkers tot terugverlanging van een gift, waardoor zij opzettelijk zijn benadeeld, ook van hem die haar geheel te goeder trouw ontving.”⁴⁹ (Onderstr. JB)

⁴⁶ Aldus ook Lennarts 2006c, p. 13.

⁴⁷ De wetenschap van de aandeelhouder/wederpartij is nog wel relevant voor de toepassing van art. 42 lid 3 Fw. Daarin is bepaald dat de vernietiging van een rechtshandeling om niet ten aanzien van de wederpartij (de bevoordeelde) die geen wetenschap van benadeling had, geen werking heeft, voor zover hij aantoont dat hij ten tijde van de faillietverklaring niet gebaat was door de rechtshandeling. Deze regel voorkomt dat de wederpartij te goeder trouw meer hoeft terug te geven dan de baten van de rechtshandeling.

⁴⁸ Zie par. 18.8 hierna.

⁴⁹ *Memorie van toelichting* bij de art. 44 tot en met 46 Fw, Van der Feltz 1896, p. 446. Ontleend aan De Weijers 2010a, p. 278. Deze gedachte blijkt tevens uit art. 42 lid 3 Fw, zie voetnoot 47 hiervoor.

18.6 Benadeling door een uitkering

18.6.1 Benadeling van crediteuren

Voor een succesvol beroep op de pauliana is vereist dat de crediteuren van de schuldenaar door de rechtshandeling in hun verhaalsmogelijkheden zijn benadeeld. Uit de rechtspraak van de Hoge Raad volgt dat de vraag of van benadeling sprake is, moet worden beantwoord door de hypothetische situatie waarin de schuldeisers zouden hebben verkeerd zonder de gewraakte rechtshandeling te vergelijken met de situatie waarin zij feitelijk verkeren als die handeling onaangetast blijft.⁵⁰ Van benadeling is sprake als een schuldeiser van de failliet een kleiner gedeelte van zijn vordering voldaan krijgt dan zonder de rechtshandeling het geval was geweest.⁵¹ Voor een succesvol beroep op de pauliana is niet voldoende dat een handeling van de schuldenaar mogelijk tot benadeling zal leiden; er moet sprake zijn van een daadwerkelijke benadeling. De rechtshandeling hoeft niet direct tot nadeel te leiden op het moment dat deze wordt verricht; het is voldoende dat de benadeling bestaat op het moment dat de rechter in hoogste feitelijke instantie over de feiten oordeelt. De benadeling wordt kortom *ex nunc* vastgesteld.⁵² Van een groot aantal rechtshandelingen zal achteraf gezegd kunnen worden dat deze in het faillissement nadelig zijn gebleken voor de crediteuren. Zo is iedere rechtshandeling die resulteert in een vermindering van het eigen vermogen van de debiteur in een daaropvolgend faillissement nadelig voor de gezamenlijke crediteuren. Dat een rechtshandeling benadelend voor de crediteuren was, betekent echter nog niet dat paulianeus gehandeld is. Daarvoor is immers ook vereist dat *wetenschap* van deze benadeling bestond bij de schuldenaar, en soms ook bij de wederpartij.

18.6.2 Twee vormen van benadeling

In de juridische literatuur wordt onderscheid gemaakt tussen twee vormen van benadeling die met de pauliana ongedaan gemaakt kunnen worden.⁵³ Beide vormen van benadeling manifesteren zich pas wanneer in het faillissement van de schuldenaar onvoldoende actief resteert om alle verplichtingen te voldoen. De eerste vorm

50 De Weijts 2010a, p. 240, onder verwijzing naar HR 23 december 1949, NJ 1950, 262 (*Boendermaker/Schopman*) en HR 19 oktober 2001, NJ 2001, 654 en JOR 2001/269 (*Diepstraten/Gilhuis q.q.*).

51 Zie ook Van der Weijden 2012, p. 60.

52 Wibier geeft daarom aan dat de curator “met ‘*the brilliance of hindsight*’, mag beoordelen of sprake is van benadeling. [...] De benadelingstoets is vrij klinisch: zijn de schuldeisers met de transactie slechter af dan zonder, dan is er sprake van benadeling.” (Wibier 2010, p. 227-228).

53 Faber 2005, p. 321 en De Weijts 2010a, p. 241. Overigens wordt inmiddels ook een derde vorm van benadeling onderkend: de benadeling die ontstaat door vermeerdering van het passief. Zie Van Hees 1998, p. 7 en Wessels III 2010, p. 58-60.

van benadeling ontstaat wanneer een rechtshandeling de integriteit van het verhaalsvermogen aantast. Het betreft hier de situatie waarin het verhaalsobject van de crediteuren, te weten het eigen vermogen van de schuldenaar, wordt verminderd.⁵⁴ Deze vorm van benadeling wordt in de Verenigde Staten ongedaan gemaakt met *fraudulent transfer law*.⁵⁵

De tweede vorm van benadeling volgt uit een doorbreking van de *paritas creditorum*. Hiervan is sprake als de schuldenaar een rechtshandeling verricht die voor hem zelf vermogensneutraal is, maar die de rangorde tussen de schuldeisers verstoort omdat een schuldenaar zich daardoor aan de samenloop van schuldeisers onttrekt, of binnen die samenloop een betere positie krijgt.⁵⁶ Deze vorm van benadeling kan zich voordoen als de schuldenaar voor faillissement niet-opeisbare schulden betaalt of onverplicht zekerheden verstrekt voor een bestaande schuld. Omdat het hier gaat om een conceptueel andere vorm van benadeling, die niet gelegen is in een vermindering van het eigen vermogen van de failliet maar in het onrechtvaardig voorrang verschaffen aan een crediteur ten detrimente van de overige crediteuren, is in de Verenigde Staten daarop het *fraudulent transfer law* niet van toepassing.⁵⁷ Deze vorm van benadeling wordt daar geredresseerd door het *voidable preference law*.⁵⁸ De Nederlandse pauliana is kortom van toepassing op (tenminste) twee conceptueel verschillende vormen van benadeling die in de VS strikt gescheiden worden gehouden en verschillend worden genormeerd.⁵⁹

18.6.3 Benadeling door een uitkering

Een uitkering impliceert altijd een directe afname van het eigen vermogen van de vennootschap, en deze afname leidt per definitie tot nadeel voor de ongesecureerde crediteuren als een faillissement daarop volgt; bij de uitkering van dividend zit de benadeling daarom in de rechtshandeling ‘ingebakken’. Nu voor de totstandkoming van het dividend zowel een uitkeringsbesluit van de AV als een (definitief) goedkeuringsbesluit van het bestuur vereist is, zou men kunnen betogen dat uitsluitend het laatst genomen besluit een benadelend karakter heeft, nu dit pas leidt tot de afname van het eigen vermogen. Zolang het bestuur nog geen definitieve goedkeuring heeft verleend aan het AV-besluit, is immers nog geen sprake van een uitkering en dus evenmin van benadeling. Ik zou niettemin menen dat de pauliana tegen beide besluiten gericht kan worden, nu zij beide kunnen worden aangemerkt als de

54 Men denke aan de verkoop van een goed tegen een prijs die lager is dan marktconform of de schenking van een geldbedrag.

55 Zie hoofdstuk 6.

56 Van der Weijden 2012, p. 69. De Weijts stelt dat in het gros van de gevallen waarin de pauliana wordt ingeroepen, het om deze vorm van benadeling gaat (De Weijts 2010a, p. 356).

57 Behalve in de uitzonderlijke situatie dat het oogmerk van benadeling bewezen kan worden, zie hoofdstuk 6.

58 Zie daarover par. 8.9.2.

59 Zie hierover uitgebreid De Weijts 2010a, p. 385 e.v.

uitkering schragende rechtshandelingen. Overigens zal de curator vanwege het in art. 42 Fw neergelegde subjectieve vereiste en de termijnen van de artikelen 43 en 45 Fw doorgaans de voorkeur geven aan de vernietiging van het laatst genomen besluit.

18.7 Wetenschap van benadeling bij een uitkering

18.7.1 Voorzienbaarheid van het faillissement en het tekort

Art. 42 Fw bepaalt dat voor een succesvol beroep op de pauliana de debiteur (en in het geval van een rechtshandeling om baat tevens de wederpartij) wist of behoorde te weten dat crediteuren als gevolg van de rechtshandeling benadeeld zouden worden. Niet is vereist dat er een oogmerk tot benadeling bestond. De wetenschap van benadeling is wellicht het belangrijkste vereiste in de regeling. In dit element schuilt het paulianeuze karakter van de rechtshandeling dat (onder omstandigheden) noopt tot haar vernietiging.⁶⁰ Het mag dan ook niet verbazen dat het vereiste in de loop der jaren veel pennen in beweging heeft gebracht.⁶¹ Een belangrijk punt van discussie betrof de vraag of voor wetenschap van benadeling altijd vereist is dat het faillissement van de vennootschap in een zekere mate voorzienbaar was.⁶² Benadeling van schuldeisers manifesteert zich immers pas op het moment dat schuldeisers overgaan tot verhaalsuitoefening en in het daarop volgende faillissement constateren dat onvoldoende resteert om alle crediteuren te voldoen.

In 2001 heeft de Hoge Raad een aanzet gegeven tot een nadere invulling van het wetenschapsvereiste; in zijn arrest inzake *Bakker q.q./Katko* overwoog hij dat voor een succesvol beroep op de pauliana, onvoldoende is dat partijen wisten of hadden moeten weten dat *als* een faillissement zou volgen, benadeling van schuldeisers het gevolg van de gewraakte rechtshandeling was geweest.⁶³ De Hoge Raad overwoog dat immers niet voldoende is dat wetenschap bestaat van *een kans* op benadeling.⁶⁴ In het *ABN AMRO/Van Dooren q.q. III* overwoog hij vervolgens dat de schuldenaar en zijn wederpartij wetenschap van benadeling hebben “wanneer zij op het moment van het verrichten van de rechtshandeling het faillissement en een tekort daarin met

60 Vermue 2011, p. 39-47. A-G Strikwerda heeft overwogen: “De mate van voorzienbaarheid [van benadeling] bepaalt of de handelwijze al dan niet als onbetamelijk en daarom als paulianeus moet worden aangemerkt.” (In HR 22 december 2009, *NJ* 2010, 273, *JOR* 2011/19 (*Van Dooren q.q. III*), conclusie overweging 27).

61 Zie bijvoorbeeld Wibier 2003, Van Hees 2006 en De Weijs 2007.

62 Zie hierover (en voor verwijzing naar de relevante literatuur en rechtspraak) De Weijs 2010a, p. 245 en Faber 2005, p. 328.

63 HR 17 november 2000, *NJ* 2001, 272 (*Bakker q.q./Katko*). Zie ook HR 1 oktober 1993, *NJ* 1994, 257 (*Ontvanger/Pelicaan*).

64 De Weijs merkt hierover op: “Waar de kans op benadeling niet voldoende is voor het aannemen van de wetenschap van benadeling, lijkt het andere uiterste – in de zin dat absolute zekerheid dient te bestaan dat benadeling zal volgen – ook geen hanteerbaar criterium op te leveren en is dit ook niet vereist.” (De Weijs 2010a, p. 245).

een redelijke mate van waarschijnlijkheid kunnen voorzien”.⁶⁵ In de literatuur is de door de Hoge Raad gegeven invulling aan het wetenschaps criterium wisselend ontvangen.⁶⁶ Hoewel daarmee vaststaat dat voorzienbaarheid van het faillissement vereist is, blijft niettemin onduidelijk in welke gevallen het faillissement en het tekort met een redelijke mate van waarschijnlijkheid voorzienbaar zijn. De open norm is kortom ingevuld met een weliswaar iets meer afgebakende, maar nog steeds vrij open norm. De concrete toepassing van het criterium en de daarmee gepaard gaande afwegingen blijven mijns inziens sterk afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het concrete geval.⁶⁷

18.7.2 Wetenschap bij aantasting van de besluitvorming

Nu bij uitkering het AV-besluit en goedkeuringsbesluit van het bestuur kunnen worden aangemerkt als onverplichte rechtshandelingen om niet, is voor vernietiging van deze rechtshandelingen louter de wetenschap aan de zijde van de vennootschap vereist. Maar wie bepaalt de wetenschap van de vennootschap? Volgens velen kan de wetenschap van een (tot handelen bevoegd) orgaan aan de rechtspersoon worden toegerekend. Bestaat het orgaan uit meerdere personen en is de wetenschap slechts bij één of enkelen van hen aanwezig, dan hangt het van de omstandigheden af of toerekening van die wetenschap aan het orgaan respectievelijk aan de rechtspersoon kan plaatsvinden.⁶⁸

Als men de pauliana richt tegen het AV-besluit tot uitkering, dient de vraag zich aan of de wetenschap van de vennootschap moet worden afgeleid van de wetenschap van het orgaan AV (dat immers het besluit neemt),⁶⁹ of van de wetenschap van het orgaan bestuur (dat immers de rechtspersoon in het algemeen vertegenwoordigt). Gaat men ervan uit dat de wetenschap van de AV relevant is, dan rijst een aantal lastige vragen. Want wanneer kan het orgaan AV geacht worden iets geweten

65 HR 22 december 2009, *NJ* 2010, 273, *JOR* 2011/19 (*Van Dooren q.q. III*), r.o. 3.7.

66 Positief: Wibier 2010. Kritisch: Faber in zijn *JOR*-noot bij het arrest en Van der Weijden 2012, p. 110.

67 De Weijs bepleit (mijns inziens terecht) een flexibele benadering van het wetenschapsvereiste, waarin de “wetenschap van benadeling wordt ingevuld door zowel de aard en de inhoud van de rechtshandeling als de mate waarin ten tijde van de rechtshandeling de insolventie van de schuldenaar te voorzien was”. Zijns inziens is het onwenselijk om één absoluut peilmoment vast te stellen waarbij alle rechtshandelingen die daarvoor verricht zijn toegestaan, en die daarna zijn verricht als paulianeus kwalificeren (De Weijs 2007, p. 850). Zie ook Ter Beek-Ehren & Laagland 2011, die op basis van een analyse van de rechtspraak die na *ABN Amro/ Van Dooren q.q. III* is verschenen, concluderen dat wetenschap van benadeling eerder wordt aangenomen indien de wederpartij “dichter bij de onderneming staat”; bijvoorbeeld bij een meerderheidsaandeelhouder/financier.

68 Faber 2005, p. 237.

69 Let op: het gaat hier om de wetenschap van de AV als handelend orgaan van de vennootschap in het kader van de wetenschap aan de zijde van de debiteur/vennootschap. Wetenschap van de aandeelhouders als wederpartij van de rechtshandeling (ontvangers van het dividend) is niet vereist, nu het hier gaat om een onverplichte rechtshandeling om niet.

te hebben? Wat weet bijvoorbeeld de AV, als een aantal aandeelhouders bij het stemmen voor het dividendbesluit wist dat crediteurenbenadeling daarvan het gevolg zou zijn, maar andere aandeelhouders daarvan geen weet hadden? Voldoet in dit geval de vennootschap aan het wetenschapsvereiste van art. 42 Fw?⁷⁰

In de regel zal men aan deze lastige vragen niet toekomen. Ten eerste omdat het voor de hand ligt de pauliana te richten tegen het laatst genomen besluit, dat het goedkeuringsbesluit van het bestuur zal zijn. In dat geval is helder dat de wetenschap van het bestuur ten tijde van het goedkeuringsbesluit bepalend is bij toepassing van de pauliana. Mijns inziens kan, in het licht van de verantwoordelijkheid van het bestuur voor de financiële positie van de onderneming, bij een meerhoofdig bestuur de wetenschap van benadeling bij één bestuurder reeds worden toegerekend aan de vennootschap. Daarnaast geldt ingevolge art. 45 Fw dat als het uitkeringsbesluit of goedkeuringsbesluit binnen een jaar voor het faillissement heeft plaatsgevonden, vermoed wordt dat de vennootschap wist of behoorde te weten dat benadeling van schuldeisers het gevolg van de rechtshandeling zou zijn.

18.8 Gevolgen van vernietiging van het dividend

Wordt met succes de pauliana ingeroepen tegen een van de aan de uitkering ten grondslag liggende besluiten, dan kan de aandeelhouder worden aangesproken tot restitutie van het door hem ontvangen dividend. Door de aantasting van de besluitvorming komt de rechtsgrond aan de betaling te ontvallen en kan het uitgekeerde dividend als onverschuldigd betaald worden teruggevorderd.⁷¹

Als de besluitvorming die aan de uitkering ten grondslag ligt op grond van art. 42 Fw is vernietigd, rijst de vraag of art. 2:16 lid 2 BW van toepassing is. Daarin is bepaald dat de vernietiging van een besluit geen werking heeft tegenover een derde indien deze het gebrek dat aan het besluit kleeft, kende noch behoorde te kennen. Art. 2:16 BW is van toepassing als een besluit op grond van art. 2:14 BW nietig is of op grond van art. 2:15 BW wordt vernietigd. De wetsgeschiedenis bij art. 2:16 BW is op dit punt niet helder, maar biedt aanknopingspunten voor het standpunt dat ook bij vernietiging op andere gronden de regeling van art. 2:16 BW geldt.⁷² Volgens Van der Grinten en Maeijer heeft de vernietiging van een besluit vanwege benadeling van schuldeisers echter een “geheel eigen karakter”, nu deze vernietiging uitsluitend werkt ten behoeve van de benadeelde schuldeisers en niet verder gaat

⁷⁰ Winter meent dat in concernverhoudingen in beginsel de wetenschap van de moeder vennootschap/aandeelhouder bepalend is voor de wetenschap van de (dochter)vennootschap (Winter 1992, p. 247). Hij meent niettemin dat indien de moedermaatschappij geen wetenschap van benadeling had, maar het bestuur van de dochtermaatschappij wel, de vennootschap geacht moet worden wetenschap van benadeling te hebben gehad. Zijn inziens dienen de crediteuren er niet de dupe van te worden dat het bestuur van de vennootschap heeft nagelaten de aandeelhouder te waarschuwen. Zie over toerekening van wetenschap in concernverhoudingen tevens Lennarts 2002.

⁷¹ Art. 51 Fw juncto art. 6:203 lid 2 BW.

⁷² *Kamerstukken II* 1981/82, 17 725, nr. 3, p. 60.

dan nodig is ter opheffing van de door hen ondervonden benadeling. Daarom brengt naar hun oordeel een redelijke wetstoepassing mee dat de artikelen 2:15 en 2:16 BW hierop niet van toepassing zijn.⁷³ Ook op de vernietiging van een besluit door de Ondernemingskamer is art. 2:16 BW niet van toepassing.⁷⁴ Het moet er mijns inziens daarom voor worden gehouden dat de in art. 2:16 lid 2 BW vervatte bescherming niet van toepassing is als een besluit met een beroep op de pauliana is vernietigd.⁷⁵

Men zij erop bedacht dat de vernietiging leidt tot objectief-relatieve nietigheid van het bestreden uitkeringsbesluit.⁷⁶ Dit houdt in dat de uitkering niet verder nietig is dan nodig is om de benadeling van de gezamenlijke crediteuren op te heffen. Als het tekort in faillissement kleiner is dan het bedrag van de uitkering, kunnen de aandeelhouders daarom slechts worden aangesproken tot het bedrag van het tekort.⁷⁷

18.9 Verhouding pauliana met art. 2:216 lid 3 BW

De vraag rijst hoe de mogelijkheid om de faillissementspauliana in te roepen tegen een uitkering zich verhoudt tot de aansprakelijkheidsregeling vanwege ongeoorloofde uitkeringen in boek 2 BW. Zowel een beroep op (de derde zin van) art. 2:216 lid 3 BW als een vernietigingsactie op grond van de pauliana, resulteert in een verplichting voor de aandeelhouders om het ontvangen dividend terug te betalen. Hoewel beide regelingen dus in beginsel leiden tot hetzelfde resultaat, valt op dat de pauliana en de nieuwe uitkeringsregeling elkaars spiegelbeeld vormen ten aanzien van de vraag bij *wie* wetenschap van mogelijke benadeling aangetoond moet worden. Voor de restitutieplichting voor aandeelhouders op grond van art. 2:216 lid 3 BW is vereist dat *de aandeelhouders* wisten of behoorden te voorzien dat op de uitkering continuïteitsproblemen zouden volgen; richt men de pauliana tegen het goedkeuringsbesluit, dan moet wetenschap van benadeling bij (het bestuur van) *de vennootschap* bewezen worden.⁷⁸ Mijns inziens zal (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap van benadeling vaker aanwezig worden verondersteld bij het bestuur – het orgaan dat immers primair verantwoordelijk is voor het

73 Asser-Van der Grinten-Maeijer 2-II (1997), nr. 135.

74 Geerts 2004, p. 286. Aldus ook Josephus Jitta, *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht* 2009, art. 2:356 BW.

75 Aldus ook Schutte-Veenstra 2012 en Lennarts 2006c, p. 11-14. Voor zover men zou concluderen dat art. 2:16 BW van toepassing is op andere vernietigingsgronden, meen ik dat de bijzondere regeling in art. 42 Fw e.v., en de daar gestelde eisen aan vernietiging, een uitzondering behelzen op deze bepaling; daarvoor wordt in de wetsgeschiedenis bij art. 2:16 BW uitdrukkelijk ruimte geboden.

76 Van Koppen 1998, p. 181.

77 Aldus ook Lennarts 2007, p. 973.

78 Zie par. 18.7 hiervoor.

financiële beleid van de vennootschap – dan bij een niet anderszins bij de vennootschap betrokken aandeelhouder. De pauliana is voor de curator aldus vaak een aantrekkelijker middel om uitkeringen ongedaan te maken dan het nieuwe art. 2:216 lid 3 BW. Daar komt nog eens bij dat als de vennootschap binnen een jaar na de uitkering faillieert, de curator in beginsel slechts hoeft te stellen dat de vennootschap wetenschap van benadeling had.⁷⁹ Het zal voor de aandeelhouder geen gemakkelijke opgave zijn dit vermoeden te weerleggen.

Een en ander heeft voor de bestuurders gunstige implicaties. Staat immers vast dat het bestuur wist of behoorde te voorzien dat de vennootschap na een uitkering in continuïteitsproblemen zou geraken en dat de aandeelhouders daarmee niet bekend waren, dan kan op basis van de nieuwe regeling in art. 2:216 BW de curator uitsluitend de bestuurders tot vergoeding van het dividend aanspreken. Op grond van de pauliana zal de curator in dat geval tevens de aan de uitkering ten grondslag liggende besluitvorming kunnen vernietigen en het ontvangen dividend van de aandeelhouders kunnen terugvorderen. Als de curator hierin slaagt, kunnen de bestuurders niet langer op grond van art. 2:216 lid 3 BW worden aangesproken, omdat het door de uitkering veroorzaakte tekort door de terugbetaling ongedaan is gemaakt. Het is mijns inziens redelijk dat op deze wijze de negatieve gevolgen van een uitkering meer bij de begunstigden van de transactie komen te liggen, en de draagplicht van het bestuur daarmee *de facto* wordt teruggebracht tot dat deel van de uitkering dat de vennootschap niet van haar aandeelhouders kan terugvorderen.⁸⁰

18.10 Vernietiging van dividend dat onderdeel is van een samenstel

18.10.1 Dividend in samengestelde transacties

Hoewel een dividenduitkering in de regel op zichzelf staat, kan deze tevens onderdeel uitmaken van complexe transactiestructuren. Zo is in de voorgaande hoofdstukken ingegaan op de rol die dividend kan spelen bij een overname van aandelen, in het bijzonder als de overname wordt gestructureerd als een *leveraged buyout*. Daarnaast wordt de uitkering regelmatig gebruikt bij herstructureringen binnen een concern. Als bijvoorbeeld een dochtervennootschap aandelen overdraagt aan haar moedervennootschap, wordt de moeder uit hoofde van de koopovereenkomst die aan de overdracht ten grondslag ligt een bedrag aan haar dochter verschuldigd. Wil men de verschuiving van de vermogensbestanddelen binnen het concern ‘met gesloten beurzen’ doen plaatsvinden, dan zal de dochter ver-

⁷⁹ Art 45 Fw, zie par. 18.2.2.2 hiervoor.

⁸⁰ Vgl. het Belgische proefschrift van Bruloot (Bruloot 2012, p. 563-564).

volgens een dividenduitkering aan moeder doen ten belope van het door de moeder verschuldigde bedrag. De uit het dividendbesluit voortvloeiende vordering van de moeder kan vervolgens worden verrekend met de door haar verschuldigde koopsom.

Hierna wordt nader ingegaan op de toepassing van de pauliana op vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die plaatsvinden in het kader van een groter samenstel van rechtshandelingen. In deze paragraaf wordt bezien of de pauliana kan worden gericht tegen uitsluitend een dividenduitkering, indien de uitkering onderdeel uitmaakt van een groter samenstel van rechtshandelingen. In par. 18.11 komt vervolgens de vraag aan bod of met de pauliana tevens het gehele samenstel vernietigd kan worden, als was er sprake van één rechtshandeling.

18.10.2 Pauliana en samengestelde transacties

Het begrip ‘samengestelde rechtshandeling’ komt noch in de wettelijke regeling noch in de parlementaire geschiedenis bij de faillissementswet voor. Niettemin wint de notie terrein, dat bij toepassing van de pauliana de economische werkelijkheid in acht dient te worden genomen en rekening moet worden gehouden met het gegeven dat rechtshandelingen onderdeel kunnen uitmaken van een groter samenstel van rechtshandelingen.⁸¹ Zo kan het feit dat een rechtshandeling onderdeel uitmaakt van een samenstel, van invloed zijn op het benadelende karakter dat aan de rechtshandeling kan worden toegedicht. Het is mogelijk dat een individuele rechtshandeling weliswaar niet tot benadeling leidt, maar het samenstel waarvan de rechtshandeling onderdeel uitmaakt wel degelijk benadelend is. Een bekend voorbeeld betreft de schuldenaar die in financiële problemen verkeert en die een goed aan een schuldeiser verkoopt, waarna de koopprijs wordt verrekend met een openstaande schuld. Hier is het niet de verkoop zelf die tot benadeling leidt, maar de daarop volgende verrekening. Het is niettemin vaste rechtspraak dat in een dergelijk geval de pauliana zich kan richten tegen de onverplichte verkoop zelf.⁸²

Ook de spiegelbeeldige situatie kan zich voordoen. Hoewel een handeling individueel als benadelend heeft te gelden, moet mogelijk geoordeeld worden dat deze samenhangt met andere handelingen en dat het geheel van samenhangende

81 Zie bijvoorbeeld ten aanzien van de BW-pauliana: *Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III** 2010, nr. 592: “Steeds zal met de omstandigheden van het geval moeten worden rekening gehouden, waarbij soms verschillende zelfstandige rechtshandelingen als één complex kunnen worden beschouwd.”

82 Zie HR 30 april 1931, *NJ* 1931, p. 1275 en HR 18 december 1992, *NJ* 1993, 169 (*Kin/Emmerig q.q.*). Zie ook Vriesendorp 1996 en Lennarts 2009, p. 139.

handelingen niet benadelend is. In het arrest *Smit/Van Hees q.q.* heeft de Hoge Raad geoordeeld dat het hof niet voorbij had mogen gaan aan het verweer dat de individuele rechtshandeling (in casu het aangaan van een overwaarde-arrangement) wel benadelend was, maar dat het geheel van samenhangende rechtshandelingen niet tot benadeling had geleid.⁸³ De Hoge Raad formuleerde een algemeen criterium om te bepalen of verschillende rechtshandelingen voor de pauliana als één rechtshandeling moeten worden behandeld:

“Opmerking verdient nog dat ter beantwoording van de vraag of een samenhang [...] inderdaad bestaat, de bedoeling van alle betrokken partijen beslissend is, die mede kan blijken uit de inhoud van de desbetreffende rechtshandelingen, de onderlinge afstemming daarvan, mede blijkens de formulering van de daarvan eventueel opgemaakte akten, en de samenhang tussen die rechtshandelingen wat betreft het moment waarop zij tot stand zijn gekomen.”⁸⁴

18.10.3 *Air Holland*: vernietiging van alle individuele rechtshandelingen vereist?

In 2008 moest de Hoge Raad oordelen over een dividenduitkering die onderdeel uitmaakte van een samenstel van rechtshandelingen.⁸⁵ In de *Air Holland*-uitspraak oordeelde hij dat het in casu de curatoren niet vrij stond uitsluitend het dividendbesluit te vernietigen en dat hun vordering alleen kans van slagen zou hebben gehad als zij de nietigheid hadden ingeroepen van *alle rechtshandelingen* waaruit de gewraakte transactie bestond. Het oordeel in het *Air Holland*-arrest hangt mijns inziens nauw samen met de wel zéér bijzondere omstandigheden van de voorliggende casus. Om de strekking van het oordeel te kunnen duiden, wordt in het hiernavolgende dieper op die bijzondere omstandigheden ingegaan.

18.10.3.1 De casus

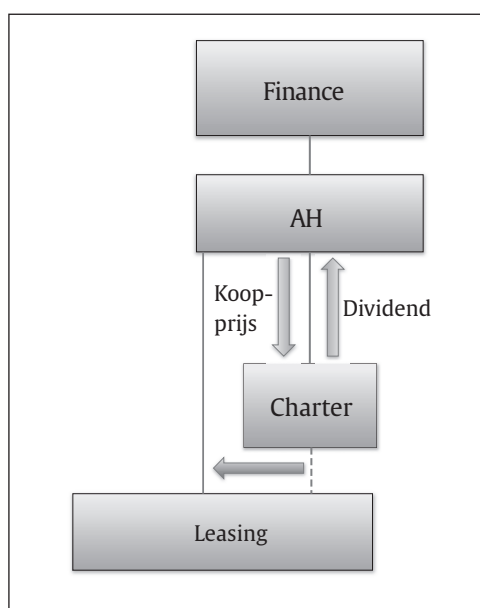
De luchtvaartmaatschappij *Air Holland* kende sinds haar start in 1984 een turbulent bestaan; het bedrijf failliede maar liefst drie keer. De hier besproken zaak vloeit voort uit het tweede faillissement en betreft de poging van de curatoren om rechtshandelingen in het kader van een herstructurering aan te tasten.

83 HR 9 juni 2006, *NJ* 2007, 21 (*Smit/A. van Hees q.q.*). Zie over deze (feitelijk complexe) zaak uitgebreid De Weijs 2010a, p. 230-232 en Wessels Insolventierecht III, 3e druk, 2010, § 3054a.

84 HR 9 juni 2006, *NJ* 2007, 21 m. nt. PvS (*Smit/A. van Hees q.q.*), r.o. 3.4.3.

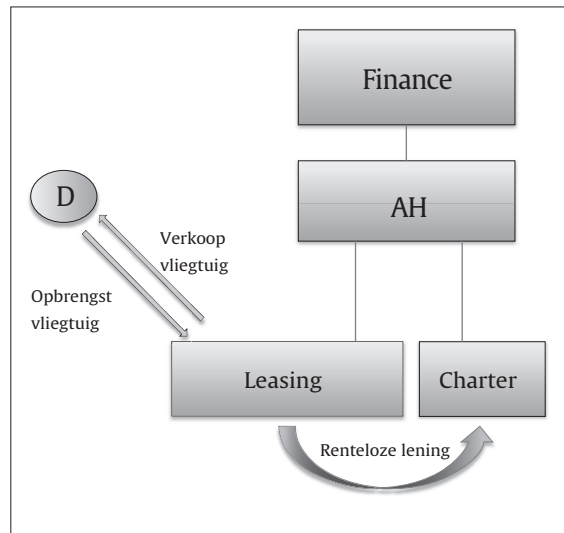
85 HR 19 december 2008, *JOR* 2009/172 en *NJ* 2009, 220 (*Air Holland*). Zie over dit arrest Lennarts 2009, De Weijs & Barneveld 2010 en Van der Weijden 2012, p. 38-42.

De Air Holland groep was oorspronkelijk als volgt vormgegeven: *Air Holland Finance BV* (*Finance*) was enig aandeelhouder van *Air Holland NV* (*AH*). *AH* hield op haar beurt alle aandelen in *Air Holland Charter BV* (*Charter*) die weer alle aandelen hield in onder meer *Air Holland Leasing I BV* (*Leasing*). In 1996 besloten de aandeelhouders van *Finance* tot een wijziging van de juridische structuur van de groep. Dit hield onder meer in dat *Charter* haar aandelen in *Leasing* aan haar moeder *AH* zou verkopen. De aandeelhouders van *Finance* namen het principebesluit tot de verhangen in februari 1996. Pas in maart 1997 werd tussen *AH* en *Charter* de daartoe strekkende koopovereenkomst gesloten. Op dezelfde dag besloot *AH* in haar hoedanigheid van aandeelhouder tot een dividenduitkering van *Charter* ter hoogte van de koopsom. In maart 1998 droeg *Charter* haar aandelen in *Leasing* over aan *AH*. De koopprijs die *AH* aan *Charter* verschuldigd was, werd verrekend met haar dividendvordering op *Charter* (zie figuur 3).



Figuur 3

De prijs van de aandelen in *Leasing* was grotendeels gebaseerd op de boekwaarde van het belangrijkste actief op haar balans, te weten een vliegtuig. Na de verhänging verkocht *Leasing* dit vliegtuig aan een derde (D). De gehele opbrengst van de verkoop werd vervolgens door *Leasing* aangewend voor een renteloze lening aan *Charter*. Op deze lening werd nooit afgelost (zie figuur 4).



Figuur 4

18.10.3.2 De Hoge Raad

Toen *Charter* in januari 2000 faillieerde, riepen de curatoren op grond van de pauliana de nietigheid van de reorganisatieovereenkomst én het dividendbesluit in. De Hoge Raad oordeelde echter dat de curatoren zich tegen het geheel van rechtshandelingen hadden moeten richten. Nu zij dat niet hadden gedaan, achtte de Hoge Raad zich niet gehouden in te gaan op de vraag of dit geheel van rechtshandelingen paulianeus was geweest.⁸⁶ Aan de vragen of de schuldeisers door het samenstel van rechtshandelingen al dan niet benadeeld waren en of ten tijde van de rechtshandelingen deze benadeling voorzienbaar was, kwam de Hoge Raad dus niet toe.

⁸⁶ Zie hierover terecht kritisch Van Schilfgaarde, die in zijn *NJ*-noot eufemistisch opmerkt dat de Hoge Raad hier te subtiel te werk gaat: “Die zin eindigt met woorden “[...] als zij de nietigheid van al deze rechtshandelingen hadden ingeroepen”. Blijkbaar gaat de Hoge Raad ervan uit dat curatoren dat niet hebben gedaan. Dat begrijp ik niet goed. [...] Ik heb het gevoel dat de Hoge Raad hier wat al te subtiel te werk gaat.”

De Hoge Raad overwoog: “Zoals het hof, in cassatie onbestreden, heeft geoordeeld kunnen het besluit tot uitkering van dividend en de voldoening daarvan door verrekening met de koopprijs van de aandelen niet los worden gezien van de Reorganisatieovereenkomst I. Deze overeenkomst en het Dividendbesluit vormden een zodanig samenhangend geheel van rechtshandelingen dat de (nadelige) gevolgen ervan in onderling verband moeten worden beoordeeld. Hieruit vloeit voort dat de vorderingen van de curatoren alleen kans van slagen hadden als zij de nietigheid van al deze rechtshandelingen hadden ingeroepen. De aan de onderdelen ten grondslag liggende rechtsopvatting dat afzonderlijke vernietiging van een van de rechtshandelingen mogelijk is en dat de bevoordeling daardoor van de boedel niet relevant is, kan niet als juist worden aanvaard. Het oordeel van het hof dat de curatoren zich ook niet mochten beperken tot vernietiging van een van de rechtshandelingen omdat daardoor de boedel ongerechtvaardigd zou worden bevoordeeld, is niet onjuist of onbegrijpelijk.” (Onderstr. JB)

De vraag rijst in hoeverre het oordeel van de Hoge Raad dat de curatoren zich niet tegen uitsluitend de dividenduitkering hadden mogen richten, zich leent voor toepassing op andere gevallen waarbij dividend onderdeel uitmaakt van een samenstel van rechtshandelingen. Het oordeel van de Hoge Raad steunt op twee overwegingen: ten eerste op de veronderstelde samenhang tussen het dividendbesluit en de reorganisatieovereenkomst en daarnaast vooral op de ongerechtvaardigde bevoordeling van de boedel als slechts de dividenduitkering zou worden aangetast. Hierna wordt op beide punten nader ingegaan.

18.10.3.3 Bevoordeling volgens de Hoge Raad

Om de reikwijdte van dit oordeel te begrijpen, is het van belang vast te stellen waarin volgens de Hoge Raad precies de bevoordeling van de boedel gelegen is. Hij meent klaarblijkelijk dat de boedel (ongerechtvaardigd) in een betere positie zou komen te verkeren als slechts de uitkering wordt teruggedraaid, dan als het gehele samenstel van rechtshandelingen zou worden vernietigd. Nu de Hoge Raad dit oordeel niet expliciteert, is een analyse vereist van deze twee situaties. Het terugdraaien van het gehele samenstel houdt in dat zowel de koopovereenkomst, de overdracht van de aandelen, de dividenduitkering en de betaling (middels verrekening) van de koopprijs worden vernietigd: dit komt er per saldo op neer dat de aandelen in het kapitaal van *Leasing* terugkeren in het vermogen van *Charter*.⁸⁷

Als de dividenduitkering precies gelijk was aan de waarde van de aandelen in *Leasing*, zou de boedel in waarde evenveel ontvangen bij het terugdraaien van de gehele transactie als bij vernietiging van de dividenduitkering. De boedel zou dan

⁸⁷ Zie ook het hof in r.o. 3.7.11.

immers aanspraak maken op enerzijds de aandelen ter waarde van een bepaald bedrag, of anderzijds datzelfde bedrag in contanten. Er vindt daarom geen bevoordeling van de boedel plaats als de curator voor het één of het ander zou opteren.

In de onderhavige zaak zijn de aandelen in *Leasing* echter aanzienlijk in waarde gedaald na de overdracht aan AH. Daardoor was het voor de boedel aanmerkelijk gunstiger om aanspraak te maken op het dividend dan op de teruggave van de in waarde gedaalde aandelen. Hiermee is nog niet gezegd dat de boedel *ongerechtvaardigd* zou worden bevoordeeld als de curator zich uitsluitend zou richten tegen het dividendbesluit. Het risico verbonden aan (de waarde van) de aandelen is met de verkoop immers overgegaan op de koper (AH).

In de casus *Air Holland* doet zich echter nog een extra bijzonderheid voor: de waardedaling van de aandelen in *Leasing* is het gevolg van het feit dat haar belangrijkste actief (het vliegtuig) te gelde is gemaakt en de opbrengst daarvan renteloos is doorgeleend aan juist *Charter*. Met het faillissement van *Charter* is deze vordering minder waard geworden, wat zich vertaalt in een waardedaling van de aandelen van *Leasing*. Als *Leasing* de lening aan een willekeurige derde had verstrekt, zou de curator hoogstwaarschijnlijk kunnen betogen dat dit voor rekening en risico van *Leasing* zou komen (en daarmee indirect haar nieuwe aandeelhouder AH). Complicerend in het geval van *Air Holland* is dat de onverhaalbaarheid van de vordering gelegen is in het faillissement van *Charter* zelf. *Charter* heeft het geld wel eerder geleend gekregen, maar ook reeds uitgegeven. Als de curator de aandelenoverdracht in stand zou laten en uitsluitend het dividend zou aantasten, zou men *kunnen* oordelen dat de economische waarde van de activa in *Leasing* twee keer ten goede komt aan *Charter*: ten eerste door de daadwerkelijke betaling van de koopprijs van de aandelen, welke waarde een reflectie is van de activa (min de passiva). En ten tweede doordat de opbrengst van de geliquideerde activa in de vorm van een renteloze lening ter beschikking is gesteld en deze lening niet is afbetaald. Dat de Hoge Raad meent dat onder deze wel zéér uitzonderlijke omstandigheden de curator louter de gehele transactie mag aantasten, is mijns inziens niet onbegrijpelijk.⁸⁸ Het is *Charter* zelf die niet terugbetaalt. De rechtbank, het hof en de Hoge Raad lijken zo, zonder dat expliciet aan te geven, de oninbaar-

88 Zie ik het goed, dan komen het hof en de Advocaat-Generaal op een geheel andere – maar onjuiste – wijze tot het oordeel dat aantasting van de dividenduitkering tot bevoordeling van de boedel zou leiden. De A-G overweegt in 4.19: “Hier komt nog bij dat het gevolg van het slechts vernietigen van het Dividendbesluit zal zijn dat de boedel alsnog aanspraak maakt op “terugbetaling” van het dividend. De vernietiging van het Dividendbesluit heeft bovendien tot gevolg dat AH NV alsnog de koopprijs voor de aandelen zal moeten betalen. Die betaling heeft immers door het met terugwerkende kracht wegvallen van het Dividendbesluit niet plaatsgevonden. Hiermee komt de boedel in een gunstiger positie, zoals het hof in rov. 3.7.12 terecht aangeeft, (deze maakt aanspraak op de koopprijs voor de aandelen in contanten + terugbetaling van het dividend in contanten) dan wanneer het gehele samenstel van handelingen niet zou hebben plaatsgevonden ([*Charter*] bezat alleen de aandelen in een vennootschap met vorderingsrecht op [*Charter*]). Ik lees in de bestreden rov. 3.7.12 van het hof een zelfde en m.i. juiste redenering.” (Onderstr. JB) De A-G gaat er vanuit dat de →

heid van de lening voor rekening van (de schuldeisers van) *Charter* te willen laten komen.⁸⁹

18.10.3.4 Samenhang reorganisatie-overeenkomst en dividendbesluit

Naast de ongerechtvaardigde bevoordeling, oordeelde de Hoge Raad ook dat het de curatoren niet vrij zou staan zich enkel tegen het dividend te richten, omdat “het besluit tot uitkering van dividend en de voldoening daarvan door verrekening met de koopprijs van de aandelen niet los konden worden gezien van de Reorganisatie-overeenkomst”. Ik zou echter menen dat het veel minder voor de hand ligt om het lot van een dividenduitkering te koppelen aan andere rechtshandelingen, dan bij een samenstel van rechtshandelingen zoals dat aan de orde was in de hiervoor aangehaalde zaak *Smit/Van Hees q.q.* Een dividenduitkering vormt een bijzondere rechtshandeling die leidt tot een rechtstreekse vermindering van het eigen vermogen van de schuldenaar, zonder dat daar een directe prestatie tegenover staat.⁹⁰ Een uitkering is daarom per definitie ‘benadelend’ voor de vennootschap, en in een opvolgend faillissement voor haar schuldeisers. Dat een dividend is ingebed in een groter samenstel van rechtshandelingen verandert in beginsel niets aan dit gegeven. De kans is bijzonder klein (doch niet ondenkbaar)⁹¹ dat het uit de uitkering voortvloeiende nadeel door de overige rechtshandelingen van het samenstel wordt

boedel door de vernietiging van het dividendbesluit in een betere positie zou komen langs de door hem voorgerekende lijnen. Maar het dividend is nooit betaald en hoeft daarom na de vernietiging ook niet als onverschuldigd betaald door AH terugbetaald te worden. Door de vernietiging van het dividendbesluit zou enkel de dividendaanspraak van AH komen te ontvallen zodat er met terugwerkende kracht niets te verrekenen viel. Het gevolg daarvan is slechts dat AH alsnog de overeengekomen koopprijs voor de aandelen zou moeten betalen. Van een gehoudenheid tot dubbele betaling is geen sprake. De overwegingen van het hof in 3.7.11 en 3.7.12 ten aanzien van de bevoordeling zijn ook onjuist, zij het op (weer) andere gronden. Het hof overweegt in 3.7.11: “De koopsom is indertijd immers door AH NV betaald, te weten door verrekening met het dividend, zodat *Charter* door die betaling daadwerkelijk is gebaat in de zin van art. 51 lid 3 Fw.” De koopprijs is nimmer betaald, zodat de boedel ook niet gebaat kan zijn in de zin van Art. 51 Fw.

89 Rb, Hof en Hoge Raad overwegen allen dat van belang is dat de opbrengst in de vorm van een renteloze lening aan *Charter* ten goede is gekomen op welke lening nog niet is afbetaald. Zie Hof 3.7.7. “Toewijzing van de vordering van de curatoren zou er immers op neer komen dat enerzijds het verschil tussen de boekwaarde en de werkelijke waarde van [het vliegtuig] ten tijde van de transactie alsnog in de boedel valt en ten goede komt aan de schuldeisers van [*Charter*], terwijl de netto opbrengst van de verkoop van de [het vliegtuig] reeds in 1998 in de vorm van een renteloze lening ter beschikking is gekomen van [*Charter*] en door [*Charter*] indertijd reeds is aangewend om haar schuldeisers te betalen, terwijl anderzijds daartegenover slechts een concurrente vordering van [*Leasing*] in het faillissement van [*Charter*] staat.”

90 Hier ziet men ook een principieel verschil met de gewraakte rechtshandeling als aan de orde in *HR Smit/Van Hees q.q.* (het aangaan van een overwaarde-arrangement binnen een groter geheel van rechtshandelingen). Het verschaffen van een zekerheidsrecht voor bestaande schulden is vanuit het perspectief van de schuldenaar vermogensneutraal. Een dividenduitkering gaat daarentegen één op één ten koste van het eigen vermogen.

91 Zo blijkt uit de zeer bijzondere omstandigheden van de *Air Holland*-zaak.

gecompenseerd. Sterker nog: doorgaans zal het benadelende karakter van het samenstel juist in de dividenduitkering gelegen zijn.

18.10.4 Aantasting van individueel dividend in een samenstel is in beginsel mogelijk

Dat de curatoren zich in de complexe *Air Holland*-casus niet tegen enkel de dividenduitkering mochten richten, wordt kortom verklaard door de zeer bijzonder omstandigheden van die zaak. Daarmee is naar mijn idee ook meteen de reikwijdte van het arrest gegeven. Daaruit kan uitdrukkelijk niet worden afgeleid dat dividend dat onderdeel is van een samenstel van rechtshandelingen nooit zelfstandig kan worden aangetast. Behoudens buitengewoon uitzonderlijke omstandigheden, dient het er mijns inziens voor gehouden te worden dat het bijzondere karakter van de dividenduitkering meebrengt dat deze rechtshandeling ook voor vernietiging in aanmerking komt als de uitkering onderdeel is van een samenstel van rechtshandelingen. Door de aantasting van de (individuele) uitkering zal in een groot aantal gevallen het door de crediteuren geleden nadeel kunnen worden weggenomen. Indien ten tijde van de uitkering het faillissement en een tekort daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid waren te voorzien, kan het dividend met een beroep op de pauliana worden vernietigd.

18.11 Vernietiging van een samengestelde vermogensonttrekking?

18.11.1 Aantasting individuele uitkering niet altijd mogelijk of zinvol

Als aandeelhouders vermogen aan de vennootschap onttrekken door een samenstel van nauw verbonden rechtshandelingen, zal doorgaans het nadeel dat door de crediteuren wordt geleden ongedaan kunnen worden gemaakt door vernietiging van uitsluitend de formele uitkering. Niettemin kan de wijze waarop de samengestelde transactie is gestructureerd, ertoe leiden dat vernietiging van de individuele uitkering niet mogelijk of weinig zinvol is. Zo kan een samenstel van rechtshandelingen resulteren in een feitelijke vermogensonttrekking door een aandeelhouder, zonder dat daarbij gebruik wordt gemaakt van de formele uitkeringsmogelijkheden. In dat geval ontbreekt een individuele uitkeringshandeling om de pauliana tegen te richten. Als wél gebruik is gemaakt van een formele uitkering, bestaat de mogelijkheid dat aantasting daarvan een vordering op een niet kredietwaardige vennootschap oplevert. Hierdoor rijst de vraag of de pauliana, net als in de Verenigde Staten,⁹² tevens kan

⁹² Zie par. 6.4.3 over de consolidatie-doctrine bij toepassing van het *fraudulent transfer law*.

worden ingeroepen tegen het gehele samenstel van rechtshandelingen, als was er sprake van één rechtshandeling. Hierna zal op deze problematiek nader worden ingegaan aan de hand van een overnamestructuur waarin beide genoemde problemen zich kunnen voordoen: de *leveraged buyout*.

18.11.2 De problematische toepassing van de pauliana op de individuele stappen van een LBO

18.11.2.1 De stappen van een LBO

Zoals eerder aangegeven, bestaat een *leveraged buyout* doorgaans uit een aantal stappen: (i) het doelwit trekt bancaire financiering aan en verschaft in het kader daarvan zekerheden op haar activa, (ii) de koper richt een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap op die de aandelen in het doelwit verwerft, (iii) het doelwit hevelt het door haar aangetrokken vermogen over naar de acquisitievennootschap en (iv) de acquisitievennootschap wendt de verworven gelden aan voor de betaling van de koopprijs van de aandelen.⁹³ De effectuering van een LBO gaat kortom gepaard met een veelheid aan rechtshandelingen die nauw met elkaar verbonden zijn. Het netto resultaat van dit samenstel van rechtshandelingen is dat de vennootschap (tegen zekerheid) gelden heeft geleend, die zij vervolgens heeft doorbetaald aan de verkopende aandeelhouders. Materieel impliceert de LBO dus een vermogensonttrekking door aandeelhouders. Als de doelwitvennootschap enige tijd na de LBO faillieert, zal een curator zich de vraag stellen tegen welke rechtshandelingen hij de pauliana kan richten.

18.11.2.2 Aantasting betaling aan acquisitievennootschap niet zinvol

Op het eerste gezicht ligt het voor de hand dat de curator in een faillissement van de doelwitvennootschap zijn pijlen richt op de rechtshandelingen waarmee het door het doelwit aangetrokken vermogen is overgeheveld naar de acquisitievennootschap. Als deze overheveling de vorm had van een dividenduitkering, inkoop van eigen aandelen of geldlening, kan de curator deze rechtshandelingen mogelijk vernietigen. Indien de curator daarin slaagt, zal er echter weinig gewonnen zijn. De succesvolle vernietiging verplicht de acquisitievennootschap tot terugbetaling van het onttrokken vermogen. Dit vermogen heeft de acquisitievennootschap echter aangewend voor de betaling van de koopsom van de aandelen in het doelwit. De aandelen in de (inmiddels gefailleerde) doelwitvennootschap zijn doorgaans de enige activa van de acquisitievennootschap. De curator krijgt door een succesvolle aantasting daarom niets meer dan een vordering op een lege huls.

⁹³ Zie nader par. 2.5.1.

18.11.2.3 Aantasting betaling aan verkopende aandeelhouders niet mogelijk

Aangezien het aan de vennootschap onttrokken vermogen (via de acquisitievennootschap) aan de verkopende aandeelhouders is betaald, zal de curator bezien of hij de pauliana tegen de indirecte betaling aan de pre-LBO aandeelhouders kan richten. Deze bieden mogelijk wel verhaal. Wil de curator hierin succesvol zijn, dan zal hij echter een aanzienlijke horde moeten nemen, aangezien het vermogen weliswaar aan de doelwitvennootschap is onttrokken, maar niet rechtstreeks door de doelwitvennootschap aan de pre-LBO aandeelhouders is betaald. Het bedrag is immers eerst betaald aan de acquisitievennootschap, die het op haar beurt heeft aangewend om de koopsom voor de aandelen in het doelwit te voldoen. Er is in strikte zin dan ook geen sprake van een rechtshandeling verricht tussen de doelwitvennootschap en de verkopende aandeelhouders.

18.11.3 Vernietiging van het gehele samenstel?

De pauliana lijkt kortom geen significante rol te kunnen spelen bij de *ex post* normering van (het handelen van aandeelhouders ter zake van) LBO's, als deze gericht moet worden tegen de individuele rechtshandelingen van het samenstel.⁹⁴ Daarom dient de vraag zich aan of de pauliana ook kan worden ingeroepen tegen het gehele samenstel, als was er sprake van slechts één rechtshandeling. Naar Nederlands recht is niet duidelijk of een samenstel van rechtshandelingen voor vernietiging op grond van de pauliana in aanmerking komt. De wet biedt daarvoor geen aanknopingspunten en de Hoge Raad heeft zich over deze vraag nimmer in expliciete bewoordingen uitgelaten. Een aantal lagere rechters heeft de aantasting van een samenstel niettemin (impliciet of expliciet) aanvaard.⁹⁵

Westrik en Van Dooren hebben zich hard gemaakt voor de introductie van de mogelijkheid om de pauliana te richten tegen een samenstel van rechtshandelingen.⁹⁶ Zij betogen dat vanwege de toenemende complexiteit van juridische constructies ook een samenstel van rechtshandelingen voor vernietiging op grond van de pauliana in aanmerking dient te komen.

Zij overwegen: "Het ligt voor de hand, teneinde recht te doen aan het doel en de strekking van de Actio Pauliana – herstel van de boedel, teneinde benadeling van

94 Mogelijk kan de pauliana worden gericht tegen de bancaire kredietverlening en in het bijzonder de zekerheidsvertrekking ten behoeve van de banken. Dit valt echter buiten het bestek van dit onderzoek.

95 Zie Hof Leeuwarden 9 december 1998, *V-N* 1999/8.26, Rb. Groningen (vr) 27 april 2001, *V-N* 2001/32.28, Rb. Rotterdam 19 juli 2006, *JOR* 2006/255, en Rb. Almelo 9 februari 2011, *RI* 2011/55.

96 Westrik & Van Dooren 2011.

overige schuldeisers ongedaan te maken – om een ‘samenstel van rechtshandelingen’ van een passend antwoord te voorzien. Het verdient in dit licht aanbeveling om bij de beoordeling van een ‘samenstel van rechtshandelingen’ te abstraheren van de eisen van art. 42 Fw in die zin, dat een ‘samenstel’ als geheel en éénmalig (dus niet per afzonderlijke rechtshandeling) wordt getoetst aan de eisen van onverplichtheid, benadeling, causaal verband en wetenschap. Een ‘samenstel van rechtshandelingen’ dat de boedel benadeelt is als zodanig gelijk te stellen met een (één) benadelende rechtshandeling zoals bedoeld in art. 42 Fw.⁹⁷ (Onderstr. JB)

De auteurs menen dat bij de toepassing van de pauliana op een samenstel van rechtshandelingen, het gehele samenstel als één (fictieve) ‘rechtshandeling’ behandeld moet worden en dat die ‘rechtshandeling’ vervolgens zelfstandig getoetst dient te worden aan de vereisten van de paulianaregeling. Hierbij is dus niet relevant of de verschillende rechtshandelingen waaruit het samenstel bestaat, kwalificeren als verplicht of onverplicht en om niet of om baat. Evenmin is relevant of de individuele rechtshandelingen hebben geleid tot benadeling van crediteuren. Het gehele samenstel wordt slechts één keer tegen het pauliana-licht gehouden: het samenstel wordt aangemerkt als verplicht of onverplicht, als om niet of om baat en als benadelend of niet benadelend.

De benadering die Westrik en Van Dooren voorstaan, vertoont een hoge mate van gelijkenis met de Amerikaanse consolidatiedoctrine bij samengestelde *fraudulent transfers*.⁹⁸ Voor het onderhavige onderzoek is van belang of aanvaarding van een dergelijke regel tegemoet zou komen aan de hiervoor geschetste problematiek die opgeld kan doen bij samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. In hoofdstuk 6 is besproken dat de Amerikaanse consolidatiedoctrine in sommige gevallen leidt tot een gewrongen toepassing van het *fraudulent transfer law* op LBO's. Hoewel de Nederlandse paulianaregeling niet gelijk is aan het Amerikaanse *fraudulent transfer law*, lijkt een geconsolideerde toepassing van de (faillissements)pauliana op LBO's tot dezelfde problematiek aanleiding te geven. Ik werk dit hierna uit.

18.11.4 Consolidatie van een LBO bij toepassing van de pauliana?

18.11.4.1 Problematische kwalificatie van het samenstel

Als men de verschillende stappen van een LBO in onderlinge samenhang beschouwt, is geen andere conclusie mogelijk dan dat deze onlosmakelijk met elkaar zijn verbonden. Het is de bedoeling van partijen om door het samenstel van rechtshandelingen het eigendom van de aandelen in het doelwit te doen overgaan van de verkoper naar de koper, waarbij de koopprijs (mede) gefinancierd wordt door krediet dat door het doelwit (tegen zekerheden) wordt aangetrokken. Hoe dient dit

⁹⁷ Westrik & van Dooren 2011, p. 254.

⁹⁸ Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 6.

samenstel te worden gekwalificeerd voor de toepassing van de pauliana? Mijns inziens is sprake van een onverplicht verricht samenstel, nu er voor alle betrokken partijen geen verplichting bestaat om in de LBO te participeren.

De vraag of er sprake is van een samenstel om niet of om baat, laat zich minder eenvoudig beantwoorden. Bezieet men de LBO vanuit het perspectief van de vennootschap, dan is verdedigbaar dat sprake is van een transactie om niet, nu de LBO resulteert in een vermindering van haar eigen vermogen ten behoeve van haar aandeelhouders, zonder dat daar enige prestatie tegenover staat.⁹⁹ Bezieet men de LBO echter vanuit het perspectief van de aandeelhouders die hun aandelen in het kader van de transactie verkopen, dan is wel degelijk sprake van een transactie om baat. De verkopende aandeelhouders hebben de onttrokken middelen immers ontvangen als koopprijs voor de door hen vervreemde aandelen. Ook de bank die de LBO heeft gefinancierd zal het samenstel beschouwen als een transactie om baat. Deze tegenstrijdigheid volgt uit het feit dat bij een LBO meer dan twee partijen betrokken zijn; door het consolideren van de transactie tot een fictieve ‘rechtshandeling’ tussen de vennootschap en de verkopende aandeelhouders, ontstaat een gewrongen toepassing van het leerstuk van de pauliana, dat immers op een tweepartijen-verhouding is toegesneden.

18.11.4.2 Gevolgen van de vernietiging van een LBO?

Consolidatie van een LBO bij toepassing van de pauliana roept daarnaast de vraag op wat precies de gevolgen (zouden moeten) zijn van een succesvolle vernietiging. In hoofdstuk 6 kwam reeds aan bod dat in de Verenigde Staten op dit punt geen duidelijkheid bestaat. Leidt aantasting van het samenstel (uitsluitend) tot een terugbetalingsverplichting voor diegenen die hun aandelen in het kader van de LBO hebben vervreemd? Dan zouden de gerestitueerde middelen ten goede komen aan alle crediteuren, dus ook de bank die de transactie heeft gefinancierd. Of dat redelijk is valt te betwijfelen, aangezien de bank doorgaans goed op de hoogte zal zijn geweest van de financieringsconstructie en haar implicaties voor de financiële gegoedheid van het doelwit, en de daaraan verbonden risico's in de voorwaarden van de kredietverstrekking heeft kunnen verdisconteren. Daarnaast kan men de vraag stellen of het redelijk is dat de nieuwe aandeelhouder, doorgaans de *private equity*-partij die een leidende rol in de financieringsconstructie heeft gehad, buiten schot blijft. Anders gezegd: wie is nu eigenlijk de werkelijke ‘ontvanger’ van het aan de vennootschap onttrokken vermogen? De aandeelhouders die het vermogen hebben ontvangen als koopprijs voor hun aandelen, of de nieuwe investeerder, die

⁹⁹ Vgl. de *fraudulent transfer*-regeling in de VS; LBO's worden doorgaans aangemerkt als *transfers* waarvoor de vennootschap geen *reasonably equivalent value* krijgt (zie hoofdstuk 6).

door tussenkomst van de acquisitievennootschap de onttrekking heeft bewerkstelligd en met de opbrengst daarvan de aandelen in het doelwit heeft gefinancierd?

Een andere mogelijkheid is dat een succesvolle vernietiging van het samenstel de vernietiging zou moeten meebrengen van *alle rechtshandelingen* waaruit het samenstel bestaat.¹⁰⁰ Dit zou betekenen dat de verkopende aandeelhouders weliswaar de door hen ontvangen koopprijs aan de vennootschap moeten betalen, maar dat ook de verkoop van de aandelen ongedaan wordt gemaakt en zij dus weer eigenaar worden van de door hen verkochte aandelen.¹⁰¹ Ook de rechtsgrond van de door de banken verstrekte leningen (en de in het kader daarvan verstrekte zekerheden) zou in dat geval komen te ontvallen. Het is de vraag of dit tot een redelijk resultaat leidt indien niet alle bij de LBO betrokken partijen wetenschap van benadeling hadden.

Dit punt raakt volgens mij aan de kern van het probleem: omdat het gevolg van een succesvol beroep op de pauliana vrij absoluut is (vernietiging), biedt de toepassing van dit leerstuk op samengestelde rechtshandelingen (zoals de LBO) de rechter onvoldoende vrijheid om bij de *ex post* beoordeling van de financieringsconstructie rekening te houden met de concrete omstandigheden van het geval, in het bijzonder als er meer dan twee partijen bij de transactie betrokken waren. Relevante omstandigheden zijn mijns inziens (onder meer) de rol die de verschillende partijen bij de samengestelde transactie hebben gespeeld, de wetenschap die deze partijen hadden van de financiële gevolgen van de transactie en het voordeel dat aan partijen is toegekomen door de transactie.

18.11.5 Een alternatief beoordelingskader voor samengestelde transacties?

Nu de toepassing van de pauliana op samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders problematisch blijkt, rijst de vraag in welke sleutel dergelijke financieringsconstructies dan wél getoetst moeten worden. In hoofdstuk 19 zal daarom de blik worden gericht op de rol die de onrechtmatige daad speelt bij de bescherming van de vennootschapscrediteuren. Bezien zal worden of art. 6:162 BW de rechter beter in staat stelt om een samengestelde vermogensonttrekking, zoals een LBO, *ex post* te normeren.

100 Het is mij niet geheel duidelijk of Westrik en Van Dooren menen dat de aantasting van een samenstel resulteert in de ongedaanmaking van *alle* rechtshandelingen waar het samenstel uit bestaat, of in de ongedaanmaking van slechts die rechtshandelingen voor zover dat nodig is om het door de crediteuren geleden nadeel op te heffen; zie hun opmerkingen over de relatieve werking van de pauliana op pagina 253.

101 De waarde van die aandelen zal weliswaar in faillissement nihil zijn.

18.12 Conclusie

Het is onomstreden dat naast de regels vervat in boek 2 BW ook de (faillissements) pauliana de vrijheid van aandeelhouders begrenst om vermogen aan de vennootschap te onttrekken. Hoe een dividenduitkering in het systeem van art. 42 en 47 Fw moet worden ingepast, vindt echter noch in de jurisprudentie, noch in de literatuur eenduidige beantwoording. In dit hoofdstuk is betoogd dat de aan een dividenduitkering ten grondslag liggende besluiten kwalificeren als onverplichte rechtshandelingen om niet en daarom blootstaan aan vernietiging op grond van de pauliana indien de vennootschap ten tijde van de besluiten wist of behoorde te weten dat benadeling van schuldeisers daarvan het gevolg zou zijn. Voor vernietiging is geen wetenschap vereist aan de zijde van de aandeelhouder, en de wetenschap aan de zijde van de vennootschap wordt vermoed aanwezig te zijn geweest als de vennootschap binnen een jaar na de uitkering faillieert. Hieruit volgt dat een curator die een ongeoorloofd dividend van de aandeelhouders wil terugvorderen, meestal de pauliana zal willen invoeren en dus niet, of slechts subsidiair, zal ageren op grond van art. 2:216 lid 3 BW.

De dividenduitkering speelt niet zelden een rol in samengestelde transacties. Behoudens uitzonderlijke omstandigheden zal mijns inziens, ook als de uitkering is ingebed in een samenstel van onlosmakelijk met elkaar verbonden rechtshandelingen, de pauliana kunnen worden gericht tegen louter het dividend. Nu een dividenduitkering een op een in mindering komt op het eigen vermogen van de vennootschap zonder dat deze daarvoor iets terug krijgt, is het slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden denkbaar dat dit nadeel door de overige rechtshandelingen van het samenstel wordt gecompenseerd.

Tevens bestaat de mogelijkheid dat een samenstel van rechtshandelingen materieel kan worden gelijkgesteld met een vermogensonttrekking door aandeelhouders, zonder dat daarin gebruik is gemaakt van de formele uitkeringsmogelijkheden. Daarnaast is mogelijk dat door de wijze waarop een samenstel is gestructureerd, aantasting van louter de formele uitkering niet zinvol is. Daarom rijst de vraag of – net als in Amerika – de pauliana zich ook kan richten tegen het gehele samenstel, als was er sprake van slechts één rechtshandeling. Naast het feit dat de wet geen aanknopingspunten biedt voor een bevestigend antwoord, zou de introductie van een dergelijke doctrine onvoldoende tegemoet komen aan de bijzondere problematiek die opgeld kan doen bij samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders. De pauliana lijkt niet erg geschikt om samengestelde vermogensonttrekkingen, waarin meer dan twee partijen een rol spelen, *ex post* te normeren.

HOOFDSTUK 19

FINANCIERING & INDIRECTE DOORBRAAK

19.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de vraag centraal onder welke omstandigheden aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de financiering van de BV aansprakelijk kunnen zijn voor de schulden van de vennootschap, of gehouden kunnen zijn tot restitutie van aan de vennootschap onttrokken vermogen, onder de noemer van ‘indirecte doorbraak van aansprakelijkheid’. Aangezien de doorbraak-jurisprudentie zeer casuïstisch is en over de verschillende aspecten daarvan reeds talloze publicaties zijn verschenen, vindt hierna geen uitputtende bespreking plaats van alle situaties die aanleiding kunnen geven tot een doorbraak.¹ Na een aantal inleidende opmerkingen wordt ingegaan op de vragen die voor het onderhavige onderzoek van belang zijn: welke rol speelt onderkapitalisatie bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders, in het bijzonder als de aandeelhouder vermogen aan de vennootschap onttrekt, optreedt als financier in het kader van een reddingsoperatie of een vennootschap opricht/een nieuwe financiële structuur in het leven roept? Vervolgens zal worden gezien op welke manier het Nederlandse recht daarbij rekening houdt met de positie van de verschillende crediteuren. Tot slot wordt in het licht van al het voorgaande besproken welke rol het leerstuk van de onrechtmatige daad kan spelen bij de normering van *leveraged buyouts*.

19.2 Doorbraak en indirecte doorbraak

19.2.1 Door rechtspersonen heen kijken

In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid aandeelhouders in staat stelt risico's te externaliseren naar de crediteuren van de vennootschap. De risico's voor crediteuren die inherent zijn aan art. 2:175 lid 1 BW worden in Nederland ten dele gemitigeerd door de in de voorgaande hoofdstukken in Nederland ten dele gemitigeerd door de in de voorgaande hoofdstukken besproken wettelijke regels inzake het kapitaal van de vennootschap en uitkeringen

1 Men zij bijvoorbeeld verwezen naar *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009, nr. 834-845, Bartman/Dorresteyn 2009, hoofdstuk VIII, Lennarts 1999, Van Dongen 1995 en Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993.

aan haar aandeelhouders, de aansprakelijkheid van bestuurders en tevens door het leerstuk van de *faillissementspauliana*. Daarnaast is sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw in de rechtspraak van de Hoge Raad, onder de noemer ‘doorbraak van aansprakelijkheid’, een leerstuk tot wasdom gekomen op grond waarvan aandeelhouders onder bepaalde omstandigheden direct door de crediteuren van de vennootschap kunnen worden aangesproken.² Aan de wieg van deze ontwikkeling stonden de in 1977 verschenen preadviezen van Raaijmakers en Roelvink, waarin werd betoogd dat het onder omstandigheden gerechtvaardigd kon zijn “door rechtspersonen heen te kijken”, bijvoorbeeld als sprake is van onderkapitalisatie, overheersende bestuursinmenging, vermogensverstrengeling of verwaarlozing van vennootschappelijke normen.³ Net als de Amerikaanse rechtseconomische literatuur die in die tijd verscheen,⁴ gaven de preadviezen blijk van de opvatting dat het bij doorbraak van aansprakelijkheid in de kern gaat om een verdeling van risico’s.

Zo overwoog Raaijmakers: “Daar waar recht wordt geconfronteerd met min of meer complexe organisaties van waaruit maatschappelijke activiteiten worden ondernomen, gedragen door een samenwerkingsverband van mensen, daar rijst de vraag naar de verdeling van risico’s tussen de betrokkenen. Waar het betreft ondernemingsactiviteiten, welke enerzijds maatschappelijk wenselijk, anderzijds uit hun aard zelve risicodragend zijn (immers steeds een ‘avontuur’) en daardoor steeds voor alle betrokkenen een bepaalde graad van ongewisheid met zich mee brengen, daar moet het recht antwoord geven op de vraag naar een optimaal rechtvaardige risicoverdeling”.⁵ (Onderstr. JB)

19.2.2 Doorbraak door vereenzelviging

De Hoge Raad is slechts in zeer uitzonderlijke gevallen bereid gebleken om daadwerkelijk, dat wil zeggen met voorbijgaan aan, en terzijdestelling van de rechtspersoonlijkheid, door rechtspersonen heen te kijken.⁶ Voor vereenzelviging moet onmiskenbaar sprake zijn van misbruik van de rechtspersoonlijkheid met het oogmerk om verhaal van schuldeisers onmogelijk te maken en daarnaast moet de schade rechtvaardigen dat de vordering volledig kan worden verhaald op de

2 Zie daarover de inleiding van het themanummer van het *WPNR* over doorbraak: “Aanvaard lijkt [...] de gedachte dat doorbraak van aansprakelijkheid, in welke vorm dan ook, op zichzelf genomen met het begrip rechtspersoon verenigbaar is. Inderdaad kan men daartegen weinig bezwaar maken wanneer men bedenkt dat de rechtspersoon als rechtssubjekt weliswaar tot op zekere hoogte met de natuurlijke persoon kan worden gelijkgesteld maar toch per saldo een rond de mens als rechtssubjekt gebouwde konstruktie is in een rond de mens als rechtssubjekt gebouwd stelsel.” (*WPNR* 1981/5575, p. 545).

3 Raaijmakers 1977 en Roelvink 1977.

4 Zie hoofdstuk 3.

5 Raaijmakers 1977, p. 27.

6 HR 9 juni 1995, *NJ* 1996, 213 (*Krijger/Citco*).

achterliggende partij.⁷ Ook als een aandeelhouder de door de vennootschap gedreven onderneming overhevelt naar een nieuw opgerichte vennootschap, terwijl de achterblijvende vennootschap niet in staat is om (al) haar schuldeisers te voldoen, is volgens de Hoge Raad vereenzelviging nog niet gerechtvaardigd.⁸ Aan de terughoudendheid van de Hoge Raad om directe doorbraak te aanvaarden liggen dezelfde argumenten ten grondslag als die op basis waarvan het Duitse *Bundesgerichtshof* in 2007 besloot de *Durchgriffshaftung* in te ruilen voor een aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van *unerlaubte Handlung*.⁹ aandeelhouders die misbruik maken van de beperkte aansprakelijkheid moeten slechts kunnen worden aangesproken voor de daardoor veroorzaakte schade; een aansprakelijkheid voor alle verplichtingen van de vennootschap zal, meestal ten onrechte, verder gaan dan dat.¹⁰

19.2.3 Indirecte doorbraak door aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad

Naast de directe doorbraak is in de rechtspraak van de Hoge Raad een leer van *indirecte* doorbraak van aansprakelijkheid ontwikkeld. Bij een indirecte doorbraak wordt het handelen of nalaten van een aandeelhouder gekwalificeerd als een onrechtmatige daad jegens één of meer crediteuren van de vennootschap. Met de term ‘indirecte doorbraak’ wordt tot uitdrukking gebracht dat de aandeelhouder ondanks het in art. 2:64/175 BW vervatte (voor)recht van de beperkte aansprakelijkheid toch aansprakelijk is jegens de crediteuren van de vennootschap, zij het dat de aansprakelijkheid niet volgt uit een directe terzijdestelling van rechtspersoonlijkheid, maar haar grondslag vindt in art. 6:162 BW. Bij een nadere beschouwing van de betreffende jurisprudentie valt op dat het gaat om zeer uiteenlopende gevallen waarin slechts zelden een aansprakelijkheid is aangenomen van een aandeelhouder voor *alle* verplichtingen van de vennootschap.

Een nadeel van het veelvuldige gebruik van de term ‘indirecte doorbraak’ is dat ten onrechte het beeld kan ontstaan dat de verschillende uitspraken op eenzelfde

7 Zie HR 9 juni 1995, *NJ* 1996, 213 (*Krijger/Citco*) en Rb. Zwolle 24 juli 2002, *NJ* 2002, 593 (*Zevenster*).

8 HR 3 november 1995, *NJ* 1996, 215 (*Roco/Staat*). Net als in Duitsland, is in dat geval wél aansprakelijkheid mogelijk op grond van onrechtmatige daad, als de nieuwe vennootschap geen reële prijs heeft betaald voor de door haar overgenomen onderneming. Zie par. 13.3.7, waarin besproken is dat ook het Duitse *Bundesgerichtshof* geoordeeld heeft dat een dergelijke GmbH-*Stafette* niet tot vereenzelviging leidt, maar aanleiding kan geven tot aansprakelijkheid op grond van *unerlaubte Handlung*.

9 Zie par. 13.2.3.

10 Bartman heeft deze gedachtegang bekritiseerd, nu zijns inziens ook bij een volledig wegdenken van het identiteitsverschil de rechter alsnog kan overgaan tot matiging van de aansprakelijkheid op voet van het bepaalde in art. 6:109 BW (Bartman 2000, p. 797).

leest zijn geschoeid. Dit brengt het risico mee dat nieuwe casusposities in de eerder geformuleerde kaders worden geforceerd.¹¹ De Nederlandse indirecte-doorbraak-rechtspraak is echter, net als in de Verenigde Staten en Duitsland, buitengewoon casuïstisch van aard.¹² Het gaat altijd om vrij specifieke feitencomplexen. De overwegingen van de Hoge Raad zijn dan ook vaak toegespitst op de concrete omstandigheden van het voorliggende geval, zonder dat daarbij (te) algemene regels worden geformuleerd. Net als in de VS,¹³ geeft het hoogste rechtscollege niet zelden een ‘ongewogen waslijst’ van feiten en andere factoren die aan zijn oordeel ten grondslag liggen, zonder dat duidelijk is welke factoren van doorslaggevend belang zijn. Hoewel deze contextuele benadering de nodige onzekerheid laat over de aansprakelijkheidsrisico’s van aandeelhouders, wordt zij in de juridische literatuur hoofdzakelijk toegejuicht, nu daardoor recht kan worden gedaan aan alle relevante omstandigheden van het concrete geval.¹⁴

19.2.4 Indirecte doorbraak vs. veil piercing en existenzvernichtender Eingriff

Vergelijkt men de Nederlandse benadering van aansprakelijkheid van aandeelhouders met die van de Amerikanen en de Duitsers, dan valt op dat men de problematiek enigszins anders benadert. In de Amerikaanse literatuur komt de aansprakelijkheid van aandeelhouders doorgaans direct aan bod nadat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid is behandeld.¹⁵ De aansprakelijkheid van aandeelhouders, onder de noemer *veil piercing*, wordt dogmatisch beschouwd als het spiegelbeeld van de beperkte aansprakelijkheid; de vraag onder welke omstandigheden aandeelhouders aansprakelijk zijn jegens de crediteuren van de vennootschap wordt gezien als een vraag naar de grenzen van de beperkte aansprakelijkheid (*the limits of limited liability*), en wordt daarom beantwoord in het licht van het doel en de effectiviteit daarvan.¹⁶ Ook in de Duitse literatuur wordt de aansprakelijkheid van aandeelhouders in de regel besproken bij § 13 GmbHG, waarin is bepaald dat de aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de schulden van de GmbH.¹⁷ In Nederland wordt het leerstuk van de indirecte doorbraak van aansprakelijkheid

11 Mijns inziens heeft dit risico zich bijvoorbeeld verwezenlijkt in de conclusie bij het in par. 19.8.5 te bespreken *Comsys*-arrest.

12 Zie hoofdstuk 7 inzake *veil piercing* en hoofdstuk 13 inzake *existenzvernichtenden Eingriffs*.

13 Zie par. 7.3.

14 Zie bijvoorbeeld overweging 3.1 van A-G Timmerman in zijn conclusie bij HR 12 september 2008, *JOR* 2008/297 (*Coutts*). In zijn preadvies van 1977 concludeerde Roelvink al dat geen eenduidig antwoord mogelijk is op de vraag wanneer door rechtspersonen heen mag worden gekeken. Hij wees daarom een te schematische benadering van de hand in een poging om “tussen Scylla (ordelozes casuïstiek) en Charybdis (te ongenueanceerde formules) door te zeilen.” (Roelvink 1977, p. 177).

15 Zie bijvoorbeeld hoofdstuk 4 van Bainbridge 2009.

16 Zie Millon 2007.

17 Daar is geen verandering in gekomen sinds het *Bundesgerichtshof* in 2007 oordeelde dat de aansprakelijkheid van aandeelhouders niet langer plaatsvindt door een directe *Durchgriffshaftung*, maar voortaan gegrond is op de onrechtmatige daad.

voor een belangrijk deel beschouwd als een onderdeel van concernproblematiek; zo wordt in *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009* de rechtspraak inzake de aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van onrechtmatige daad bijvoorbeeld besproken in het hoofdstuk “concernverhoudingen”, terwijl aandeelhouders ook buiten groepsverhoudingen aansprakelijk kunnen zijn jegens de crediteuren.¹⁸ Anderen lijken de aansprakelijkheid van aandeelhouders vooral te zien als een bijzondere categorie van bestuurdersaansprakelijkheid. Illustratief in dit verband is dat in *Van Schilfgaarde/Winter 2009* de (indirecte) doorbraak van aansprakelijkheid wordt besproken in het hoofdstuk “het bestuur”. Aandeelhouders kunnen echter ook aansprakelijk zijn uitsluitend vanwege hun handelen als aandeelhouder, zonder dat een tot het bestuur gerichte norm is geschonden.

Ondanks deze verschillen in benadering valt op dat in alle onderzochte landen de aansprakelijkheid van aandeelhouders aanleiding geeft tot dezelfde vragen, en dat deze vragen niet zelden van vergelijkbare antwoorden worden voorzien. Aansprakelijkheid van aandeelhouders, op grond van *veil piercing*, *existenzvernichtender Eingriff* of (indirecte) doorbraak, wordt geacht gerechtvaardigd te zijn als de aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de vennootschap crediteuren hebben blootgesteld aan onredelijke risico's.

19.3 Twee categorieën van indirecte doorbraak

Ondanks het casuïstische karakter van de indirecte-doorbraak-rechtspraak, kan daarin enige ordening worden aangebracht. In de juridische literatuur wordt over het algemeen onderscheid gemaakt tussen twee (hoofd)categorieën van indirecte doorbraak: enerzijds de gevallen waarin een aandeelhouder toestaat dat een vennootschap die afkoerst op faillissement nieuwe verplichtingen blijft aangaan en de schijn van kredietwaardigheid ophoudt, en anderzijds die waarin een aandeelhouder ten onrechte vermogen aan de vennootschap onttrekt.¹⁹

18 Zie ook de proefschriften van Lennarts 1999 (“Concernaansprakelijkheid”) en Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993 (“Aansprakelijkheid in concernverhoudingen”).

19 *Asser/Maeijer 2-III 2000*, nr. 621 gebruikt voor de eerste categorie de aanduiding “schijn van kredietwaardigheid”. Mijns inziens is het zuiverder om de daaronder geschaarde rechtspraak aan te duiden als “voortzetting van verlieslatende activiteiten”. *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-II* 2009*, nr. 841 e.v. maakt ten aanzien van de tweede categorie onderscheid tussen onttrekkingen door de moeder als crediteur en onttrekkingen in haar hoedanigheid van aandeelhouder, en voegen daarnaast een restcategorie toe. Lennarts onderscheidt in haar proefschrift een derde categorie, genaamd de “bodemloze put” (Lennarts 1999, hoofdstuk 4).

19.3.1 *Schijn van kredietwaardigheid*

19.3.1.1 Voortzetting van verlieslatende activiteiten

Van de eerste categorie is – kort gezegd – sprake als een aandeelhouder een bepaalde mate van inzicht en feitelijke zeggenschap over het beleid van de vennootschap heeft en wist of behoorde te voorzien dat (nieuwe) schuldeisers zouden worden benadeeld door gebrek aan verhaal en niettemin nalaat zorg te dragen dat die schuldeisers worden voldaan. Zo bleek uit het *Albada Jelgersma*-arrest dat een moedervernootschap aansprakelijk kan zijn jegens een crediteur van haar gefailleerde dochtervennootschap, indien zij zich intensief bemoeit met het beleid van de dochter en nalaat maatregelen te nemen als zij weet of behoort te voorzien dat de crediteuren van de dochter zullen worden benadeeld wanneer de dochter voortgaat met het aangaan van nieuwe verplichtingen.²⁰ Uit het *Sobi/Hurks*-arrest bleek vervolgens dat intensieve beleidsbemoeienis geen prealabele voorwaarde is voor aansprakelijkheid: een moedervernootschap handelt tevens onrechtmatig als zij aan het genoemde subjectieve vereiste voldoet terwijl intensieve bemoeienis met het beleid van de dochter ontbreekt, maar de moeder vanwege de wijze waarop het concern en haar financiering zijn vormgegeven over de feitelijke macht beschikt om te voorkomen dat er nieuwe crediteuren bijkomen en contractspartijen onder bestaande duurovereenkomsten prestaties blijven leveren.²¹ In veel concerns impliceert deze norm dat de moedervernootschap actief toezicht op haar dochters moet uitoefenen en, zo nodig, op een gegeven moment moet ingrijpen om (te grote) schade voor schuldeisers van de dochter te voorkomen.²² In de juridische literatuur wordt de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege het aangaan van nieuwe verplichtingen door een verlieslatende vennootschap beschouwd als een ‘quasi-bestuurdersaansprakelijkheid’, nu deze in feite inhoudt dat de *Beklamel*-norm wordt toegepast op bepaalde, nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouders.²³

19.3.1.2 Peildatum problematiek

Omdat bij een voortzetting van verlieslatende activiteiten sprake is “van een keten van gebeurtenissen, die bij de betrokkenen het inzicht [...] doen groeien dat hun

20 HR 19 februari 1988, *NJ* 1988, 487 (*Albada Jelgersma*).

21 HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96, *JOR* 2002/38 (*Sobi/Hurks*). Ook uit het arrest van het hof Leeuwarden inzake *KHE Group* blijkt dat een nauwe financiële verwevenheid, die bijvoorbeeld voortvloeit uit een *cashpool*, kan leiden tot een zorgplicht van de concerntop jegens de schuldeisers – in dit geval de werknemers – van een in financiële problemen verkerende dochtervennootschap. Zie Hof Leeuwarden 6 december 2011, *JOR* 2012/39 (*KHE Group/FNV*).

22 Lennarts 2010, p. 189.

23 Zie bijvoorbeeld Lennarts 1999, p. 185-186 en Wassenaar 2007, p. 175. HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (*Beklamel*).

handelwijze niet (langer) geoorloofd is”, moet een peilmoment worden vastgesteld waarop de zorgplicht van de aandeelhouder jegens de vennootschapscrediteuren wordt geactiveerd.²⁴ De aandeelhouder handelt onrechtmatig jegens de (contractuele) crediteuren waarvan de vordering dateert van na de peildatum; van een generieke schuldeisersbenadeling die leidt tot een ‘doorbraak’ is daarom geen sprake. In het *Sobi/Hurks*-arrest heeft de Hoge Raad overwogen dat de vaststelling van de peildatum naar zijn aard een arbitrair karakter heeft en dat daarom een datum moet worden gekozen ten gunste van de aangesproken aandeelhouder.

Onduidelijk is of voortzetting van verlieslatende activiteiten ook onrechtmatig kan zijn jegens de *gezamenlijke* crediteuren van de vennootschap, als daardoor de omvang van de schuldenlast is toegenomen (men spreekt van ‘vermeerdering van het passief’). Een aantal juridische auteurs beantwoordt deze vraag bevestigend en meent daarom dat de curator bevoegd is om ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren een vordering in te stellen tot vergoeding van dit specifieke nadeel, dat zou bestaan uit het verschil tussen de uitkering die de gezamenlijke schuldeisers in faillissement zouden hebben ontvangen zonder de ‘nieuwe’ schulden en de uitkering die zij krijgen met de ‘nieuwe’ schulden.²⁵ Deze kwestie, waarover in de rechtspraak en de literatuur geen consensus bestaat,²⁶ zal in het hiernavolgende buiten beschouwing worden gelaten.

19.3.2 Ongeoorloofde vermogensonttrekkingen

De tweede categorie gevallen van indirecte doorbraak betreft die waarin de aandeelhouder zich een ongerechtvaardigde voorsprong verschaft ten aanzien van de overige crediteuren, ook wel door Timmerman de categorie van de ongeoorloofde vermogensonttrekkingen genoemd.²⁷ In deze gevallen onttrekt de aandeelhouder – in zijn hoedanigheid van aandeelhouder of crediteur – vermogen aan de vennootschap, terwijl hij op dat moment ernstig rekening moet houden met de mogelijkheid van een tekort. In de paragrafen 19.5 en 19.6 zal nader worden ingegaan op deze aansprakelijkheid.

Een ongeoorloofde vermogensonttrekking veroorzaakt een andersoortige benadeling dan een ongeoorloofde voortzetting van verlieslatende activiteiten. Onttrekkingen leiden niet tot de benadeling van een specifieke groep crediteuren waarvan de vorderingen na een zeker peilmoment zijn ontstaan, maar tot benadeling van de

24 HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96, *JOR* 2002/38 (*Sobi/Hurks*).

25 Zie Verstijlen 2001, p. 85, onder verwijzing naar Rechtbank Utrecht 15 september 1999, *NJkort* 1999, 85 (*Meijer q.q./Kakisina*), Van Hooff 2006, p. 70 en Janssen & Boeve 2009, p. 120. Anders: Van Schilfgaarde in zijn noot onder HR 16 september 2005, *NJ* 2005, 311 (*De Bont/Bannenberg q.q.*) en Spinath in zijn noot onder Rb. Rotterdam 25 januari 2012, *JOR* 2012/167 (*Watt*).

26 Dit is ook geconstateerd in de toelichting bij het (inmiddels geparkeerde) *Voorontwerp Insolventiewet* 2008, p. 59. Zie ook Vroom & Kerstens 2013, p. 166-168.

27 Timmerman 1990, p. 17.

gezamenlijke – oude en nieuwe – crediteuren van de vennootschap. Bij ongeoorloofde onttrekkingen gaat het om handelingen met doorgaans een paulianeus karakter die resulteren in een vermindering van het verhaalsvermogen van de vennootschap. Hieruit volgt dat een curator wel tegen een aandeelhouder kan ageren in het geval van een ongeoorloofde vermogensonttrekking, maar dat hij deze mogelijkheid niet heeft als hij de aandeelhouder het verwijt maakt de verlieslatende activiteiten te hebben voortgezet.²⁸ In het eerstgenoemde geval maakt de curator gebruik van de bevoegdheid om een vordering uit onrechtmatige daad in te stellen tegen een derde – in dit geval de aandeelhouder – die betrokken was bij een benadeling van de gezamenlijke schuldeisers.²⁹ In de rechtspraak van de Hoge Raad is uitgemaakt dat de curator een zogenoemde *Peeters/Gatzen*-vordering uitsluitend kan instellen als de derde een norm heeft geschonden die de verhaalsbelangen van de – als eenheid gedachte – gezamenlijke schuldeisers beoogt te beschermen.

19.4 De betekenis van onderkapitalisatie bij indirecte doorbraak

19.4.1 Onderkapitalisatie onvoldoende voor aansprakelijkheid van aandeelhouders

Opvallend bij het voorgaande is dat, anders dan in de Verenigde Staten, het begrip ‘onderkapitalisatie’ nauwelijks een rol speelt in de Nederlandse rechtspraak inzake doorbraak van aansprakelijkheid. Men komt de term in de (civiele) rechtspraak vrijwel nooit tegen.³⁰ In de *Osby*-procedure – de zaak waarin de Hoge Raad de eerste aanzet heeft gegeven tot het leerstuk van indirecte doorbraak – had het hof nog wél geoordeeld dat sprake was van onderkapitalisatie.³¹ In het arrest van de Hoge Raad werd echter niet meer van de vermeende onderkapitalisatie gerept.

In de beperkte hoeveelheid literatuur die over het onderwerp is verschenen, wordt over het algemeen het standpunt gehuldigd dat onderkapitalisatie op zichzelf, zonder bijkomende omstandigheden, niet voldoende is voor aansprakelijkheid van

28 Zie ook *Wessels Insolventierecht IV*, 3e druk, 2010, nr. 4191-4193.

29 In de juridische literatuur is stevig gedebatteerd over deze *Peeters/Gatzen*-vordering, onder meer over de vraag of deze vordering, of de opbrengst van de vordering, in de boedel valt. Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt inmiddels dat de vordering toekomt aan de gezamenlijke schuldeisers, niet in de boedel valt, maar dat de opbrengst van de vordering wél in de boedel valt (zie HR 14 januari 1983, *NJ* 1983, 597 (*Peeters q.q./Gatzen*), HR 16 september 2005, *JOR* 2006/52 (*De Bont/Bannenberg q.q.*), HR 24 april 2009, *RvdW* 2009, 579 (*Dekker q.q./Lutèce*) en HR 14 januari 2011, *NJ* 2011, 366 (*Butterman q.q./Rabobank*). Zie hierover kritisch Verstijlen 2009, p. 103: “Qua theorievorming is de gekozen constructie een gedrocht”. Zie over de *Peeters/Gatzen*-vordering onder andere: Wessels 2011, Janssen & Boeve 2009, Van Andel 2006, Van Hooff 2006 en Verstijlen 2002.

30 Een zoekopdracht in de database van *www.rechtspraak.nl* leverde op 27 november 2012 bijvoorbeeld slechts 24 *hits* op van uitspraken waarin het woord ‘onderkapitalisatie’ voorkwam, waarvan 22 fiscale uitspraken.

31 R.o. 4 van het hof, kenbaar uit HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby/LVM*).

aandeelhouders. Onderkapitalisatie wordt doorgaans wél beschouwd als een feitelijke omstandigheid die kan bijdragen aan het oordeel dat het handelen van een aandeelhouder onrechtmatig was. Op dit punt wijkt de Nederlandse opinie dus niet af van de Amerikaanse en Duitse opvattingen inzake de aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie.

Zo overwoog Roelvink in zijn preadvies van 1977 dat “naar de huidige stand van de wetgeving, hoe men over de merites daarvan ook moge denken, [...] een toestand van onderkapitalisatie in ieder geval mogelijk en niet per se ongeoorloofd [is]”.³² Onderkapitalisatie zou zijns inziens wel een rol kunnen spelen bij de vraag of aandeelhouders misbruik hadden gemaakt van de beperkte aansprakelijkheid en uit dien hoofde aansprakelijk waren. Raaijmakers overwoog in zijn preadvies enigszins anders dat “onvoldoende kapitaaluitrusting” aanleiding kon geven tot aansprakelijkheid: “Indien Moeder bevordert/toelaat dat Dochter verbintenissen aangaat, welke risico’s met zich meebrengen, welke in geen verhouding staan tot het vermogen van Dochter, dan kan Moeder onder omstandigheden geen beroep doen op het voorrecht der beperkte aansprakelijkheid.” In zijn oratie van 1998 gaf Van den Ingh aan dat onderkapitalisatie zijns inziens op zichzelf onvoldoende is om tot aansprakelijkheid van aandeelhouders te komen.³³ Terng en Oosterhof betoogden in 2008 dat een tekort aan kapitaal naar bedrijfseconomische maatstaven op zichzelf onvoldoende grond is voor doorbraak van aansprakelijkheid naar een aandeelhouder.³⁴

19.4.2 Onderkapitalisatie: een diffuus begrip

Omdat de kleine groep juridische auteurs die zich met het onderwerp heeft bezig gehouden geen eenduidige definitie hanteert van het begrip ‘onderkapitalisatie’, is niet altijd helder wat men daar in een concreet geval mee bedoelt. Zo leek het hof in de *Osby*-procedure met de overweging dat sprake was van onderkapitalisatie tot uitdrukking te brengen dat er een wanverhouding bestond tussen het geplaatste kapitaal van de vennootschap en de door de aandeelhouder aan haar verstrekte leningen. Deze situatie wordt in Duitsland aangeduid met ‘nominale onderkapitalisatie’.³⁵ In zijn conclusie bij het *Osby*-arrest overwoog A-G Ten Kate dat het begrip onderkapitalisatie “op zichzelf een niet vaststaand begrip” is, en wees hij erop dat daarmee ook bedoeld kan worden op een wanverhouding tussen de “totale financiële toerusting” en “het voorgenomen ondernemen”.³⁶ De Duitsers spreken in

32 Roelvink 1977, p. 151.

33 Van den Ingh 1998, p. 26.

34 Terng & Oosterhoff 2008.

35 Zie over nominale en materiële onderkapitalisatie par. 13.4.1.

36 HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby/LVM*).

dat geval van materiële onderkapitalisatie. In zijn preadvies, dat niet lang na de *Osby*-uitspraak verscheen, leek Slagter een enigszins andere invulling aan het begrip te geven. Onderkapitalisatie zou zich op verschillende manieren kunnen voordoen:

“[H]et geplaatste aandelenkapitaal is reeds bij de oprichting onvoldoende; dit kapitaal is weliswaar bij de oprichting voldoende maar wordt vervolgens verminderd, of er vindt inkoop van eigen aandelen plaats; dit kapitaal wordt niet verminderd maar na enige tijd neemt het bedrijf een zodanige omvang aan, dat deze in een te nauw kapitaalsjasje komt te zitten.”³⁷

Hoewel Slagter dit niet uitdrukkelijk overwoog, meende hij kennelijk dat onderkapitalisatie slechts in een beperkt aantal situaties rechtens relevant was. Enige tijd later overwoog Van Dongen in zijn proefschrift “dat reeds van een gekwalificeerde onderkapitalisatie kan worden gesproken indien [...] het eigen vermogen klaarblijkelijk in geen enkele verhouding staat tot de ondernemingsomvang van de vennootschap”.³⁸ Van Dongen meende dat het geplaatst kapitaal een te eng beoordelingskader vormde; het gehele eigen vermogen diende in verhouding te staan tot de omvang van de onderneming. Kort daarna constateerde Van den Ingh in zijn oratie dat het begrip geen vastomlijnde betekenis had, en richtte hij zich vooral “op de verhouding tussen de activiteiten van een vennootschap en het geheel van haar financieringsbronnen. Is die verhouding beneden de maat,” dan noemde hij dat “ter vermijding van verdere semantische discussies: ‘onderfinanciering’.”³⁹ In de daarna verschenen literatuur over het onderwerp wordt doorgaans verwezen naar deze ‘definitie’ van Van den Ingh.

19.4.3 Onderkapitalisatie: een feitelijk begrip

Hoewel een scherpe definitie dus nog steeds ontbreekt, kan worden geconcludeerd dat het begrip onderkapitalisatie zich heeft ontwikkeld tot een term waarmee men tot uitdrukking pleegt te brengen dat op een zeker moment een wanverhouding bestond tussen enerzijds de totale vermogensbronnen waarover de vennootschap kon beschikken, en anderzijds de omvang en risico’s van de door de vennootschap ontplooiende activiteiten. Enigszins scherper uitgedrukt, is mijns inziens sprake van onderkapitalisatie als met oog op de solvabiliteit, de liquiditeitspositie, de prognosticeerde rentabiliteit en de door de vennootschap afgesloten verzekeringen, de vennootschap over te weinig middelen beschikt om haar continuïteit te kunnen waarborgen. Deze begripsomschrijving is materieel gelijk aan de invulling die in de Amerikaanse en Duitse rechtspraak en literatuur doorgaans aan het begrip wordt gegeven. Het is communis opinio dat het nominale kapitaal niet als ijkpunt moet

³⁷ Slagter 1988, p. 65.

³⁸ Van Dongen 1995, p. 290.

³⁹ Van den Ingh 1998, p. 2.

gelden bij de vaststelling van onderkapitalisatie, nu de vennootschap in haar vermogensbehoefte kan voorzien met zowel eigen vermogen, als vreemd vermogen. In het hiernavolgende zal niettemin de term onderkapitalisatie worden gehanteerd, omdat daarmee wordt aangesloten bij de Amerikaanse en Duitse terminologie.

Bezieet men deze invulling van het begrip onderkapitalisatie nader, dan wordt duidelijk waarom onderkapitalisatie geen zelfstandige normatieve functie heeft. Onderkapitalisatie wordt immers gehanteerd als een objectief, feitelijk begrip, waarmee wordt aangegeven dat er een tekort aan financiering is, zonder dat de oorzaak van dit tekort een rol speelt. Er is een grote hoeveelheid redenen denkbaar waarom een vennootschap op een zeker moment niet in haar vermogensbehoefte kan voorzien: tegenvallende resultaten door een slechte conjunctuur, wanbeleid door het bestuur, onverwachte marktontwikkelingen etc. Al deze omstandigheden kunnen ertoe leiden dat de financieringsbronnen van de vennootschap op een zeker moment niet meer in verhouding staan tot haar activiteiten. Aan elk faillissement van een vennootschap zal een periode zijn voorafgegaan waarin sprake was van onderkapitalisatie: een tekort aan vermogen om (voortzetting van) de activiteiten te financieren.

Ook in de Amerikaanse rechtspraak is erop gewezen dat de vaststelling van *undercapitalization* op zichzelf weinig zeggend is waar het gaat om eventuele aansprakelijkheid. Zo overwoog Justice Carter: “*In fact it may be said that every corporation which fails because it is unable to pay its obligations is underfinanced [...]. In a rapidly changing economy what might seem to be adequate financing today would be inadequate tomorrow [...].*”⁴⁰ In dezelfde zin oordeelde het federale 7th circuit Court of Appeals: “*Undercapitalization is a poorly-defined phrase, and especially so in the context of bankruptcy. An undercapitalized firm is one without enough capital: but that tells us little. [...] Under any definition, undercapitalization just means that a company does not have enough funds on its balance sheet or in the till. It is a common token of declining business fortune. Every firm in bankruptcy, and many outside, can in some sense be said to be undercapitalized – which is to say, to have insufficient funds on hand.*”⁴¹

Aan de vaststelling dat een gefailleerde vennootschap op een bepaald moment in staat van onderkapitalisatie verkeerde, verbindt het recht daarom (nog) geen (aansprakelijkheids)consequenties. Uitgangspunt is nu juist dat aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor een eventueel tekort in faillissement en evenmin hoeven bij te springen als de vennootschap extra vermogen behoeft.

40 *Dissenting opinion* Justice Carter in: Cf. *Automotriz Del Golfo de California S.A. DE C. v. Reswick*, 47 Cal.2d. 792, p. 800.

41 *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997). Zie par. 8.6.

19.4.4 De normerende rol van onderkapitalisatie

19.4.4.1 Handelen door aandeelhouders ten tijde van onderkapitalisatie

De vaststelling van onderkapitalisatie kan niettemin wel degelijk een rol spelen bij de beoordeling van het handelen van aandeelhouders ter zake van de financiering van de vennootschap.⁴² Ten eerste vloeit uit een situatie van onderkapitalisatie – ongeacht de oorzaak daarvan – voort dat aandeelhouders in hun financieringsvrijheid worden beperkt; op dat moment staat het aandeelhouders niet meer vrij om vermogen aan de vennootschap te onttrekken.⁴³ Daarnaast zal de aandeelhouder er rekening mee moeten houden dat als hij de vennootschap financiert ten tijde van een ernstige onderkapitalisatie, hij deze financiering niet steeds zonder meer kan stopzetten.⁴⁴

19.4.4.2 Verantwoordelijkheid van aandeelhouders voor het ontstaan van onderkapitalisatie

Ten tweede is het mogelijk dat de aandeelhouder verantwoordelijk is voor *het ontstaan* van de situatie van onderkapitalisatie. De onderkapitalisatie kan het gevolg zijn van een vermogensonttrekking, maar zij kan ook reeds aanwezig zijn bij oprichting van de vennootschap of bij het opzetten van een nieuwe financiële structuur. Als de aandeelhouder een ondergekapitaliseerde vermogensstructuur in het leven roept, handelt hij mogelijk onrechtmatig jegens de schuldeisers van de vennootschap. Daarvoor is wel vereist dat de aandeelhouder (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap had van de onderkapitalisatie en in de gelegenheid was om deze situatie te voorkomen of op te heffen.⁴⁵

Mijns inziens is de onduidelijkheid over de betekenis van onderkapitalisatie er mede in gelegen dat sommige juridische auteurs laatstgenoemde situatie voor ogen hebben als zij spreken van onderkapitalisatie, terwijl anderen de term gebruiken in de hiervoor besproken objectieve zin. Met name in de Amerikaanse rechtspraak en literatuur lopen deze twee betekenissen door elkaar, waardoor aan auteurs en rechters niet zelden standpunten worden toegedicht die zij wellicht nimmer beoogden in te nemen.⁴⁶ Omwille van de helderheid zal daarom in het hiernavolgende de term ‘verwijtbare onderkapitalisatie’ worden gehanteerd om tot uitdrukking te brengen dat aan de aandeelhouders vanwege (het ontstaan van) de onderkapitalisatie een verwijt kan worden gemaakt; het betreft in dat geval dus

42 Vanzelfsprekend ook ten aanzien van het handelen van de bestuurders, maar dat valt buiten het bestek van dit onderzoek.

43 Zie par. 19.5 en 19.6 hierna.

44 Zie par. 19.7 hierna.

45 Zie par. 19.8 hierna.

46 Zo werd geconcludeerd in par. 9.4.

niet een zuiver objectief, feitelijk begrip, maar een normatief juridisch begrip dat onrechtmatig handelen door de aandeelhouder impliceert.

19.4.5 Vier financieringssituaties waarin onderkapitalisatie rechtens relevant is

In de volgende paragrafen zal een viertal situaties worden geanalyseerd waarin de aandeelhouder een belangrijke rol speelt bij de financiering van de vennootschap en waarbij onderkapitalisatie een normerende rol speelt in voornoemde zin: (i) de aandeelhouder onttrekt vermogen aan de vennootschap door een formele uitkering (par. 19.5), (ii) de aandeelhouder onttrekt vermogen aan de vennootschap door een materiële uitkering of bouwt vóór faillissement zijn *exposure* af door andersoortige transacties met de vennootschap (par. 19.6), (iii) de aandeelhouder treedt op als financier van de vennootschap in het kader van een reddingsoperatie (par. 19.7) en (iv) de aandeelhouder richt een vennootschap op of roept een nieuwe financiële structuur in het leven (par. 19.8).

19.5 Onderkapitalisatie bij formele uitkeringen

19.5.1 Onrechtmatige vermogensonttrekkingen sinds het Nimox-arrest

Sinds het *Nimox*-arrest van de Hoge Raad uit 1992 staat vast dat de betrokkenheid van aandeelhouders bij uitkeringen kan leiden tot aansprakelijkheid op grond van art. 6:162 BW. *Nimox NV* had als enig aandeelhouder van *Auditrade BV* in de AV besloten tot een omvangrijke uitkering. Het dividend kon volledig ten laste worden gebracht van een vrije (winst)reserve, waardoor het besluit niet in strijd was met de destijds geldende uitkeringsregeling.⁴⁷ De vordering van *Nimox* uit hoofde van het dividendbesluit werd omgezet in een geldlening, af te lossen in tien jaarlijkse termijnen. Kort daarna werd de vordering door *Nimox* verkocht en overgedragen aan *NMB-Heller NV*, de huisbank van *Auditrade*, die de vordering onder haar paraplu van zekerheden bracht.

Toen *Nimox* vervolgens failleerde, stelde de curator zich op het standpunt dat *Nimox* door haar handelwijze de continuïteit van *Auditrade* in gevaar had gebracht, zodat het uitkeringsbesluit moest worden aangemerkt als een onrechtmatige daad van *Nimox*.⁴⁸ De rechtbank en het hof volgden hem hierin, waarbij het hof overwoog dat de ten tijde van het dividendbesluit nog aanwezige reserves “uit een financieel-economisch oogpunt niet als vrije reserve waren te beschouwen, maar dat ze nodig zouden zijn om komende verliezen op te vangen in afwachting

47 Het uitkeringsbesluit werd genomen in 1983. Nu het stelsel van de Tweede Richtlijn pas op 20 januari 1986 is ingevoerd voor de BV, was op de uitkering dus nog de oude regeling van de artikelen 2:216 en 2:217 BW van toepassing (zie par. 16.7.2).

48 Daarnaast betoogde de curator (met succes) dat de overdracht van de vordering door *Nimox* aan *NMB-Heller* onrechtmatig was. Dit punt zal hierna verder onbesproken blijven. Zie daarover bijvoorbeeld Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 909 en Lennarts 1999, p. 225-226.

van gunstiger tijden, dan wel in geval van liquidatie geheel of grotendeels zouden verdwijnen”.⁴⁹ In cassatie klaagde *Nimox* dat de uitkering niet onrechtmatig kon zijn, nu het dividendbesluit tevergeefs was aangevochten.⁵⁰ De Hoge Raad oordeelde echter dat “ook indien van de geldigheid van het besluit als zodanig moet worden uitgegaan bij gebreke van vernietiging bij rechterlijk vonnis op de voet van art. 2:11 BW [thans: art. 2:15 BW – JB], [...] hieruit niet [volgt] dat uitvoering van het besluit tegenover derden zoals schuldeisers van de vennootschap niet onrechtmatig kan zijn, noch dat het door uitoefening van het stemrecht bewerkstelligen van de totstandkoming van het besluit tegenover derden niet onrechtmatig kan zijn”.⁵¹ Dit oordeel onderstreept dat de vrijheid van aandeelhouders om vermogen aan de vennootschap te onttrekken niet alleen beperkt wordt door de formele regels inzake uitkeringen in boek 2 BW, maar dat ook de maatschappelijke zorgvuldigheid op dit punt grenzen stelt.

Sinds het *Nimox*-arrest is aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege formeel geldige uitkeringen in de lagere rechtspraak af en toe aangenomen. Zo oordeelde het Hof 's-Gravenhage in het *Panmo*-arrest dat de onrechtmatigheid van een uitkering in beginsel gegeven is wanneer ten gevolge van de uitkering “de reserves van de vennootschap in die mate verminderen dat een voortzetting van het bedrijf van de vennootschap in gevaar komt, waarbij mede de positie van de vennootschap in de markt en de ontwikkelingen in de branche waarin de vennootschap werkzaam is in aanmerking genomen moeten worden”.⁵² Een latere uitspraak van de Rechtbank Dordrecht illustreert dat een vermogensonttrekking per definitie benadelend is als het faillissement van de vennootschap daarop volgt, maar dat hierin (nog) niet het onrechtmatige karakter van de onttrekking gelegen is. De rechtbank moest oordelen over omvangrijke dividenduitkeringen die bijna vijf en drie jaar aan het faillissement van de vennootschap vooraf waren gegaan.⁵³ In faillissement sprak de curator de aandeelhouder aan vanwege het ‘leegtrekken’ van de vennootschap, waarbij hij zich op het standpunt stelde dat het faillissement zonder de dividenduitkeringen voorkomen had kunnen worden, omdat de vennootschap in dat geval op haar eigen vermogen had kunnen interen toen zij in financieel zwaar weer terecht kwam. De rechtbank overwoog dat deze stelling op zichzelf juist

49 R.o. 2.4 van het hof-arrest.

50 De curator had in een andere procedure (tegen *Auditrade*) vernietiging gevorderd van het dividendbesluit, maar was in deze procedure niet-ontvankelijk verklaard. Volgens de rechtbank in die procedure had de curator niet langer een redelijk belang bij de vernietiging van het besluit, omdat de vernietiging hem niet in een gunstiger positie zou brengen dan die waarin hij kwam te verkeren als zijn vordering uit onrechtmatige daad werd toegewezen. Zie r.o. 3.1.2. Schoordijk is kritisch over deze redenering (Schoordijk 1992, p. 358).

51 R.o. 3.3.1.

52 Hof 's-Gravenhage 8 juni 1999, *JOR* 2000/93 (*Panmo*), r.o. 5.3.

53 Rb. Dordrecht 17 november 2004, *LJN* AR6141.

was, maar “dat een aandeelhouder in beginsel niet verplicht is een dergelijk omvangrijk risicokapitaal in de vennootschap te brengen of te laten”. De door de curator gemaakte vergelijking met het *Nimox*-arrest ging volgens de rechtbank niet op, omdat “de curator niet [stelde] dat ten tijde van het dividendbesluit, [...] andere dan de voor de onderneming gebruikelijke risico’s voorzienbaar waren.” De redenering van de rechtbank getuigt mijns inziens van het juiste inzicht dat de kernvraag is of door een vermogensonttrekking in een onredelijke mate risico’s zijn afgewenteld op de crediteuren, doordat de aandeelhouder ernstig rekening diende te houden met een tekort.

Zie ook de uitspraak van de Rechtbank Utrecht uit 2013, waarin een curator de enig aandeelhouder van een vennootschap aansprak op grond van onrechtmatige daad, vanwege een viertal dividendbesluiten die weliswaar gefinancierd werden uit vrije reserves, maar volgens de curator de solvabiliteit van de vennootschap tot een onverantwoord niveau zouden hebben teruggebracht.⁵⁴ De rechtbank overwoog dat “[h]etgeen in de branche gebruikelijk is in termen van solvabiliteit, van de onderneming in kwestie, [...] van belang [is] voor hetgeen schuldeisers dienaangaande mogen verwachten, en dus ook voor de vraag of onrechtmatig wordt gehandeld door met dividendbesluiten de solvabiliteit te verlagen, en hoe die aldus bereikte solvabiliteit zich verhoudt tot wat gebruikelijk kan worden geacht”.⁵⁵ Vervolgens oordeelde de rechtbank dat de eerste drie dividendbesluiten niet onrechtmatig waren, nu de vennootschap daarna enige tijd winst was blijven maken, waardoor de solvabiliteit weer steeg.⁵⁶ Het vierde en laatste dividendbesluit, waardoor “vrijwel alle vrije reserves van [de vennootschap werden] omgezet in een dividendaanspraak van [de aandeelhouder]”, vond echter plaats op een moment waarop de aandeelhouder, vanwege de verslechterde marktomstandigheden, ernstig rekening moest houden met een tekort.

19.5.2 Geen intensieve beleidsbemoeyenis of hechte concernstructuur vereist

De aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen is van een geheel andere aard dan de (in par. 19.3.1 behandelde) aansprakelijkheid vanwege het voortzetten van verlieslatende activiteiten. Waar voor laatstgenoemde aansprakelijkheid vereist is dat op de aandeelhouder een bijzondere zorgplicht is komen te rusten vanwege zijn intensieve bemoeienis met de vennootschap of de wijze waarop invulling is gegeven aan het concern en haar

⁵⁴ Rb. Utrecht 23 mei 2013, *LJN* CA0803 (*Trinitas*).

⁵⁵ R.o. 4.16.

⁵⁶ In r.o. 4.14 overwoog de rechtbank: “Indien door de eerste drie dividendbesluiten de solvabiliteit mocht zijn gedaald tot onder wat op die momenten bedrijfeconomisch aanvaardbaar mocht worden geacht, zijn die besluiten gesauveerd voor zover ze de solvabiliteit op latere data niet tot onder de voor die data aanvaardbaar te achten niveaus hebben aangetast.”

financiering, is voor aansprakelijkheid vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen voldoende dat een aandeelhouder de vermogensonttrekking bewerkstelligt – bijvoorbeeld door in de AV vóór een uitkeringsbesluit te stemmen – terwijl hij ernstig rekening moet houden met een tekort. Aansprakelijkheid vanwege vermogensonttrekkingen kan zich kortom tevens buiten concernverband voordoen en ook als de vennootschap meerdere aandeelhouders heeft.⁵⁷ Dat neemt natuurlijk niet weg dat de kans dat een aandeelhouder aan het voor aansprakelijkheid noodzakelijke wetenschapsvereiste voldoet, aanzienlijk groter is indien hij zich intensief met het beleid van de vennootschap bemoeit. Zo werd de wetenschap van *Nimox* aangenomen omdat zij zich periodiek had laten inlichten over de stand van zaken bij *Auditrade*.⁵⁸

19.5.3 Aansprakelijkheid van de minderheidsaandeelhouder?

De vraag rijst of een aandeelhouder die vóór een uitkering heeft gestemd terwijl hij ernstig rekening moest houden met een tekort, zich kan verweren met de stelling dat het dividendbesluit ook zonder de door hem uitgebrachte stemmen tot stand zou zijn gekomen?⁵⁹ En kan de aandeelhouder zich erop beroepen dat hij niet op de hoogte was van hoe de andere aandeelhouders zouden gaan stemmen, zodat voor hem niet voorzienbaar was dat zijn stemuitbrenging zou leiden tot de ongeoorloofde uitkering? Ik zou menen dat op beide vragen een ontkennend antwoord moet volgen. De onrechtmatigheid is gelegen in de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap in combinatie met het stemmen voor de vermogensonttrekking; welk gewicht de aandeelhouder in de besluitvormingsschaal heeft gelegd, doet niet ter zake.

19.5.4 Een lichter wetenschapsvereiste bij onttrekkingen door aandeelhouders

19.5.4.1 Onttrekkingen eerder onrechtmatig dan voortzetting van verlieslatende activiteiten

De Hoge Raad hanteert bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen een lichter wetenschapsvereiste dan bij aansprakelijkheid vanwege de voortzetting van verlieslatende activiteiten. Alhoewel dit in het *Nimox*-arrest niet met zoveel woorden is overwogen, wordt in de juridische literatuur algemeen aangenomen dat de Hoge Raad daarin het criterium heeft toegepast uit het *Keulen/BLG*-arrest, waarin geoordeeld werd dat de oprichter/financier van een stichting onrechtmatig zou hebben gehandeld door een krediet op

⁵⁷ Zie ook Lennarts 1999, p. 214.

⁵⁸ Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 915, voetnoot 43.

⁵⁹ Als bijvoorbeeld drie aandeelhouders met een gelijk aandelenbelang vóór een dividendbesluit stemmen, zou de voor het besluit vereiste meerderheid ook zijn bereikt indien één van hen tegen de uitkering had gestemd.

te zeggen op het moment dat hij “reeds ernstig met de mogelijkheid van een tekort rekening had moeten houden in die zin dat toen [er] voor die mogelijkheid concrete aanwijzingen waren, dit [de oprichter/financier] er met het oog op de voldoening van andere schuldeisers geheel of ten dele van [had] behoren te weerhouden tot deze terugtrekking over te gaan”.⁶⁰ Aan dit criterium (‘ernstig rekening houden met’) is eerder voldaan dan aan het in de overige doorbraak-jurisprudentie toegepaste criterium (‘weten of behoren te voorzien’). Aan het laatstgenoemde criterium is pas voldaan als een volledig geïnformeerd persoon in redelijkheid niet aan het intreden van de schade kan twijfelen.⁶¹ Bij toepassing van het ‘onttrekkingscriterium’ staat redelijke twijfel aan het intreden van de schade niet zonder meer aan aansprakelijkheid in de weg. Dit blijkt ook uit de *Nimox*-zaak, nu de vermogenspositie van *Auditrade* na het dividendbesluit niet zodanig was dat haar ondergang een gegeven was. Het hof overwoog uitdrukkelijk dat *Nimox* ten tijde van de uitkering de verwachting mocht koesteren dat *Auditrade* er dankzij een nieuw project bovenop zou komen. Dit weerhield het hof echter niet van haar oordeel dat het dividend onrechtmatig was.

Het hof overwoog: “De prognoses van Nimox [...] waren uiteindelijk niet meer dan prognoses. Zij konden wellicht rechtvaardigen dat aandeelhouders Auditrade haar bedrijf lieten voortzetten en voor zichzelf en de crediteuren het commerciële risico namen dat de prognoses niet zouden uitkomen. Niet echter dat Nimox als enig aandeelhouder op die prognoses een voorschot nam en het verdere risico grotendeels op de crediteuren afwentelde.”⁶² (Onderstr. JB) Schoonbrood-Wessels heeft naar aanleiding van deze overweging opgemerkt: “Het heeft er de schijn van dat de HR bereid is dit laatste vereiste enigszins te verzachten indien de moeder handelingen verricht waarmee zij haar eigen risico bij de bedrijfsvoering van de dochter verkleint en tegelijkertijd dat van de (overige) schuldeisers vergroot”.⁶³

Het is kortom mogelijk dat de vennootschap in die mate ondergekapitaliseerd is dat bestuurders en nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouders (nog) *niet* onrechtmatig handelen door de vennootschap haar activiteiten te laten voortzetten, maar *wel* onrechtmatig handelen indien zij op dat moment vermogen aan de vennootschap onttrekken. Ook als er nog gerechtvaardigde hoop bestaat op continuïteit van de onderneming, kunnen aandeelhouders onrechtmatig handelen door vermogen aan de vennootschap te onttrekken. Dit onderscheid is mijns inziens gerechtvaardigd. Het terughoudende criterium bij doorbraak vanwege voortzetting van verlieslatende activiteiten is primair ingegeven door de gedachte dat de

60 HR 9 mei 1986, *NJ* 1986, 792 (*Keulen/BLG*).

61 *Asser/Maeijer 2-III* 2000, nr. 625.

62 R.o. 2.7 van het arrest van het hof. De Hoge Raad heeft het tegen deze overweging gerichte cassatiemiddel verworpen.

63 Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 914.

hoofddregel van de beperkte aansprakelijkheid juist ten doel heeft de aandeelhouder te beschermen tegen de verwezenlijking van het reguliere ondernemingsrisico. Door op dit punt lichtvaardig aansprakelijkheid te aanvaarden, zou aan die hoofddregel in een te grote mate afbreuk worden gedaan. Daarnaast moeten aandeelhouders niet te snel worden aangemoedigd om de ondernemingsactiviteiten te staken, nu continuïteit van de onderneming doorgaans voor alle betrokken partijen de beste uitkomst is.⁶⁴ Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders leiden daarentegen een op een tot crediteurenbenadeling als daarop het faillissement van de vennootschap volgt, dienen geen bedrijfseconomisch of strategisch doel van de vennootschap op korte termijn en hebben een negatief effect op de financiële weerbaarheid van de vennootschap. Daarnaast gaat de aansprakelijkheid vanwege een ongeoorloofde vermogensonttrekking (in beginsel) minder ver dan een aansprakelijkheid voor alle verplichtingen van de vennootschap die na een zekere peildatum zijn ontstaan; door restitutie van het te veel onttrokken vermogen wordt de aandeelhouder ‘slechts’ teruggebracht in de positie waarin hij had verkeerd als de uitkering niet had plaatsgevonden. Dit rechtvaardigt dat aandeelhouders, mede met oog op hun achtergestelde positie in faillissement, reeds op het moment dat zij ernstig rekening moeten houden met een tekort, dienen af te zien van onttrekkingen.

19.5.4.2 Codificatie van de verkeerde norm in art. 2:216 lid 3 BW

In het licht van het voorgaande meen ik dat de wetgever een verkeerd criterium heeft opgenomen voor de restitutieplichting van aandeelhouders in art. 2:216 BW. Volgens het departement is door de herziening van de uitkeringsregeling in 2012 de *Nimox*-norm gecodificeerd,⁶⁵ maar in art. 2:216 lid 3 BW is het zwaardere subjectieve vereiste opgenomen dat de Hoge Raad hanteert bij de aansprakelijkheid vanwege voortzetting van verlieslatende activiteiten: aansprakelijk zijn aandeelhouders die *wisten of redelijkerwijs behoorden te voorzien* dat de vennootschap niet zou kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.⁶⁶ Dat het departement het belangrijke onderscheid tussen een ongeoorloofde voortzetting van verlieslatende activiteiten en een ongeoorloofde vermogensonttrekking onvoldoende onderkent, blijkt ook uit de verwijzing naar het *Beklamel*-arrest in de toelichting bij artikel 2:216 lid 3 BW.⁶⁷ Mijns inziens had in het derde lid van art. 2:216 BW bepaald moeten worden dat degene die de uitkering ontving terwijl hij er ernstig

⁶⁴ Vgl. Lennarts 1999, p. 190.

⁶⁵ *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, nr. 3, p. 33.

⁶⁶ Ook Dorresteyn meent dat het in de zaak *Nimox* gehanteerde criterium een lichtere toets betreft dan de toets die is opgenomen in het nieuwe art. 2:216 lid 3 BW: “Volgens het hof waren prognoses van de vennootschap [...] zodanig dat door de uitkering het commerciële risico grotendeels op de bestaande crediteuren werd afgewenteld. Dat is zelfs ruimer dan voorzien dat na de uitkering niet meer kan worden voortgegaan met betaling van de opeisbare schulden.” (Dorresteyn 2006, p. 591).

⁶⁷ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 33.

rekening mee moest houden dat de vennootschap na de uitkering in continuïteitsproblemen zou geraken, tot vergoeding van de ontvangen uitkering gehouden is.

De mogelijkheid bestaat nu dat rechters aan het nieuwe art. 2:216 BW reflexwerking zullen toekennen, in die zin dat de daarin vervatte norm de onrechtmatige daadsnorm bij onttrekkingen gaat inkleuren. Rechters zullen mogelijk niet snel geneigd zijn aan te nemen dat een aandeelhouder onrechtmatig heeft gehandeld, als er geen sprake is van aansprakelijkheid op grond van de tekst van art. 2:216 lid 3 BW. De kans bestaat dus dat het subjectieve criterium voor aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad wegens onttrekkingen zal opschuiven van ‘ernstig rekening houden met’ naar ‘weten of behoren te voorzien’. In dat geval zou de als compensatie voor het afschaffen van de kapitaalbescherming gepresenteerde aansprakelijkheidsregeling de onrechtmatige-daadsnorm juist inperken.

19.5.5 Omvang van de schade

19.5.5.1 Doorbraak of restitutieplicht?

Als een aandeelhouder vermogen aan de vennootschap heeft onttrokken op een moment dat hij ernstig rekening moest houden met een tekort, bestaat de schade – geheel anders dan bij een voortzetting van verlieslatende activiteiten – uit het verschil tussen het bedrag dat de vennootschapscrediteuren in faillissement hadden ontvangen indien de onrechtmatige onttrekking achterwege was gebleven, en het bedrag dat zij nu daadwerkelijk ontvangen;⁶⁸ de schade van de gezamenlijke crediteuren is daarom gelijk aan het bedrag van de uitkering.⁶⁹ Het verhaalsvermogen van de gezamenlijke crediteuren – het eigen vermogen – is immers met dat bedrag verminderd. Een indirecte doorbraak, ofwel aansprakelijkheid voor de vorderingen van de (nieuwe) crediteuren op de vennootschap, is hier geenszins aan de orde. Het betreft hier in feite een restitutieverplichting. Als de vennootschap slechts één aandeelhouder heeft, kan de curator op grond van art. 6:162 BW dus hetzelfde bedrag van de aandeelhouder vorderen als wanneer hij met de pauliana het dividendbesluit zou vernietigen of op grond van art. 2:216 lid 3 BW zou ageren. Een uitkering leidt ook tot benadeling van crediteuren als deze niet wordt uitbetaald, maar wordt omgezet in een lening van de aandeelhouder aan de vennootschap.⁷⁰ Daarom werd in de *Nimox*-procedure geoordeeld dat bij wijze van schadevergoe-

68 Zie ook de noot van Van Maanen bij HR 12 september 2008, *JOR* 2008/297 (*Coutts*).

69 In het uitzonderlijke geval dat het tekort in faillissement kleiner is dan het bedrag van de uitkering, kan de aandeelhouder maximaal worden aangesproken voor het bedrag van het tekort.

70 Zo blijkt uit het *Nimox*-arrest dat uitkeringen ook onrechtmatig kunnen zijn als geen daadwerkelijke betaalbaarstelling van het dividend plaatsvindt. Volgens het hof en de rechtbank was het dividendbesluit slechts dan niet onrechtmatig geweest indien de dividendvordering was omgezet in een achtergestelde vordering. Het hof oordeelde dat *Nimox* door haar “transformatie” tot medeschuldeiser haar eigen risico als aandeelhouder grotendeels had afgewenteld op de schuldeisers van de vennootschap (zie r.o. 2.5 van het arrest van het hof).

ding de (in een lening omgezette) dividendvordering niet voor verificatie in aanmerking kwam.

Als meerdere aandeelhouders voor een onrechtmatig dividendbesluit hebben gestemd, rijst de vraag voor welk bedrag de individuele aandeelhouders kunnen worden aangesproken: zijn zij verbonden voor het totale bedrag van de uitkering, of kunnen zij slechts worden aangesproken voor het door hen ontvangen dividend? De schade die de crediteuren lijden ten gevolge van het onrechtmatige handelen van de betrokken aandeelhouders is vanzelfsprekend gelijk aan het totale bedrag waarmee het eigen vermogen van de vennootschap is verminderd. Moet in dit geval art. 6:166 BW toepassing vinden, waarin is bepaald dat groepsleden hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de door één van hen toegebrachte schade?⁷¹ Niet zonder meer, zou ik menen, nu dit zou kunnen leiden tot onredelijke resultaten. Mijns inziens dient als uitgangspunt te gelden dat de aandeelhouders – analoog aan het bepaalde in art. 2:216 lid 3 BW – slechts kunnen worden aangesproken tot vergoeding van de schade naar evenredigheid van het door hen ontvangen dividend, tenzij sprake is van een dusdanig gecoördineerd gezamenlijk optreden van de aandeelhouders, dat zij als groep kunnen worden aangemerkt in de zin van art. 6:166 BW.

19.5.5.2 Causaliteit met het faillissement?

Het is mogelijk dat causaal verband wordt vastgesteld tussen een uitkering en het faillissement. In dat geval gaat het dus niet om een onttrekking aan een reeds ondergekapitaliseerde vennootschap, maar om een uitkering die de solvabiliteit en de liquiditeit in die mate aantast dat de vennootschap daardoor failliet, terwijl het faillissement zonder de uitkering zou zijn uitgebleven. In de termen van de Duitse doctrine gaat het dan niet om een *insolvenzvertiefenden*, maar een *insolvenzauslösenden* uitkering.⁷²

Betrekt de curator (of een crediteur) de stelling dat de aandeelhouder door een vermogensonttrekking het faillissement van de vennootschap heeft veroorzaakt, dan rijzen twee causaliteitskwesties. Ten eerste zal het niet eenvoudig zijn om een *conditio sine qua non* verband tussen de uitkering en het faillissement te bewijzen. Aan een faillissement liggen doorgaans verschillende oorzaken ten grondslag; vaak is niet mogelijk precies aan te tonen welk gewicht de vermogensonttrekking in de schaal heeft gelegd. Indien men causaliteit toch bewezen acht, rijst de vraag hoe de schade moet worden vastgesteld. In de *Montedison*-zaak oordeelde de Rechtbank Utrecht dat de door een vermogensonttrekking veroorzaakte schade gelijk was aan het tekort in faillissement, nu het onrechtmatig handelen de oorzaak was van het

71 Intern zijn de groepsleden voor gelijke delen draagplichtig, tenzij in de gegeven omstandigheden de billijkheid een andere verdeling vordert. Hijma en Olthof overwegen dat met de regeling in art. 6:166 BW beoogd wordt het *conditio sine qua non*-probleem te ecarteren, “dat zou ontstaan als niet bekend is wie de dader is (ieder groepslid zou kunnen aanvoeren dat de schade ook zonder zijn aanwezigheid zou zijn ingetreden)”. (Hijma & Olthof 2008, p. 286).

72 Zie ten aanzien van bestuurders par. 11.6 en 11.7, en ten aanzien van aandeelhouders par. 13.3.2.

faillissement.⁷³ Dit oordeel is in de juridische literatuur bekritiseerd, omdat tevens causaliteit tussen de omvang van het tekort en de uitkering vereist zou zijn.⁷⁴ Ook in Duitsland bestaat onduidelijkheid over de omvang van de schade door een *insolvenzauslösende* uitkering; sommigen stellen zich op het standpunt dat alleen het bedrag van de uitkering, vermeerderd met de faillissementskosten daartoe gerekend moet worden; anderen bepleiten daarentegen dat de schade bestaat uit het gehele tekort in faillissement.⁷⁵

Ik zou menen dat als vaststaat dat het faillissement zonder de uitkering niet zou zijn ingetreden, in *beginsel* de schade het faillissementstekort beloopt. Het feit dat de vennootschap reeds een ‘tekort’ had vóór de uitkering, doet daar niets aan af, aangezien de vennootschap – als de uitkering was uitgebleven – niet was gefailleerd en dit tekort dus niet was omgeslagen in schade, maar door voortzetting van de onderneming was gedelgd. Dat neemt niet weg dat de omstandigheden van het geval tot de conclusie kunnen leiden dat het gehele faillissementstekort in redelijkheid niet aan de uitkering kan worden toegerekend op grond van art. 6:98 BW. Hiervan kan mijns inziens sprake zijn als andere factoren in een belangrijke mate hebben bijgedragen aan de omvang van het tekort.

19.5.6 Samenloopproblematiek

Dat de curator met een *Peeters/Gatzen*-vordering kan ageren tegen een aandeelhouder die een ongeoorloofde uitkering heeft bewerkstelligd, staat niet in de weg aan de mogelijkheid van de individuele crediteuren zich vanwege de uitkering direct op de aandeelhouder te verhalen, zo volgt uit het arrest inzake *Lunderstädt/De Kok*.⁷⁶ Het belang van een behoorlijke afwikkeling van het faillissement kan evenwel meebrengen dat bij een samenloop van de vordering van de curator met die van een individuele crediteur, eerst op de vordering van de curator en vervolgens op die van de individuele schuldeiser wordt beslist. Op dit punt wijkt het Nederlandse recht af van de Duitse benadering: sinds de *Trihotel*-uitspraak van het *Bundesgerichtshof* uit 2007 staat vast dat alleen de vennootschap – feitelijk de curator – tegen aandeelhouders kan opkomen vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs*.⁷⁷ Het voordeel van de Nederlandse regeling is dat de crediteuren niet

73 De rechtbank overwoog: “Uit het [...] overwogene volgt dat het onrechtmatig handelen van Montedison het faillissement van Domp heeft veroorzaakt. Het moet er daarom voor gehouden worden dat het hele tekort in het faillissement van Domp gevolgschade is van dit handelen. De vordering van de curator op Montedison zal derhalve op de grondslag van onrechtmatige daad worden toegewezen” (Rb. Utrecht 7 augustus 1996, *JOR* 1996/98 (*Montedison I*), r.o. 2.7).

74 Lennarts 1999, p. 218.

75 Zie par. 13.3.5.

76 HR 21 december 2001, *JOR* 2002/37 en 38, *TvI* 2002/173 (*Lunderstädt/De Kok*).

77 Zie par. 13.2.3 en par. 13.3.4.

in de kou blijven staan als het faillissement bij gebrek aan baten wordt opgeheven of de curator (ten onrechte) geen stappen tegen de aandeelhouders onderneemt.⁷⁸ Dat de Nederlandse benadering echter ook tot lastige vragen aanleiding kan geven, blijkt uit de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam inzake *Woortman BV*.⁷⁹

Woortman BV was gefailleerd na een omvangrijke uitkering aan haar twee aandeelhouder/bestuurders. De curator in het faillissement van *Woortman* betwistte de vordering van *Combi BV*, die uit hoofde van een overeenkomst en een daaruit voortvloeiend geschil met *Woortman* een omvangrijke vordering op *Woortman* meende te hebben. *Combi* nam daarom het heft in eigen handen en sprak vanwege de uitkering direct de twee aandeelhouders van *Woortman* aan op grond van onrechtmatige daad. Deze stelden zich op het standpunt dat *Combi* niet ontvankelijk was nu *Combi* feitelijk een “vordering uit pauliana” uitoefende die enkel aan de curator zou toekomen. Rechtbank Rotterdam verwierp in haar tussenvonnis (terecht) dit betoog onder verwijzing naar het zojuist genoemde arrest *Lunderstädt/De Kok*.

Als de rechtbank zou oordelen dat de uitkering onrechtmatig was, dan rijst de vraag naar de door *Combi* geleden schade. De door *Combi* – als individuele crediteur – ten gevolge van de uitkering geleden schade bestaat immers uit het verschil tussen hetgeen *Combi* thans uit de boedel zal ontvangen en hetgeen zij zou hebben ontvangen als de litigieuze uitkering niet zou hebben plaatsgehad.⁸⁰ Deze schade is daarom een afgeleide van de verhouding tussen *Combi* en de vennootschap. Om de omvang van de schade te kunnen bepalen, is ten eerste een oordeel vereist over het bestaan en de omvang van de vordering van *Combi* op *Woortman* en ten tweede dient duidelijk te zijn hoeveel *Combi* in het faillissement zal ontvangen. De aandeelhouders hadden aangevoerd dat de procedure tussen hen en *Combi* zich niet leende voor een beslissing over de vordering van *Combi* op *Woortman*; deze zou moeten worden genomen in een renvooiprocedure tussen *Woortman* en *Combi*. De rechtbank oordeelde echter dat zij zelfstandig moest beoordelen of en in hoeverre *Woortman* enig bedrag aan *Combi* verschuldigd was. Dat lijkt mij, gelet op het *Nimox*-arrest, op zichzelf juist.⁸¹ Men zij echter bedacht op de complexe vraagstukken die zich aandienen als in de renvooiprocedure anders over de vordering van *Combi* zou worden geoordeeld dan in de procedure tussen *Combi* en de aandeelhouders.

Ook als de rechtbank zelfstandig zou oordelen dat *Combi* een vordering op *Woortman* heeft, kan de (definitieve) omvang van de schade pas met zekerheid

⁷⁸ Zie de bezwaren die tegen de Duitse regeling zijn aangevoerd in par. 13.3.4.

⁷⁹ Rb. Rotterdam 15 februari 2012, *JOR* 2012/166 (*Combi/Woortman*).

⁸⁰ Dit ligt vanzelfsprekend anders indien de rechtbank zou oordelen dat causaliteit bestaat tussen de uitkering en het faillissement, zie par. 19.5.5.2 hiervoor.

⁸¹ Vgl. r.o. 3.3.5 van HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (*Nimox/Van den End q.q.*) waarin de Hoge Raad oordeelde dat ook buiten een renvooiprocedure geoordeeld kan worden over de status van een vordering in het faillissement.

worden vastgesteld nadat het faillissement is afgewikkeld en vaststaat hoeveel *Combi* op haar vordering zal ontvangen (of zou hebben ontvangen indien haar vordering was geverifieerd – zie hiervoor). Mocht de curator op een later moment met succes tegen de aandeelhouders opkomen met een *Peeters/Gatzen*-vordering, dan is daarmee de door *Combi* geleden schade – via de boedel – ongedaan gemaakt, zodat zij niets meer van de aandeelhouders te vorderen heeft. De door *Combi* tegen de aandeelhouders geëntameerde procedure heeft daarom vooral betekenis als de curator geen (succesvolle) stappen onderneemt tegen de aandeelhouders of in de renvooiprocedure de vordering van *Combi* op *Woortman* niet wordt geverifieerd. Dit zou echter tot het ongerijmde, maar niet onmogelijke resultaat kunnen leiden, dat in de relatie *Combi* tot *Woortman*, *Combi* niet als crediteur wordt beschouwd, maar in de relatie *Combi* tot de aandeelhouders wel. Of een rechter bij het vaststellen van de uiteindelijke schade weer uit een dergelijke spagaat zou weten te komen, valt te bezien.

19.6 Onderkapitalisatie bij materiële uitkeringen en andere transacties met aandeelhouders

19.6.1 Materiële onttrekkingen en het afbouwen van exposure

In hoofdstuk 17 is erop gewezen dat naast formele uitkeringen ook met regelmaat andere transacties plaatsvinden tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.⁸² Dat art. 2:216 BW niet (direct) van toepassing is op deze transacties, neemt niet weg dat transacties met aandeelhouders die geschieden op een moment dat continuïteitsproblemen redelijkerwijs voorzienbaar zijn, aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid van de betrokken bestuurders en aandeelhouders.

Bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege andersoortige transacties met de vennootschap is het mijns inziens zinvol om onderscheid te maken tussen materiële uitkeringen en betalingen waardoor de aandeelhouder uitsluitend zijn *exposure* afbouwt. Van een materiële uitkering is – in mijn definitie – sprake als een transactie tussen de vennootschap en een aandeelhouder of een derde *de facto* leidt tot een vermindering van het risicodragende vermogen van de vennootschap ten behoeve van een aandeelhouder. In deze definitie hanteer ik bewust het begrip ‘risicodragend vermogen’, en niet de term ‘eigen vermogen’, omdat onder omstandigheden ook civielrechtelijk vreemd vermogen als risicodragend moet worden aangemerkt.⁸³ Van een *exposure* afbouwende transactie is sprake als een transactie tussen de vennootschap en een aandeelhouder of een derde niet leidt tot een vermindering van het risicodragend vermogen van de vennootschap, maar daardoor wel de blootstelling van de aandeelhouder in faillissement wordt verminderd. Het Amerikaanse recht maakt een vergelijkbaar onderscheid tussen *fraudulent transfers*

⁸² Zie par. 17.8.

⁸³ Zie par. 19.6.2.3 hierna.

(transacties waardoor het eigen vermogen van de vennootschap wordt verminderd) en *avoidable preferences* (transacties waarmee vorderingen van *insiders* vóór faillissement worden voldaan).⁸⁴ Ik werk dit hierna uit.

19.6.2 Aansprakelijkheid vanwege materiële uitkeringen

19.6.2.1 Leningen aan aandeelhouders

Het is niet ongebruikelijk dat een vennootschap een lening verstrekt aan een aandeelhouder. In beginsel kwalificeert dit niet als een uitkering omdat de vennootschap voor het verstrekte krediet een vordering op de aandeelhouder krijgt. Als op het moment van het verstrekken van de lening de kredietwaardigheid van de aandeelhouder echter twijfelachtig is, kwalificeert de lening wél als een materiële uitkering (in mijn hiervoor gegeven definitie).⁸⁵ Dit geldt temeer als de in de toekomst door de vennootschap uit te keren dividenden de enige inkomstenbron zijn van de kredietnemende aandeelhouder. In dat geval wordt met de lening immers vooruit gelopen op toekomstige uitkeringen.⁸⁶ Tevens is het mogelijk dat de lening tegen niet-marktconforme voorwaarden aan de aandeelhouder wordt verstrekt, omdat bijvoorbeeld geen of een erg laag rentepercentage wordt gerekend. Ook in dat geval is sprake van een materiële uitkering, zij het dat de uitkering dan slechts bestaat uit het voordelige verschil tussen de betaalde rente en de rente die de vennootschap aan een onafhankelijke derde in rekening had gebracht. Voor zover een lening aan een aandeelhouder kwalificeert als een materiële uitkering, is daarop mijns inziens de *Nimox*-norm van toepassing: als de aandeelhouder ten tijde van de betalingen door de vennootschap ernstig rekening moest houden met een tekort, handelt hij door aanvaarding daarvan onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren. Bij wijze van schadevergoeding kan van de aandeelhouder de te weinig betaalde rentevergoeding worden gevorderd.⁸⁷

⁸⁴ Zie par. 8.9.1.

⁸⁵ In het faillissement van de vennootschap maakt het geen wezenlijk verschil of een betaling aan een aandeelhouder kwalificeert als een lening of een ongeoorloofde materiële uitkering; beide moeten worden terugbetaald en zullen slechts worden terugbetaald voor zover verhaal op de aandeelhouder mogelijk is. Onder het Duitse recht maakt dit wel verschil, nu de aandeelhouders van de GmbH subsidiair aansprakelijk zijn voor ongeoorloofde uitkeringen aan hun medeaandeelhouders, en niet voor leningen aan hun medeaandeelhouders (zie par. 11.8.1.2).

⁸⁶ Dit is ook onderkend in Rb. Utrecht 12 oktober 2011, *RO* 2012/6, *JOR* 2011/382 (*Aukema q.q./ING Commercial Finance*), r.o. 2.8. Vgl. ook par. 11.5.3.2 over het Duitse recht.

⁸⁷ Daarnaast is de aandeelhouder vanzelfsprekend het bedrag van de lening schuldig aan de vennootschap.

19.6.2.2 Niet marktconforme rentevergoedingen aan aandeelhouders

In de praktijk komt het regelmatig voor dat aandeelhouders leningen verstrekken aan de vennootschap; het betreft hier dus het spiegelbeeld van de in de vorige paragraaf besproken situatie. De rentevergoeding die de vennootschap over de lening verschuldigd is, kwalificeert in beginsel niet als een materiële uitkering. Dit ligt anders als de rentevergoeding hoger is dan in de markt gebruikelijk is. In dat geval is sprake van een materiële uitkering waarvan de aandeelhouder zich dient te onthouden als hij ernstig rekening dient te houden met een tekort, zij het dat ook in dit geval de uitkering slechts bestaat uit het voordelige verschil tussen de betaalde vergoeding en een marktconforme vergoeding.⁸⁸

19.6.2.3 Betalingen op risicodragende aandeelhoudersleningen

Als de vennootschap een door een aandeelhouder verstrekte lening terugbetaalt, is in beginsel geen sprake van een materiële uitkering. Door de betaling neemt immers niet het eigen vermogen, maar juist het vreemd vermogen van de vennootschap af.⁸⁹ Uit de rechtspraak van de Hoge Raad kan echter worden afgeleid dat door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen onder bijzondere omstandigheden anders moeten worden benaderd dan door derden verstrekt krediet. In de voornoemde *Keulen/BLG*-zaak was de stichting gefinancierd met 100 gulden eigen vermogen en 30 miljoen door de oprichter/financier verstrekt vreemd vermogen.⁹⁰ Zoals reeds aangegeven oordeelde de Hoge Raad dat de oprichter/financier onrechtmatig handelende door opzegging van het krediet indien hij op dat moment *ernstig rekening moest houden* met een tekort. Mijns inziens hanteerde de Hoge Raad hier het lichtere subjectieve vereiste dat geldt bij uitkeringen, omdat gezien de disproporionele verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen de door de oprichter/financier verstrekte lening moest worden aangemerkt als *risicodragend* vermogen.⁹¹ Door de opzegging van het krediet werd daarom risicodragend vermogen aan de vennootschap onttrokken; in mijn definitie was er sprake van een materiële uitkering.

19.6.2.4 Intra-groepstransacties niet ‘at arms length’

In hoofdstuk 17 is erop gewezen dat intra-groepstransacties regelmatig tegen de boekwaarde van de activa geschieden.⁹² Als de werkelijke waarde van de

⁸⁸ Zie nader over de financiering met aandeelhoudersleningen (en betalingen daarop) hoofdstuk 20.

⁸⁹ Wel leidt een dergelijke betaling tot een afbouw van de *exposure* van de aandeelhouder, zie par. 19.6.3 hierna.

⁹⁰ Hoge Raad 9 mei 1986, NJ 1986, 792 (*Keulen/BLG*). Zie par. 19.5.4.1 hiervoor.

⁹¹ Vgl. Van den Ingh 1998, p. 12 en Lennarts 1999, p. 224.

⁹² Zie par. 17.8.1.2.

overgedragen activa hoger ligt, kwalificeert de verkoop van een actief tegen boekwaarde door een dochtervennootschap aan haar moedervennootschap of een zustervennootschap, als een materiële uitkering. Zolang de continuïteit van de vennootschap niet in het geding is, zijn dergelijke transacties niet benadelend voor de crediteuren van de vennootschap; het bedrag van de materiële uitkering had immers ook op grond van art. 2:216 BW kunnen worden uitgekeerd.⁹³ Dient de moedervennootschap echter ernstig rekening te houden met een tekort van de dochtervennootschap, dan zullen intra-groepstransacties met de dochter moeten plaatsvinden tegen marktwaarde (*at arms length*). Blijkt in faillissement dat vanaf het moment dat de moeder ernstig rekening moest houden met een tekort, intra-groepstransacties tegen boekwaarde zijn verricht, dan kan de moedervennootschap op grond van onrechtmatige daad worden aangesproken voor het verschil tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de betreffende transacties.⁹⁴

19.6.2.5 Niet marktconforme bezoldiging

Tot slot kan een materiële uitkering er in bestaan dat een aandeelhouder in zijn hoedanigheid van bestuurder vermogen aan de vennootschap onttrekt. Hiervan is sprake als de bezoldiging niet in verhouding staat tot de verrichte werkzaamheden en de vennootschap daarmee uitsluitend akkoord gaat vanwege het aandeelhouder-schap van de bestuurder. In dat geval is sprake van een materiële uitkering waarvan de aandeelhouder zich moet onthouden als hij ernstig rekening dient te houden met een tekort, zij het dat ook hier geldt dat de uitkering slechts bestaat uit het voordelige verschil tussen de bezoldiging en een marktconforme bezoldiging.

Vergelijk de uitspraak uit 2012 waarin de Rechtbank Den Haag op basis van de concrete omstandigheden van het geval oordeelde dat *managementvergoedingen* verkapte uitkeringen waren.⁹⁵ De rechtbank overwoog: “Voorts is onbetwist door de curatoren gesteld dat een groot deel van de managementvergoedingen na het einde van het boekjaar en de vaststelling van het bruto resultaat werden vastgesteld [...]. [D]e managementvergoedingen [betroffen] jaarlijks sterk wisselende en in het licht van de

93 In vergelijkbare zin overwoog Van den Ingh: “Verder moet wel bedacht worden dat de vraag of belanghebbenden bij de vennootschap door een nadelige transactie schade lijden niet voor iedere categorie op dezelfde wijze wordt beantwoord. Zo lang voldoende activa overblijven waarop verhaal kan worden uitgeoefend, ondervinden schuldeisers geen nadeel.” (Van den Ingh 1994, par. 3).

94 Van den Ingh wijst op een uitspraak van de rechtbank Amsterdam, waarin werd overwogen: “Overheveling door een moedermaatschappij van inkomsten die gegenereerd worden door de onderneming van een dochtermaatschappij is [...] op zichzelf niet onrechtmatig jegens de schuldeisers van de dochtermaatschappij. Daartoe is tenminste mede vereist dat op het moment van zulk een overheveling ernstig rekening moet worden gehouden met de mogelijkheid dat de dochtermaatschappij (reeds afgezien van, dan wel als gevolg van de overheveling) niet volledig aan haar verplichtingen kan voldoen; en dat de moedermaatschappij zich dat bewust had moeten zijn.” (Rb. Amsterdam 15 april 1987, rolnr 84.7140). Ontleend aan Van den Ingh 1994, voetnoot 8).

95 Rb. Den Haag 11 mei 2011, JOR 2012/1 (*Van Leuven q.q./Bouwman*).

resultaten van de onderneming(en) zeer aanzienlijke bedragen. [...] [D]e rechtbank [houdt] het ervoor dat de vergoedingen in feite (verkapte) dividenduitkeringen vormden door [de vennootschap] aan haar enig aandeelhouder.”

19.6.3 Aansprakelijkheid vanwege afbouwen exposure

19.6.3.1 Geen materiële uitkering, maar schending van de *paritas creditorum*

Als een vennootschap een ‘reguliere’ verplichting voldoet jegens haar aandeelhouder, is doorgaans geen sprake van een materiële uitkering; het *risicodragende* vermogen van de vennootschap wordt in dat geval immers niet aangetast.⁹⁶ Niettemin bestaat de mogelijkheid dat crediteuren door dergelijke transacties worden benadeeld, bijvoorbeeld omdat een aandeelhouder die vanwege zijn positie als *insider* weet dat de vennootschap op faillissement afkoerst, van zijn invloed gebruik maakt om de vennootschap aan te zetten tot het verrichten van betalingen die zijn *exposure* in het faillissement beperken, of toestaat dat de vennootschap deze betalingen verricht. Het gaat hier bijvoorbeeld om de terugbetaling van door een aandeelhouder verstrekt krediet of de voldoening van schulden waarvoor de aandeelhouder of andere groepsmaatschappijen zich sterk hebben gemaakt. Dergelijke betalingen tasten de integriteit van het verhaalsvermogen niet aan, maar doorbreken de *paritas creditorum*.⁹⁷

Uit de jurisprudentie blijkt dat het een vennootschap (en haar bestuurders en aandeelhouders) niet zonder meer vrijstaat om in de voorfase van het faillissement een selectief betalingsbeleid te voeren. De *paritas creditorum* werpt haar schaduw vooruit. Zo oordeelde de Hoge Raad in het *Coral/Stalt*-arrest dat het een vennootschap die besloten heeft haar activiteiten te beëindigen en voorziet dat zij niet al haar crediteuren zal kunnen voldoen, niet vrijstaat de tot haar groep behorende schuldeisers te bevoordelen boven de overige schuldeisers, tenzij voor de voorkeursbehandeling een rechtvaardigingsgrond bestaat.⁹⁸ Een nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouder handelt onrechtmatig indien hij deze handelwijze van zijn dochter in de hand werkt of toestaat. Sinds de *Coral/Stalt*-zaak wordt regelmatig geprocedeerd door crediteuren en curatoren die menen dat vóór faillissement onrechtmatige selectieve betalingen hebben plaatsgevonden. Daarbij valt ten eerste op dat niet alleen betalingen aan of ten behoeve van aandeelhouders en groepsmaatschappijen aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid, maar ook betalingen aan onafhankelijke derden. Het verwijt aan de vennootschap verschiet naar mijn idee in dat geval van kleur: de vennootschap heeft niet haar aandeelhouder (of

⁹⁶ Zoals hiervoor opgemerkt, kan wel sprake zijn van een materiële uitkering als de vennootschap een risicodragende aandeelhouderslening terugbetaalt (par. 19.6.2.3) of de verplichting voortvloeit uit een transactie tussen de vennootschap en haar aandeelhouder die niet *at arms length* is verricht (par. 19.6.2.4).

⁹⁷ Zie par. 18.6.2.

⁹⁸ HR 12 juni 1998, *NJ* 1998,727 (*Coral-Stalt*).

andere *insiders*) willen bevoordelen, maar heeft betalingen verricht terwijl zij had moeten weten dat haar faillissement onafwendbaar was en door de betalingen dus de gezamenlijke crediteuren werden benadeeld. Tevens valt op dat – anders dan in de *Coral/Stalt*-casus – men zich thans bijna altijd richt op de bestuurder die de selectieve betaling heeft verricht, en slechts zelden op de aandeelhouder of de ontvanger van de betaling. Tot slot merk ik op dat de *paritas creditorum* haar schaduw steeds verder vooruit lijkt te werpen. In de *Coral/Stalt*-zaak was sprake van feitelijke liquidatie, terwijl thans geconcludeerd kan worden dat selectieve betalingen reeds onrechtmatig kunnen zijn als de betrokkenen weten of behoorden te weten dat het faillissement van de vennootschap op handen was.⁹⁹

Ik zou menen dat betalingen voor faillissement aan of ten behoeve van aandeelhouders en andere *insiders*, terughoudend moeten worden getoetst zolang geen sprake is van een uitkering van *risicodragend* vermogen.¹⁰⁰ Er dient voor te worden gewaakt dat niet alle betalingen die de vennootschap in zwaar weer heeft verricht en die direct of indirect aan haar aandeelhouders (of haar bestuurders) ten goede kwamen, automatisch als onrechtmatig worden aangemerkt. Het is goed mogelijk dat dergelijke betalingen een noodzakelijk onderdeel vormden van een plan om de insolventie van de vennootschap af te wenden. In de *Coral/Stalt*-zaak hanteerde de Hoge Raad mijns inziens daarom terecht het strengere wetenschapsvereiste voor aansprakelijkheid.¹⁰¹ Als de vennootschap in zwaar weer verkeert, en haar bestuurders en direct betrokken aandeelhouders ernstig rekening moeten houden met insolventie, dient men zich te onthouden van (formeel of materiële) uitkeringen, maar zijn betalingen aan aandeelhouders die geschieden in de normale uitoefening van het bedrijf in beginsel toegestaan.¹⁰² Zolang er nog een redelijk perspectief bestaat dat insolventie kan worden afgewend, dienen alle betalingen op hun merites te worden beoordeeld. De voldoening van opeisbare verplichtingen, die noodzakelijk is voor de continuïteit van de onderneming, dient niet als onrechtmatig te worden aangemerkt; ook niet als het verplichtingen aan aandeelhouders of groepsmaatschappijen betreft.

Vergelijk de volgende overweging van het Hof Amsterdam uit 2012: “Indien [...] de bestuurder [of aandeelhouder – JB] van een in geldnood verkerende vennootschap constateert dat met de op dat moment beschikbare financiën niet alle crediteuren (volledig) zullen kunnen worden voldaan, moet hem een zekere vrijheid worden gelaten om de crediteuren van wie de vennootschap het meest afhankelijk is voor

99 Rijckenberg 2009.

100 Zie par. 19.6.2.3 hiervoor of terugbetaling van risicodragend vermogen.

101 Aldus ook Winter 1992, p. 82-83. Anders Lennarts 1999, p. 206, die meent dat hier het lichte vereiste uit de *Keulen/BLG*- en *Nimox*-jurisprudentie zou moeten gelden.

102 Vgl. het ‘*ordinary course of business*’-verweer in de Amerikaanse regeling inzake *voidable preferences*, zoals besproken in par. 8.9.3.1.

voortzetting van haar bedrijvigheid met voorrang te (laten) betalen. Zo de bestuurder in die situatie zijn persoonlijke belangen [of de belangen van de nauw betrokken aandeelhouder – JB] dient door het betalingsgedrag van de vennootschap af te stemmen op zijn [of de aandeelhouders' – JB] eigen bevrijding van hoofdelijke aansprakelijkheid, borgtocht of verleende zekerheidsrechten, zal spoedig (kennelijk) onbehoorlijk bestuur, en jegens niet-voldane crediteuren ook onrechtmatig handelen kunnen worden aangenomen. [...] De enkele omstandigheid dat de betaling door de vennootschap de bestuurder [of de aandeelhouder – JB] zal bevrijden van een vorm van persoonlijke aansprakelijkheid, belet hem [echter] niet vast te stellen dat die betaling voor het voortzetten van de bedrijvigheid van de vennootschap dringend aangewezen is, en daarom ook moet plaatsvinden.”¹⁰³

19.6.3.2 De omvang van de schade

Als een aandeelhouder op grond van onrechtmatige daad aansprakelijk is vanwege aan hem verrichte betalingen die *niet* kwalificeren als materiële uitkeringen, dient men erop bedacht te zijn dat de omvang van de schade niet gelijk is aan het nominale bedrag van de onrechtmatige betalingen. Indien de vennootschap een betaling verricht op een aandeelhouderslening, daalt immers zowel haar actief als haar passief. De door de crediteuren geleden schade bestaat daarom uit het verschil tussen hetgeen zij zullen ontvangen in faillissement en hetgeen zij zouden hebben ontvangen als de selectieve betaling niet had plaatsgevonden; het gaat kortom om *Quotenschaden*.¹⁰⁴

19.7 Onderkapitalisatie bij reddingsoperaties

19.7.1 Additionele financiering

Als een vennootschap in zwaar weer terecht komt, zijn aandeelhouders soms bereid om haar – bijvoorbeeld in het kader van een reorganisatieplan – van additionele financiering te voorzien. De aandeelhouder zal daarbij meestal niet gedreven worden door altruïsme of door een bepaald verantwoordelijkheidsgevoel, maar primair door de hoop dat de vennootschap de financiële problemen op termijn te boven zal komen en weer winst zal maken. Blijkt de vennootschap enige tijd later, de reddingsoperatie ten spijt, niet levensvatbaar, dan zal de aandeelhouder de financiering beëindigen en zal de vennootschap meestal kort daarna failleren.

Uit de jurisprudentie blijkt, mijns inziens terecht, dat niet te snel mag worden aangenomen dat een aandeelhouder onrechtmatig handelt, omdat hij een in financiële nood verkerende vennootschap van additionele financiering voorziet.

¹⁰³ Hof Amsterdam 14 februari 2012, *JOR* 2012/209 (*Etirc*).

¹⁰⁴ Zie hierover de noot van Van Andel bij Rb. Arnhem 19 juni 2008, *JOR* 2008/170 en de noot van Rijkjenberg bij Hof 's-Hertogenbosch 19 januari 2010, *JOR* 2010/113.

Een sprekend voorbeeld betreft de *Coutts*-zaak. Toen de dochtervennootschap van *Coutts Holding BV* (*Coutts*) in zwaar weer terecht kwam, werd besloten om de dochter ingrijpend te reorganiseren en in dat kader verstrekke *Coutts* aan haar dochter in 2002 een aantal leningen. Toen medio 2003, 18 maanden na de implementatie van het reddingsplan, duidelijk werd dat de dochter het hoofd niet boven water zou houden, staakte *Coutts* haar financiering en stuurde zij aan op surseance. De curator in het daarop volgende faillissement van de dochter sprak *Coutts* aan op grond van onrechtmatige daad. De rechtbank oordeelde dat *Coutts* haar dochter kunstmatig in leven had gehouden in de wetenschap dat het stopzetten van de financiering direct het faillissement van de dochter zou inluiden.¹⁰⁵ Onder deze omstandigheden had het haar niet vrijgestaan de financiering te staken zonder ervoor te zorgen dat alle crediteuren van de dochter werden voldaan. *Coutts* was aldus aansprakelijk voor de vorderingen van alle op datum van faillissement bestaande handelscrediteuren.

Het hof vernietigde echter de uitspraak van de rechtbank en overwoog dat *Coutts* zich de belangen van haar dochter afdoende had aangetrokken door haar in het kader van een reorganisatieplan van leningen te voorzien, en door daarna op surseance aan te sturen toen door voortschrijdend inzicht duidelijk werd dat de dochter niet langer te redden was.¹⁰⁶ A-G Timmerman concludeerde tot verwerping van het tegen het arrest ingestelde cassatieberoep, waarna de Hoge Raad de zaak afdeed op grond van art. 81 RO.¹⁰⁷

19.7.2 Terughoudende beoordeling reddingsoperaties

Een dragende overweging in het arrest van het hof is mijns inziens de feitelijke vaststelling dat *Coutts* ten tijde van de implementatie van het reddingsplan nog mocht vertrouwen op een goede afloop. A-G Timmerman heeft dienaangaande terecht opgemerkt dat een moedervennootschap niet al te zeer ontmoedigd dient te worden om een reddingsplan voor een slecht draaiende dochter op te zetten.¹⁰⁸ Het oordeel van het hof was waarschijnlijk anders uitgevallen indien zij had vastgesteld dat *Coutts* reeds in 2002 had moeten weten dat de dochter, gegeven de additionele financiering, geen redelijke overlevingskansen had. Als *Coutts* in dat geval toch was overgegaan tot financiering, had het haar niet meer vrijgestaan om de financiering op een later moment te beëindigen, zonder daarbij zorg te dragen voor (de voldoening van) de schuldeisers.

¹⁰⁵ Rb. Zutphen 27 oktober 2004, *JOR* 2005/4 (*Coutts*).

¹⁰⁶ Hof Arnhem 30 mei 2006, *JOR* 2006/320 (*Coutts*).

¹⁰⁷ HR 12 september 2008, *JOR* 2008/297 (*Coutts*).

¹⁰⁸ Overweging 3.11 van zijn conclusie bij het arrest.

19.7.3 *Geen vordering van de curator bij onrechtmatige voortzetting van verlieslatende activiteiten*

In de *Coutts*-procedure is niet de vraag aan de orde gekomen of de curator kon opkomen voor de benadeelde crediteuren. De rechtbank oordeelde dat *Coutts* onrechtmatig gehandeld had jegens alle handelscrediteuren in faillissement. Zoals hiervoor werd opgemerkt, handelt een aandeelhouder door een voortzetting van verlieslatende activiteiten echter uitsluitend onrechtmatig jegens de crediteuren waarvan de vordering van na het peilmoment dateert.¹⁰⁹ Was dit punt aangevoerd in de procedure, dan had het hof moeten oordelen dat de curator niet ontvankelijk was. De curator kan immers uitsluitend opkomen voor de gezamenlijke crediteuren, en niet voor een specifieke groep schuldeisers. In de zaak *Poelman/AIM* lagen zeer vergelijkbare feiten voor, en oordeelde het Hof 's-Hertogenbosch dan ook terecht dat de curator niet ontvankelijk was, nu hij niet opkwam vanwege een “generieke schuldeisersbenadeling”.¹¹⁰

19.7.4 *Reddingsfinanciering gedekt door zekerheden: voortzetting van verlieslatende activiteiten of onttrekkingen?*

Als daartoe de mogelijkheid bestaat, zal de aandeelhouder die een vennootschap van additionele (reddings)financiering voorziet, zekerheden bedingen op de activa van de vennootschap. Dit heeft vanzelfsprekend een negatief effect op het verhaal van de ongesecureerde crediteuren in een eventueel later faillissement van de vennootschap. De vraag rijst welke invloed een zekerheidsverstrekking heeft op de *ex post* beoordeling van de reddingspoging. Het hof in de *Coutts*-zaak overwoog dat voor haar oordeel mede relevant was dat *Coutts* geen zekerheden had bedongen voor het door haar verstrekte krediet en hierdoor veruit de grootste concurrente crediteur was in het faillissement van haar dochter. Volgens A-G Timmerman is het denkbaar dat onder omstandigheden de peildatum op een eerder moment wordt vastgesteld indien ten behoeve van de moeder zekerheden zijn verstrekt dan wanneer geen zekerheden zijn verstrekt.¹¹¹

Ik vraag mij af of het zuiver is om het peilmoment – het moment waarop de aandeelhouder moest weten dat de vennootschap niet langer te redden was – vroeger vast te stellen als in het kader van de reddingsfinanciering zekerheden werden gevestigd, dan in het geval dat de aandeelhouder ongesecureerde leningen heeft verstrekt. Dat de vennootschap kennelijk nog vrij actief beschikbaar had en de aandeelhouder daarvan gebruik heeft gemaakt om het neerwaartse risico van de

¹⁰⁹ Zie par. 19.3.1.2.

¹¹⁰ Hof 's-Hertogenbosch 31 maart 2009, *JOR* 2009/158 (*Poelman q.q./AIM*), r.o. 4.7.4.

¹¹¹ Overweging 4.20 van zijn conclusie bij het arrest.

reddingsfinanciering af te dekken, verandert niets aan zijn wetenschap inzake de haalbaarheid van het reddingsplan. Zolang de aandeelhouder mag menen dat er een redelijke kans op overleving van de vennootschap bestaat, handelt hij niet onrechtmatig jegens de *nieuwe* schuldeisers van de vennootschap door haar te financieren, ongeacht of hij zekerheden bedingt, zo volgt naar mijn idee ook uit het *Osby*-arrest.¹¹²

Een en ander neemt niet weg dat de aandeelhouder wél onrechtmatig kan handelen jegens *de gezamenlijke* crediteuren door het bedingen van de zekerheden.¹¹³ Daarbij moet mijns inziens onderscheid worden gemaakt tussen zekerheden voor reeds eerder verstrekt krediet en zekerheden voor nieuw krediet. Bedingt de aandeelhouder zekerheden voor zijn *reeds bestaande* vorderingen op de vennootschap, dan is vanuit het perspectief van de gezamenlijke crediteuren sprake van een vermogensonttrekking; hun verhaalsvermogen wordt in dat geval immers afgeroomd ten behoeve van de aandeelhouder. De aandeelhouder handelt door het bedingen van zekerheden voor eerder verstrekt krediet daarom onrechtmatig indien hij ernstig rekening moet houden met een tekort.¹¹⁴ Aan dit lichtere subjectieve vereiste zal mijns inziens doorgaans zijn voldaan op het moment dat een aandeelhouder bij een reddingsoperatie betrokken is (zie par. 19.5.4 hiervoor). Deze notie lees ik ook in het arrest van het Hof 's-Hertogenbosch in een met *Coutts* vergelijkbare zaak, waarin het hof van belang achtte dat de moeder in het kader van een reddingsoperatie geen zekerheden had bedongen of ontvangen en geen vermogen aan de dochter had onttrokken, “zodat [de moeder] geen voorsprong [had] verworven ten opzichte van andere crediteuren”.¹¹⁵ Tracht een aandeelhouder door een reddingspoging zijn eigen *exposure* af te bouwen ten detrimente van de overige crediteuren, dan zal aansprakelijkheid eerder aan de orde komen.

Bedingt de aandeelhouder zekerheden voor een *nieuwe lening*, dan handelt hij mijns inziens in beginsel pas onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren als er geen reëel overlevingsperspectief bestaat.¹¹⁶ Uit de rechtspraak van de Hoge Raad inzake de pauliana blijkt dat *de gezamenlijke* crediteuren benadeeld worden door de vestiging van zekerheden voor nieuw krediet, zelfs als het nieuwe krediet is aangewend om concurrente schuldeisers te voldoen. In het tweede arrest inzake

112 HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

113 In vergelijkbare zin heeft Van Maanen in zijn *JOR*-noot onder het *Coutts*-arrest overwogen: “[Niet] moet vergeten worden dat het in stand houden van een schijn van kredietwaardigheid een wezenlijk andere normschending inhoudt dan het verminderen van de verhaalsmogelijkheden, en dat de daaruit voortvloeiende schade een andere is.”

114 Zo ook Schoonbrood-Wessels in Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 898. Anders: Lennarts 1999, p. 223-224.

115 Hof 's-Hertogenbosch 31 maart 2009, *JOR* 2009/158 (*Poelman q.q./AIM*), r.o. 4.7.4.

116 In dat geval handelt de aandeelhouder dus eveneens onrechtmatig jegens de *nieuwe* schuldeisers (zie par. 19.7.4 hiervoor).

Van Dooren q.q./ABN-Amro oordeelde de Hoge Raad dat de vestiging van zekerheden voor nieuw krediet ook onder die omstandigheden leidt tot benadeling, nu daardoor concurrente crediteuren van de vennootschap worden vervangen door een gesecureerde schuldeiser.¹¹⁷ Zoals in hoofdstuk 8 aan bod kwam, oordeelde in de VS het federale *Court of Appeals (5th Cir.)* dat de concurrente crediteuren onder deze omstandigheden juist *niet* benadeeld waren door het vestigen van de zekerheden; hoewel de individuele crediteuren nadeel hadden ondervonden, was volgens het *Court of Appeals* geen sprake van benadeling van de “*unsecured creditors as a class*”.¹¹⁸ Op dit punt is het Nederlandse recht dus strenger voor de aandeelhouder dan het Amerikaanse recht.

19.8 Onderkapitalisatie bij oprichting of wijziging activiteiten

19.8.1 Wettelijke flexibiliteit staat niet aan verantwoordelijkheid in de weg

Over de verantwoordelijkheid van aandeelhouders die vermogen onttrekken aan een ondergekapitaliseerde vennootschap of deze additionele financiering verstrekken, bestaat inmiddels een aanzienlijke hoeveelheid rechtspraak en literatuur. Veel minder duidelijkheid bestaat er over de verantwoordelijkheid van aandeelhouders bij oprichting van een nieuwe vennootschap of bij aanvang of wijziging van haar activiteiten. Sinds de herziening van 2012 eist de wet bij oprichting van een BV niet langer de inbreng van een minimum eigen vermogen. Blijkens de toelichting bij de wet Flex-BV is bewust afgezien van de introductie van een wettelijk vereiste dat de BV bij oprichting “adequaat gefinancierd” moet zijn.¹¹⁹ Nu *de wet* dus geen vereisten stelt aan de financiering door aandeelhouders, rijst de vraag of er uit andere hoofde een verplichting bestaat om de vennootschap adequaat te financieren. Is bijvoorbeeld aansprakelijkheid van aandeelhouders mogelijk indien de financiering van de vennootschap reeds bij haar oprichting of bij de aanvang van haar activiteiten in een wanverhouding staat tot de risico’s die voortvloeien uit de door haar ontplooiende onderneming?

Dat de wet geen vereisten stelt aan de financiering bij oprichting, betekent mijns inziens niet dat het de aandeelhouders zonder meer vrij zou staan om de vennootschap inadequaate te financieren. Zoals ook blijkt uit het *Nimox*-arrest, wordt de financieringsvrijheid van aandeelhouders niet uitsluitend begrensd door formele, wettelijke regels, maar tevens door de zorgvuldigheidsnormen die voortvloeien uit art. 6:162 BW. Financiering van de BV met het wettelijk voorgeschreven

117 HR 5 juli 2005, NJ 2005, 457 (*Van Dooren q.q./ABN AMRO II*). Zie ook de JOR-noot van Van Maanen onder het *Coutts*-arrest. Op het eerstgenoemde arrest is de nodige kritiek uitgeoefend, zie voor een overzicht De Weijs 2010a, p. 241-244.

118 *Matter of S.I. Restructuring, Inc.*, 2008 U.S. App. LEXIS 13140 (5th Cir. 2008).

119 *Kamerstukken II*, 2006/07, 31 058, nr. 3 (MvT), p. 27.

minimumkapitaal zal onder omstandigheden in strijd zijn met hetgeen in het maatschappelijk verkeer betaamt.

Reeds in 1942 overwoog Van der Grinten dat als “de zaak zonder voldoende kapitaal gedreven werd” beperkte aansprakelijkheid “niet op haar plaats” was. De beperking zou in dat geval verder gaan “dan maatschappelijk en moreel geoorloofd is te achten”.¹²⁰ In gelijke zin heeft Van den Ingh overwogen: “Een van de grondregels van ons vennootschapsrecht is c.q. zou moeten zijn dat een vennootschap behoorlijk is gefinancierd. Bij de oprichting, maar ook regelmatig nadien, zal bij deze norm moeten worden stilgestaan.”¹²¹ In haar preadvies van 2006 heeft Bier, mede in het licht van de afschaffing van het minimumkapitaal, de vraag opgeworpen of “er voor een oprichter een verplichting zou dienen te bestaan om te zorgen dat de vennootschap bij haar oprichting adequaat gefinancierd is”.¹²² In 2009 overwoog Schoordijk naar aanleiding van de PCM-procedure dat “wij de open norm [moeten] aanvaarden volgens welke de oprichters van een vennootschap en aandeelhouders aansprakelijk gesteld kunnen worden indien zij bij de oprichting of herstructurering van een vennootschap een financiële infrastructuur in het leven geroepen hebben die onvoldoende garandeert dat deze op een verantwoordelijke wijze aan het economisch leven kan deelnemen en ook blijven deelnemen. De vennootschap dient daartoe financieel adequaat uitgerust zijn”.¹²³ Volgens Van Solinge en Nieuwe Weme geldt “de ongeschreven regel dat er een redelijke verhouding dient te bestaan tussen de financiering van de vennootschap en de activiteiten die zij ontplooit of zal gaan ontplooiën”.¹²⁴ Ook de Duitse jurist Baums wijst erop dat het feit dat het niet mogelijk is om een adequate financiering bij wet af te dwingen, er niet aan in de weg staat dat een rechter in een concreet geval beoordeelt dat de financiering evident inadequaat was: “*Durch generell geltende gesetzliche Normen kann eine angemessene Eigenkapitalquote im Sinne einer festen Nennkapital- oder Eigenkapitalziffer oder einer festen Eigenkapitalquote ohne Berücksichtigung der mit Geschäftstätigkeit verbundenen Ausfallrisiken, die in jedem Einzelfall differieren, nicht festgelegt werden. Das schließt nicht aus, dass aufgrund einer Betrachtung aller Umstände eines Einzelfalls ein Gericht feststellen kann, dass äußerste Grenzen überschritten worden sind, und in Anbetracht aller Umstände eine in jeder Hinsicht unvertretbare Eigenkapitalausstattung mit entsprechender Gläubigergefährdung gegeben war.*”¹²⁵

Staat aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie niet op gespannen voet met het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid? Mijns inziens is dit niet het geval als

120 Van der Grinten 1942, p. 57.

121 Van den Ingh 1998, p. 11.

122 Bier 2006a, p. 224.

123 Schoordijk 2009, p. 361.

124 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIA 2013, nr. 139.

125 Baums 2011, p. 207.

men uitsluitend aansprakelijkheidsgevolgen verbindt aan – wat ik noem – *verwijtbare* onderkapitalisatie.¹²⁶ Aansprakelijkheid vanwege een verwijtbare onderkapitalisatie doet net zo weinig afbreuk aan de beperkte aansprakelijkheid als de hiervoor besproken (indirecte) doorbraak-jurisprudentie. Met Timmerman meen ik dat de rechtspersoonlijkheid en de daaruit voortvloeiende beperkte aansprakelijkheid geen slaafse eerbied verdienen; als voor aansprakelijkheid van aandeelhouders steekhoudende argumenten kunnen worden aangevoerd, dient de hoofdregel van de beperkte aansprakelijkheid daaraan niet in de weg te staan.¹²⁷ In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat aandeelhouders door onderkapitalisatie van een vennootschap kosten kunnen externaliseren naar met name kleine handelscrediteuren, onvrijwillige crediteuren en werknemers. Dit rechtvaardigt dat grenzen worden gesteld aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder.

In de *Pelco/Sturkenboom*-procedure hebben de rechtbank en het hof mijns inziens miskend dat aandeelhouders wel degelijk onrechtmatig kunnen handelen als zij het wettelijk voorgeschreven minimumkapitaal bijeen hebben gebracht.¹²⁸ Daarin verweet een (in faillissement onbetaald gebleven) crediteur de aandeelhouder van zijn schuldenaar onvoldoende kapitaal aan de vennootschap te hebben verstrekt “om behoorlijk te kunnen functioneren, nu enkel het wettelijk voorgeschreven minimumkapitaal [was] gestort”. De crediteur meende dat de vennootschap, gelet op de grote bedragen die gemoeid waren met haar activiteiten, over een aanzienlijke financiële reserve moest beschikken, opdat “niet de schuldeisers met het ondernemersrisico van [de vennootschap] zouden worden opgezadeld”. De rechtbank overwoog echter dat “er [...] geen rechtsregel [bestaat] die met zich brengt dat de deelnemers aan een vennootschap die een onderneming drijft in een tak van handel waarin grote bedragen omgaan, [...] meer kapitaal aan zo’n vennootschap dienen te verstrekken dan wettelijk voorgeschreven”. Het Hof Arnhem overwoog in hoger beroep dat “het enkele feit dat een vennootschap onvoldoende middelen heeft om aan haar verplichtingen te voldoen, [...] voor een bestuurder of (indirect) aandeelhouder nog niet de verplichting mee[brengt] om – op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid jegens crediteuren – aan de vennootschap extra kapitaal te verstrekken”. De rechtbank en het hof gingen beiden aan de kernvraag voorbij: was ten tijde van de oprichting van de vennootschap, vanwege de wijze waarop zij was gefinancierd, een tekort redelijkerwijs voorzienbaar?¹²⁹ Bij een bevestigend antwoord kan de aandeelhouder zich mijns inziens niet verschuilen achter het wettelijk minimumkapitaal.

126 Zie over het onderscheid tussen objectieve onderkapitalisatie en verwijtbare onderkapitalisatie par. 19.4.4.

127 Timmerman 2001, p. 294.

128 Rb. Arnhem 7 september 1995 en Hof Arnhem 29 april 1997, *JOR* 1997/93 (*Pelco/Sturkenboom*).

129 Vgl. Van den Ingh 1998, p. 24.

Tegen een aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie is door sommigen ingebracht dat van de aandeelhouders niet verlangd mag worden dat zij bij aanvang van de ondernemingsactiviteiten vaststellen welke vermogensbehoefte de vennootschap zal hebben, nu zelfs onder (bedrijfs)economen geen duidelijkheid bestaat over de beste manier waarop vennootschappen gefinancierd kunnen worden.¹³⁰ De bedrijfseconomie richt zich echter primair op de vraag naar de *optimale* kapitaalstructuur.¹³¹ Van aandeelhouders wordt niet gevergd dat zij een oordeel vellen over de best mogelijke financiering van de vennootschap; aansprakelijkheid komt pas aan de orde indien de financiering evident niet adequaat was. De norm dat aandeelhouders aansprakelijk kunnen zijn vanwege verwijtbare onderkapitalisatie houdt slechts in dat de aandeelhouder die weet of behoort te weten dat de financiering *niet* adequaat is en de totstandkoming van de financiële structuur kan voorkomen of opheffen, onrechtmatig handelt door niettemin zijn medewerking te verlenen aan de totstandkoming of instandhouding van de financiële structuur. In de kern komt de *Nimox*-norm erop neer dat een aandeelhouder aansprakelijk is als hij er ernstig rekening mee moest houden dat de vennootschap na een vermogensonttrekking ‘ondergekapitaliseerd’ zou zijn.¹³² Deze norm veronderstelt evenmin dat aandeelhouders in staat zijn de (optimale) vermogensbehoefte van de vennootschap na de onttrekking in te schatten. Het zou merkwaardig zijn als het in het leven roepen van een financiële structuur in de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap dat deze zal leiden tot een tekort, niet tot aansprakelijkheid zou kunnen leiden, terwijl daartoe leidende vermogensonttrekkingen wél onrechtmatig kunnen zijn.¹³³

19.8.2 Vereisten voor aansprakelijkheid

Voor aansprakelijkheid vanwege het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur is mijns inziens vereist dat de aandeelhouder daarbij direct betrokken is geweest en uit dien hoofde ook in staat is geweest om de totstandkoming van de structuur te voorkomen of op te heffen.¹³⁴ Het zal dus meestal gaan om grootaandeelhouders, maar tevens is mogelijk dat bijvoorbeeld *joint venture*-partijen een ondergekapitaliseerde vennootschap oprichten. Aansprakelijkheid daarvoor vereist niet dat de aandeelhouder zich ook daarna intensief met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid. Net zo min als voor aansprakelijkheid vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen vereist is dat de aandeelhouder zich duurzaam intensief met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid, geldt dit vereiste

¹³⁰ Zie bijvoorbeeld Mülbert 2006, p. 393.

¹³¹ Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 2.

¹³² Vgl. Bartman 1992, p. 64: “Het Nimox-arrest geeft op een niet mis te verstane wijze uitdrukking aan [de] [...] gedachte die er in de kern op neerkomt dat het desbewust te weinig risicodragend vermogen verschaffen door de moeder aan haar dochter (“onderkapitalisatie”) onrechtmatig is tegenover schuldeisers van de laatste en haar uit dien hoofde schadeplichtig maakt.”

¹³³ Vgl. Bier 2006a, p. 223.

¹³⁴ Aldus ook Van den Ingh 1998, p. 26.

bij de aansprakelijkheid vanwege het in het leven roepen van een inadequate financieringsstructuur.

Wel dient voor de aandeelhouder voorzienbaar te zijn geweest dat de financiële structuur inadequaat was. In deze wetenschap is primair de onrechtmatigheid van het gedrag gelegen. De vraag rijst of hier het lichte wetenschapsvereiste – zoals gehanteerd in de onttrekkingsgevallen – of het zwaardere wetenschapsvereiste – in de gevallen van voortzetting van verlieslatende activiteiten – moet gelden. Ik zou menen dat in beginsel het zwaardere subjectieve vereiste van toepassing dient te zijn, maar dat hier evenwel een flexibele norm moet gelden, afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Een relevante omstandigheid is mijns inziens in hoeverre de aandeelhouder zelf het ondernemingsrisico draagt. De aandeelhouder die zijn eigen risico tot het minimum heeft teruggebracht, bijvoorbeeld door de vennootschap uitsluitend te financieren met door zekerheden gedekte leningen, en daarmee het neerwaartse potentieel van de onderneming uitsluitend laat neerslaan bij de schuldeisers en werknemers van de vennootschap, zal eerder akkoord gaan met een te risicovolle financieringsstructuur dan de aandeelhouder die een significant deel van het risico voor zijn rekening neemt. Tevens zouden mijns inziens de aard van de ondernemingsactiviteiten en de daaruit voortvloeiende risico's voor derden relevant moeten zijn. Als de vennootschap uitsluitend overeenkomsten aangaat met professionele wederpartijen die in staat en in de gelegenheid zijn de risico's te beoordelen en te verdisconteren of af te dekken, zal de aandeelhouder minder snel een verwijt mogen worden gemaakt, dan in de situatie waarin de activiteiten van de vennootschap risico's meebrengen voor 'zwakke' crediteuren, zoals werknemers en handelscrediteuren, of derden die onvrijwillig een vordering op de vennootschap zullen krijgen bij verwezenlijking van de risico's.

Bij de beoordeling van de financiering dient rekening te worden gehouden met het gegeven dat de vermogensbehoefte van de vennootschap zich in de regel eenvoudiger laat schatten bij (onttrekkingen aan) een reeds bestaande onderneming, dan bij aanvang van (nieuwe) activiteiten. Daarom mag er mijns inziens niet te lichtvaardig van worden uitgegaan dat de continuïteitsproblemen bij aanvang voor de aandeelhouder redelijkerwijs voorzienbaar waren.¹³⁵ Het moet gaan om een evidente onderkapitalisatie.

135 Voor aansprakelijkheid van de moeder vanwege onderkapitalisatie is volgens Van den Ingh "in ieder geval [...] steeds vereist dat de moeder heeft bijgedragen aan de toestand van onderfinanciering of die toestand zelfs heeft veroorzaakt en aldus invloed op het ontstaan van het ontbreken van verhaal heeft uitgeoefend. Vanzelfsprekend moet daarnaast ook altijd de eis van voorzienbaarheid van benadeling van de (overige) schuldeisers van de dochter worden gesteld." (Van den Ingh 1998, p. 26).

19.8.3 Onderkapitalisatie onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren

Bij een onrechtmatige onderkapitalisatie wordt de aandeelhouder niet verweten dat hij verzaakt heeft in te grijpen toen hij ermee bekend moest zijn dat de vennootschap ten dode was opgeschreven (zoals in de arresten *Albada Jelgersma* en *Sobi/Hurks*), maar dat hij door zijn eigen actief handelen heeft bijgedragen aan de totstandkoming van de inadequate financiële structuur. In die zin ligt het verwijt in het verlengde van het verwijt dat de aandeelhouder wordt gemaakt als ten gevolge van een vermogensonttrekking de vennootschap ondergekapitaliseerd is geraakt. De aandeelhouder handelt door het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur daarom in beginsel onrechtmatig jegens de – als eenheid gedachte – gezamenlijke crediteuren, waardoor de curator in een eventueel faillissement met een *Peeters/Gatzen*-vordering vanwege de onderkapitalisatie tegen de verantwoordelijke aandeelhouder kan ageren. Voor dit standpunt zijn aanknopingspunten te vinden in de arresten van de Hoge Raad inzake *Comsys* en *Stichting Waalwijk 8*.¹³⁶

19.8.4 Onderkapitalisatie en verzekeringen

De Amerikaanse rechtspraak inzake *veil piercing* illustreert dat het bij de vaststelling van onderkapitalisatie van belang is in hoeverre de vennootschap de verwezenlijking van bepaalde risico's door het afsluiten van verzekeringen heeft afgedekt.¹³⁷ Onderkapitalisatie brengt in het bijzonder risico's mee voor de onvrijwillige crediteuren van de vennootschap en juist deze risico's kunnen niet zelden door verzekeringen worden afgedekt.

Een vergelijkbare redenering lees ik in een uitspraak van de Rechtbank 's-Gravenhage inzake een ongeval op een klimmuur.¹³⁸ S was directeur en enig aandeelhouder van HTC BV. HTC exploiteerde onder andere een klimmuur. Doordat tijdens zijn klim op deze muur het bevestigingskoord was gebroken, had F blijvend letsel opgelopen. HTC en F hadden een schikking getroffen voor de door F geleden schade, maar HTC bleek daarvoor geen verhaal te bieden. Nu HTC haar aansprakelijkheidsverzekering enige tijd voor de dag van het ongeval had beëindigd, vond evenmin uitkering plaats door een verzekeraar. F sprak daarom S aan op grond van onrechtmatige daad, en voerde daartoe aan dat S onrechtmatig zou hebben gehandeld door de activiteiten na beëindiging van de aansprakelijkheidsverzekering voort te zetten, terwijl hij wist dat HTC op geen enkele wijze verhaal bood voor toekomstige schadevergoedingsverplichtingen jegens bezoekers. De rechtbank oordeelde dat S aansprakelijk was jegens F, en legde daaraan ten grondslag dat (1) de ondernemingsactiviteiten van de vennootschap voorzienbare risico's meebrachten, terwijl (2) de vennootschap niet over activa of een anderszins

¹³⁶ Zie par. 19.8.5 en par. 19.8.6 hierna.

¹³⁷ Zie par. 7.4.3.2.

¹³⁸ Rb. 's-Gravenhage 1 juni 2011, *RO* 2011/61 (*HTC*).

voor verhaal van crediteuren vatbaar vermogen beschikte, (3) de vennootschap geen voorzieningen had getroffen voor eventuele schadeclaims en (4) zij zich evenmin gedekt wist door een aansprakelijkheidsverzekering ten tijde van het ongeval omdat een jaar daarvoor de verzekering was geëindigd.¹³⁹ De rechtbank rekende het S in het bijzonder aan dat hij de risicovolle activiteiten na het wegvallen van de verzekeringsdekking had voortgezet. Voor zover de vennootschap niet in staat was om adequate dekking te verkrijgen, had zij onder de gegeven omstandigheden haar risicovolle activiteiten moeten staken, aldus de rechtbank.

In de onderhavige zaak was S niet alleen aandeelhouder van HTC, maar tevens haar enig bestuurder. Mijns inziens is de door de rechtbank geformuleerde norm eveneens van toepassing op de aandeelhouder die door zijn nauwe betrokkenheid bij het opzetten van een financiële structuur weet of moet weten dat de ondernemingsactiviteiten evidente risico's meebrengen voor derden, die bij verwezenlijking van deze risico's onvrijwillig een vordering op de vennootschap zullen krijgen en de vennootschap daarvoor geen verhaal zal bieden.¹⁴⁰ Aandeelhouders en bestuurders dienen op een financieel verantwoordelijke manier te handelen door ervoor te zorgen dat de vennootschap redelijkerwijs voorzienbare risico's kan dragen. Aan deze verplichting kunnen zij niet alleen voldoen door het bijeenbrengen van voldoende risicodragend vermogen, maar tevens door het afsluiten van passende aansprakelijkheidsverzekeringen. Sterker nog: een adequate verzekering biedt onvrijwillige crediteuren wellicht nog wel meer bescherming dan het eigen vermogen (dat immers door verliezen verloren kan gaan).

Millon heeft dienaangaande overwogen: “*The key distinction [between permissible and illegal shareholder conduct – JB] should be about the reasonableness of the corporation’s effort ex ante to provide compensation for potential accident victims [...]. A corporation acts reasonably if it provides sufficient compensation for harms likely to occur as a result of its business activities. [...] The law should not encourage deliberate or reckless failure to cover the reasonably anticipated costs of doing business by allowing business owners to seek refuge behind the limited liability shield.*”¹⁴¹

19.8.5 Onderkapitalisatie vanwege een negatieve rentabiliteit

Het arrest van de Hoge Raad inzake *Comsys* illustreert mijns inziens dat voor aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege een inadequate financiering niet alleen de solvabiliteit en liquiditeitspositie van de vennootschap van belang zijn, maar tevens de (geprognosticeerde) rentabiliteit van de door haar ontplooiende

139 De wijze waarop de rechtbank deze schade berekent, roept overigens vragen op; zie daarover de wenk bij RO 2011/61.

140 Vgl. Schoonbrood-Wessels 1996b, p. 37-48 en Van den Ingh 1998, p. 30.

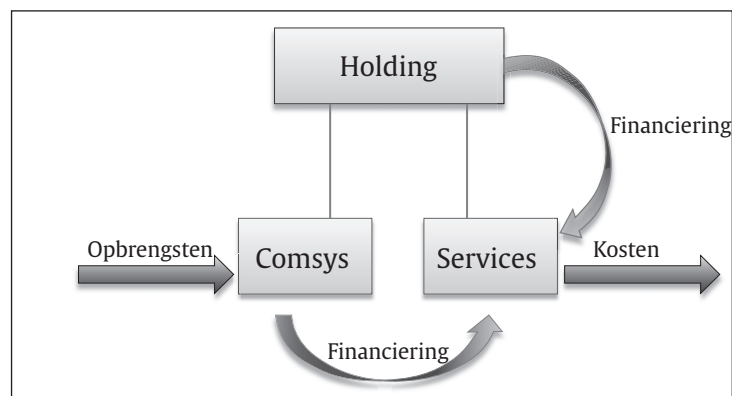
141 Millon 2007, p. 1356.

activiteiten.¹⁴² Op de aandeelhouder die, bijvoorbeeld in concernverband, gebruikmaakt van een stropenmaatschappij die gedoemd is tot het maken van verlies, rust een zorgplicht jegens de crediteuren van die vennootschap.

19.8.5.1 De Comsys-zaak: een inherent verlieslatende structuur

Comsys Holding BV (Holding) was enig aandeelhouder en bestuurder van onder meer *Comsys BV (Comsys)* en *Comsys Services BV (Services)*. De *Comsys*-groep hield zich bezig met de verkoop en installatie van *voice response* systemen. Het in het *Comsys*-concern werkzame personeel was ondergebracht in *Services*. Daarnaast kocht *Services* de voor de onderneming benodigde materialen. *Comsys* ging vervolgens de contracten aan met afnemers en incasseerde de bijhorende facturen. Het concern was kortom zo opgezet dat de door de onderneming gegenereerde inkomsten neersloegen in *Comsys*, terwijl (uitsluitend) de kosten neersloegen in *Services*.

Omdat niet alle door *Services* gemaakte kosten volledig werden doorberekend aan haar moeder en zuster, leed zij sinds 1999 verlies. Deze verliezen werden in rekening-courant voor een deel gedragen door *Comsys* en *Holding*. In de jaarrekening van 2001 erkende de accountant dat het eigen vermogen van *Services* negatief was, de vennootschap voor haar voortbestaan afhankelijk was van haar financiers, en dat de belanghebbenden de intentie hadden om de vennootschap te continueren. *Services* had al haar activa aan de bank verpand in het kader van een kredietarrangement ten behoeve van de gehele *Comsys*-groep (zie figuur 1).



Figuur 1

¹⁴² HR 11 september 2009, *JOR* 2009/309 (*Comsys*).

Tot 2001 voldeed *Services* al haar opeisbare schulden. Begin 2003 stopte *Holding* echter met het financieren van de door *Services* geleden verliezen en daarom beëindigde in mei van dat jaar de bank het aan *Services* verstrekte krediet. Toen *Services* kort daarna failleerde, sprak de curator *Holding* en *Comsys* aan voor het boedeltekort op grond van onrechtmatige daad. De vordering werd aanvankelijk afgewezen door de rechtbank, maar daarna door het hof toegewezen. Het hof verwees naar de bestuurlijke en bedrijfsmatige verwevenheid van de groepsvennootschappen, de financiële afhankelijkheid van *Services* van *Holding* en *Comsys*, de wetenschap van *Holding* en *Services* dat de crediteuren van *Services* zouden worden benadeeld door de inrichting van de groep, en dat *Holding* verzuimd had in te grijpen. Het hof meende dat deze “omstandigheden een doorbraak van aansprakelijkheid [rechtvaardigden]”. In cassatie overwoog de Hoge Raad dat de door het hof vastgestelde feiten er in de kern op neer kwamen:

“dat sinds 1999 een situatie heeft bestaan waarin *Holding* als houdstermaatschappij en bestuurder van *Comsys* en *Services* dit deel van haar concern aldus had opgezet dat in wezen *Comsys* en *Services* tezamen één onderneming voerden, waarbij de kostenkant bij *Services* lag en de inkomstenkant bij *Comsys*, terwijl de door *Services* ten behoeve van *Holding* en *Comsys* gemaakte kosten niet volledig werden doorbelast. [...] Volgens het kennelijke oordeel van het hof had *Holding* onder die omstandigheden een bijzondere zorgplicht jegens de crediteuren van *Services*, welke zorgplicht berustte op de door *Holding* opgezette structuur met inherente risico's voor crediteuren van *Services*, in samenhang met haar keuze ultimo 2001 om de activiteiten van *Services* *going concern* voort te zetten hoewel zij wist dat door de gevolgde wijze van handelen binnen de *Comsys* Groep de crediteuren van *Services* zouden worden benadeeld zodra de financiering in rekening-courant door *Holding* en *Comsys* zou worden beëindigd. Onder die omstandigheden diende *Holding* zich de belangen van de – bestaande en toekomstige – schuldeisers van *Services* aan te trekken.”

In cassatie overwoog de Hoge Raad dat de aansprakelijkheid van *Holding* voor onvoldane schulden van *Services* die voortvloeiden uit langlopende verplichtingen die reeds vóór het einde van 2001 waren aangegaan, niet gebaseerd was op het enkele feit dat *Holding* die langlopende verplichtingen na het einde vsn 2001 niet had beëindigd, maar mede op de omstandigheid dat *Holding* reeds in 1999 een concernstructuur met inherente risico's in het leven had geroepen, en in dat kader *Services* verplichtingen had laten aangaan die, toen de concernfinanciering in rekening-courant werd stopgezet en het faillissement van *Services* werd aangevraagd, niet langer konden worden nagekomen. De Hoge Raad liet de aansprakelijkheid van *Holding* daarom in stand.

19.8.5.2 Geen peildatum bij een inherent verlieslatende structuur

De *Comsys*-uitspraak van de Hoge Raad laat zich niet gemakkelijk lezen. Dit is met name het gevolg van het feit dat het hof en de Hoge Raad hun oordeel in hoge mate hebben toegesneden op de specifieke omstandigheden van het geval.¹⁴³ Daarnaast is niet duidelijk of de aansprakelijkheid van *Holding* werd gebaseerd op haar rol als aandeelhouder of bestuurder; de Hoge Raad verwijst naar beide hoedanigheden. Niettemin kan mijns inziens uit het *Comsys*-arrest worden afgeleid dat op aandeelhouders een zorgplicht kan komen te rusten jegens de crediteuren van de vennootschap, indien zij een te riskante financieringsstructuur in het leven roepen.

A-G Timmerman had in zijn conclusie voor het arrest overwogen dat het hof een peildatum had moeten vaststellen waarop “binnen de riskante constellatie de schending van een bijzondere zorgplicht een aanvang [had] genomen”. Het hof had volgens de A-G “een jaar voor jaar overzicht van de financiële gang van zaken” binnen *Services* moeten maken en op basis daarvan moeten beoordelen vanaf welk moment de zorgplicht van *Holding* jegens de crediteuren van *Services* een aanvang had genomen. Kennelijk meende de A-G dat het verwijt aan *Holding* zo begrepen moest worden dat zij de schijn van kredietwaardigheid had gewekt, vergelijkbaar met de in par. 19.3.1 genoemde rechtspraak.

Mijns inziens is het verwijt aan de aandeelhouder in de *Comsys*-zaak echter van een andere orde dan in de zaken *Albeda Jelgersma* en *Sobi/Hurks*. Bakker en Wassenaar hebben er terecht op gewezen dat in de *Comsys*-casus geen sprake was van een “dynamisch verslechteringsproces”, ofwel een keten van gebeurtenissen waarbij door een toenemende verslechtering van de positie van de vennootschap langzaam het inzicht groeide dat zij niet langer levensvatbaar was.¹⁴⁴ Vanaf het moment dat *Holding* het concern en haar financiering in het leven had geroepen, stond vast dat *Services* niet zelfstandig levensvatbaar was. Een vennootschap waarin uitsluitend de kosten van de onderneming neerslaan is per definitie ondergekapitaliseerd, en deze onderkapitalisatie moest duidelijk zijn geweest voor *Holding*. De negatieve rentabiliteit zou vroeg of laat leiden tot een faillissement en een tekort daarin. Mijns inziens is de term ‘risicovolle concernstructuur voor crediteuren’ hier dan ook enigszins misleidend, omdat er in de onderhavige constellatie geen *risico* of *kans* bestond op benadeling van crediteuren, maar deze benadeling een gegeven was; zij zat in de toegepaste financieringsstructuur ‘ingebakken’. De zorgplicht van *Holding* was daarom van meet af aan aanwezig. Voor zover men wil kunnen spreken van een peildatum, valt deze samen met de dag waarop het concern en de financieringsstructuur werden opgezet.¹⁴⁵ Door *Services* te financieren voldeed

¹⁴³ Zie hierover de wenk bij *RO* 2009/67 en Lennarts 2010.

¹⁴⁴ Bakker & Wassenaar 2010, p. 26-27.

¹⁴⁵ Aldus ook Lennarts 2010.

Holding aan de op haar rustende zorgplicht en voorkwam zij dat haar een verwijt kon worden gemaakt ter zake van de onderkapitalisatie van *Services*. Door de verliesfinanciering in 2003 echter te beëindigen, zonder ervoor te zorgen dat alle crediteuren van *Services* werden voldaan, handelde *Holding* in strijd met haar zorgplicht en dus onrechtmatig.

Mijns inziens zou *Holding* ook aansprakelijk zijn geweest, als zij nimmer was overgegaan tot de verliesfinanciering en *Services* al vrij snel onder haar schuldenlast was bezweken. Ook dan zou *Holding* in strijd met haar zorgplicht hebben gehandeld. Dit illustreert dat *Holding* niet het verwijt treft de schijn van kredietwaardigheid van *Services* te hebben gewekt, maar primair dat zij een financieringsstructuur in het leven heeft geroepen waaraan de benadeling van crediteuren – bij een stilzitten van *Holding* – inherent was.¹⁴⁶

19.8.6 Risicospreiding of risicovermijding?

De vraag rijst of onderkapitalisatie er ook in kan bestaan dat binnen een concern de risicovolle activiteiten van de onderneming worden ondergebracht in een bepaalde vennootschap, terwijl alle activa worden ondergebracht in een aparte entiteit. In hoofdstuk 3 is gewezen op de verschillende constructies waarmee bewerkstelligd kan worden dat de vennootschap waarin de risico's van de onderneming neerslaan, nimmer over enig risicodragend vermogen zal beschikken, en dat dergelijke constructies de onderneming in staat stellen kosten te externaliseren naar de (toekomstige) onvrijwillige en 'zwakke' contractuele crediteuren.¹⁴⁷ Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat het gebruik van verschillende vennootschappen binnen een concern niet zonder meer als een vorm van misbruik of als onrechtmatig moet worden aangemerkt, maar juist kan duiden op een gezond, op spreiding van risico's bedacht ondernemingsbeleid.¹⁴⁸ Zo is het niet ongebruikelijk, en evenmin onwenselijk, dat een ondernemer zijn activiteiten onderbrengt in een aantal verschillende vennootschappen, opdat het faillissement van een bepaalde entiteit niet het gehele concern ten onder zal doen gaan. Dat neemt niet weg dat deze vorm van legitieme risicoafwenteling kan ontaarden in onrechtmatige risicovermijding. Daarvan is mijns inziens sprake indien de vennootschap waarin de risicovolle activiteiten zijn ondergebracht, over onvoldoende risicodragend vermogen (of passende verzekeringen) beschikt, om de kosten te dragen die zouden voortvloeien uit een verwezenlijking van de redelijkerwijs voorzienbare risico's.

In de uitspraak van de Hoge Raad inzake *Stichting Waalwijk 8* kunnen mijns inziens aanknopingspunten worden gevonden voor de stelling dat een aandeelhouder onder omstandigheden onrechtmatig handelt als hij alle door de vennootschap aangewende activa buiten haar vermogen houdt, om eventuele

¹⁴⁶ Vgl. Bartman 2010, p. 105.

¹⁴⁷ Zie hierover uitgebreid par. 3.5.3.2.

¹⁴⁸ Zie HR 2 november 1984, NJ 1985, 446 (*Blok/De Haan*) en HR 16 juni 1995, NJ 1996, 214 (*Bato's Erf*).

verhaalsmogelijkheden van crediteuren illusoir te maken. In die zaak had een ondernemer zijn woonhuis ondergebracht in een stichting, om te voorkomen dat bij een eventueel faillissement zijn schuldeisers het pand zouden kunnen uitwinnen. De Hoge Raad oordeelde dat de ondernemer hierdoor onrechtmatig had gehandeld, en dat daaraan niet in de weg stond dat het pand nooit tot het vermogen van de ondernemer had behoord, zodat niet kon worden gesproken van een onttrekking.

De Hoge Raad overwoog: “[Het is] niet een noodzakelijke voorwaarde dat het woonhuis ooit aan [de ondernemer] in juridische eigendom heeft toebehoord, om te kunnen oordelen dat sprake is van het hiervoor bedoelde, jegens de crediteuren van [de ondernemer] onrechtmatige misbruik van het identiteitsverschil tussen de stichtingen onderling en tussen de stichtingen en [de ondernemer]. Van een dergelijk misbruik kan ook sprake zijn indien iemand een goed waarvan hij alle voordelen geniet met gebruikmaking van dat identiteitsverschil buiten zijn vermogen brengt of houdt zonder daarmee een zelfstandig belang van de betrokken rechtspersoon of -personen te dienen, maar enkel met het oogmerk dat goed aan verhaal van zijn crediteuren te onttrekken.” (Onderstr. JB)

Hoewel deze uitspraak van de Hoge Raad vanzelfsprekend moet worden gelezen tegen de achtergrond van de concrete omstandigheden van het geval, kan op basis daarvan worden vastgesteld dat onrechtmatig handelen niet uitsluitend gelegen kan zijn in onttrekkingen of een voortzetting van verlieslatende activiteiten, maar tevens in het doelbewust afzonderen van het ten behoeve van de onderneming aangewende vermogen, om zo het verhaal van (bestaande en toekomstige) crediteuren te frustreren.

19.9 Onderkapitalisatie en risicoaanvaarding

In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid aandeelhouders in staat stelt om risico's te externaliseren naar de vennootschapscrediteuren, maar dat het daarbij van belang is onderscheid te maken tussen de verschillende soorten crediteuren van de vennootschap. Hoewel in de Amerikaanse rechtseconomische literatuur vaak wordt gewezen op het belang van een dergelijke differentiatie tussen de professionele en 'zwakkere' crediteuren, blijkt slechts een klein deel van de Amerikaanse rechters daarvoor oog te hebben.¹⁴⁹ Ook in Duitsland speelt dit onderscheid geen rol van betekenis in de rechtspraak inzake *existenzvernichtenden Eingriffe*. Voor de Nederlandse jurisprudentie inzake de aansprakelijkheid van aandeelhouders (en bestuurders) geldt hetzelfde. Bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege het opzetten van een inadequate financiële structuur, dient het recht echter oog te hebben voor de positie van de verschillende crediteuren. Men zal zich mijns inziens de vraag moeten stellen

¹⁴⁹ Zie hoofdstuk 3 en hoofdstuk 7.

in hoeverre de crediteuren in de gelegenheid zijn geweest om de voorwaarden te beïnvloeden waarop zij krediet aan de vennootschap hebben verstrekt.

De notie dat onvrijwillige crediteuren meer bescherming verdienen tegen een ondergekapitaliseerde vennootschap dan de contractuele crediteuren, vloeit voort uit de idee dat laatstgenoemden de risico's die uit het zakendoen met een ondergekapitaliseerde vennootschap voortvloeien, impliciet hebben geaccepteerd, althans de voorwaarden van hun betrekking met de vennootschap daarop hebben afgestemd, of hebben kunnen afstemmen. Er moet echter niet te gemakkelijk worden aangenomen dat een specifieke crediteur een risico heeft aanvaard. Zoals in hoofdstuk 3 is uiteengezet, zijn zeker niet *alle* contractuele crediteuren zonder meer in staat de voorwaarden waarop zij krediet verstrekken te beïnvloeden.¹⁵⁰ Aandeelhouders kunnen kleine handelscrediteuren benadelen door hen bloot te stellen aan een dermate groot faillissementsrisico, dat deze crediteuren daarop niet bedacht hoefden te zijn. Daarnaast verkeren de werknemers van de vennootschap, onder meer vanwege hun *firm specific investment*, vaak niet in de onderhandelingspositie om hun vorderingen veilig te stellen.¹⁵¹

In vergelijkbare zin overwoog het hof in de *Osby*-procedure: “Osby-Zweden heeft nog een beroep gedaan op ‘eigen schuld’, hierin bestaande dat LVM [de crediteur – JB], mede gezien de voor iedereen kenbare tweede hypotheek, haar eigen belangen had moeten beschermen, bijvoorbeeld door verzoeken of overleg met de accountant van Osby-Nederland te plegen. In aanmerking genomen dat Osby-Nederland, zoals hiervoor reeds werd vastgesteld, op buitenstaanders een redelijk gezonde indruk maakte, behoort dit beroep te worden verworpen: door maatregelen als zoeven bedoeld ook bij gezond lijkende bedrijven op straffe van ‘eigen schuld’ verplicht te stellen zou het handelsverkeer vastlopen.”¹⁵²

19.9.1 Risicoaanvaarding door specifieke crediteuren

Het voorgaande neemt niet weg dat onder omstandigheden geconcludeerd moet worden dat bepaalde crediteuren de risico's aanvaard hebben die voortvloeien uit het contracteren met een ondergekapitaliseerde vennootschap. In de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam inzake *KPNQwest* komt bijvoorbeeld de gedachte naar voren dat niet zonder meer alle crediteuren van een vennootschap nadeel ondervinden van een (te) riskante financiële structuur.¹⁵³ In deze zaak trachtten twee professionele crediteuren, diverse functionarissen van het failliete *KPNQwest*

¹⁵⁰ Zie par 3.5.

¹⁵¹ Zie par. 3.6.

¹⁵² HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

¹⁵³ Rb. Amsterdam 25 april 2012, *JOR* 2012/177 (*KPNQwest*).

aansprakelijk te stellen op grond van “kenbare financiële gevaarzetting”. De gedaagde functionarissen zouden onrechtmatig jegens de financiers hebben gehandeld bij het aangaan van een kredietovereenkomst en bij het aanspreken van de verkregen kredietfaciliteit. De rechtbank oordeelde dat in de onderhavige casus geen aanleiding bestond voor aansprakelijkheid vanwege het creëren van een risicovolle situatie, onder andere omdat de financiers professionele kredietverstrekkers waren die een rationele inschatting van de aan de kredietverlening verbonden risico’s hadden gemaakt.

De rechtbank overwoog: “Voor de door Cargill en Citibank in dat kader bepleite toepassing van het ‘Broodbezorgers-criterium’, ontleend aan HR 22 november 1974, in die zin dat gedaagden reeds aansprakelijk zouden zijn door een concreet bestaande gevaarssituatie (te weten de reële kans dat KPNQwest niet zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden) niet op te heffen of de *Original Lenders* daarvoor te waarschuwen, ziet de rechtbank in het onderhavige geval geen aanleiding. Anders dan in het in dat arrest beoordeelde geval is in het onderhavige geval geen sprake van een willekeurige passant die niet bedacht is (en ook niet bedacht hoeft te zijn) op een dreigend gevaar, maar van een professionele contractspartij die bij het aangaan van de Facilities Agreement een zakelijke belangenafweging en daarbij behorende risico inschatting heeft gemaakt.”¹⁵⁴ (Onderstr. JB)

19.9.2 Risicoaanvaarding en de Peeters/Gatzen-vordering

Procedeert een curator ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren jegens de aandeelhouder van een ondergekapitaliseerde vennootschap, dan ontstaan complicaties als wordt vastgesteld dat bepaalde crediteuren geacht moeten worden de aan de financiële structuur inherente risico’s te hebben aanvaard. De eerste vraag die zich in dat geval aandient, is of de curator ontvankelijk is in zijn vordering jegens de aandeelhouder ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren. In de *Watt*-zaak beantwoordde de Rechtbank Rotterdam deze vraag ontkennend.¹⁵⁵ Daarin sprak de curator van een gefailleerde stichting met een *Peeters/Gatzen*-vordering de gemeente aan, nu de gemeente verantwoordelijk zou zijn voor een gevaarzettende financiële structuur. Daarbij beriep de curator zich uitdrukkelijk op het *Comsys*-arrest. De rechtbank oordeelde dat de curator niet ontvankelijk was, nu hij niet opkwam voor de gezamenlijke crediteuren. Volgens de rechtbank konden het “collectieve belang” en “de vereiste homogeniteit” van de schuldeisers niet in voldoende mate worden vastgesteld, nu de twee belangrijkste crediteuren in het faillissement van de stichting op de hoogte waren geweest van de risico’s die inherent waren aan de financiële constructie.

¹⁵⁴ Rb. Amsterdam 25 april 2012, *JOR* 2012/177 (*KPNQWest*), r.o. 4.2.6.

¹⁵⁵ Rb. Rotterdam 25 januari 2012, *JOR* 2012/167 (*Watt*).

De rechtbank overwoog: “[In het faillissement] komen onder meer (aanzienlijke) vorderingen voor van Batenburg en Grolsch. Voor Batenburg en Grolsch geldt dat zij partij waren bij het onderhandelaarsakkoord, met de totstandkoming waarvan zij zich [...] intensief hebben bemoeid. Ook waren zij, als beoogde contractspartij, betrokken bij de onderhandelingen over het tweede onderhandelaarsakkoord. Hieruit kan niet anders worden afgeleid dan dat zij op de hoogte waren van de situatie als geheel, meer concreet: van de risico’s die (wellicht) aan de voor Watt gekozen constructie kleefden. Waar zij niettemin met die constructie akkoord zijn gegaan, valt niet in te zien dat de gemeente (juist) jegens hen onrechtmatig zou hebben gehandeld met de keuze voor deze constructie.”¹⁵⁶

Aan het oordeel van de rechtbank ligt de (op zichzelf juiste) gedachte ten grondslag dat de belangrijkste crediteuren in het faillissement van de stichting, vanwege hun nauwe betrokkenheid bij de totstandkoming van de financiële structuur, de daaraan inherente risico’s hadden aanvaard en daarom aan de gemeente geen verwijt konden maken van de verwezenlijking van deze risico’s. Niettemin heeft Spinath in zijn noot bij de uitspraak terecht vraagtekens geplaatst bij het oordeel van de rechtbank dat de financiële constructie, voor zover zij onrechtmatig zou zijn, daarom geen onrechtmatige daad zou behelzen jegens *de gezamenlijkheid* van crediteuren, zodat de curator niet ontvankelijk was.¹⁵⁷ Dat een aantal crediteuren bekend is met de financiële structuur, hoeft niets af te doen aan het gegeven dat een aandeelhouder door een dergelijke structuur in het leven te roepen onrechtmatig handelt jegens de – als eenheid gedachte – *gezamenlijke* crediteuren. Vergelijk ook het *THB*-arrest, waarin de Hoge Raad oordeelde dat degene die door een curator met een *Peeters/Gatzen*-vordering wordt aangesproken geen gebruik kan maken van verweren die hem wellicht tegenover bepaalde individuele schuldeisers ten dienste zouden hebben gestaan; volgens de Hoge Raad wettigt het collectieve belang dat betrokken is bij de bevoegdheid van de curator om op te treden tegen bij benadeling van de gezamenlijke crediteuren betrokken derden, dat in dezen aan het belang van de aangesproken derde voorbij wordt gegaan.¹⁵⁸

Aanvaardt men de gedachte dat verwijtbare onderkapitalisatie leidt tot een onrechtmatige daad jegens de gezamenlijke crediteuren ‘in abstracto’, dan rijst de lastige vraag hoe het recht moet omgaan met de situatie waarin specifieke crediteuren de aan de financiële structuur inherente risico’s hebben aanvaard.¹⁵⁹

156 Rb. Rotterdam 25 januari 2012, *JOR* 2012/167 (*Watt*), r.o. 4.7.

157 Zie overweging 6 van zijn noot bij *JOR* 2012/167.

158 HR 23 december 1994, *NJ* 1996, 628 (*Notaris M./Curatoren THB*).

159 Overigens is denkbaar dat deze lastige vraag ook rijst in het kader van een *Peeters/Gatzen*-vordering die word ingesteld tegen een aandeelhouder vanwege een onrechtmatige vermogensonttrekking die het faillissement van de vennootschap heeft veroorzaakt. Crediteuren die *na* de vermogensonttrekking krediet hebben verstrekt aan de vennootschap en daarbij volledig op de hoogte waren van de (penibele) vermogenspositie van de vennootschap, kunnen onder omstandigheden worden tegengeworpen de risico’s te hebben aanvaard.

Op welke wijze dient de ‘eigen schuld’ van deze crediteuren te worden verdisconteerd in de afwikkeling van de schade? Het huidige Nederlandse juridische systeem biedt op dit punt helaas geen pakkende oplossing, terwijl het mijns inziens onredelijk zou zijn als crediteuren die de aandeelhouder nimmer zelfstandig hadden kunnen aanspreken, dankzij de tussenkomst van de curator het door hen aanvaarde risico kunnen afwentelen op de aandeelhouder, doordat zij participeren in de opbrengst van de *Peeters/Gatzen*-vordering. Het betreft hier overigens een probleem dat inherent is aan het systeem van de *Peeters/Gatzen*-vordering in het algemeen, en dus niet een probleem dat uitsluitend opgeld doet bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onderkapitalisatie.¹⁶⁰

19.10 Onderkapitalisatie bij een LBO

Nu in hoofdstuk 17 en 18 is geconcludeerd dat de formele uitkeringsregels en de faillissementspauliana niet altijd effectieve instrumenten blijken om samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders te normeren, komt de vraag op welke rol de onrechtmatige daad hierbij zou kunnen spelen. De onrechtmatige daad is in die zin een flexibeler leerstuk, dat het gevolg van de normschending (het vergoeden van de schade) beter kan worden afgestemd op de omstandigheden van het geval dan bij de pauliana (vernietiging van de rechtshandeling) of bij art. 2:216 lid 3 BW (terugbetaling van het dividend). Daar komt bij dat een beoordeling in het licht van de onrechtmatige daad meer ruimte biedt om het handelen van de aandeelhouder te beoordelen op zijn daadwerkelijke merites, zonder dat de juridische structuur van de transactie daaraan noodzakelijkerwijs in de weg hoeft te staan. Hierna zal dit worden geïllustreerd door te bezien in hoeverre aandeelhouders op grond van art. 6:162 BW aansprakelijk kunnen zijn vanwege hun betrokkenheid bij een LBO.

¹⁶⁰ Dit probleem doet zich overigens ook voor bij aansprakelijkheid op grond van art. 2:248 BW. Van Schilfgaarde heeft daarom betoogd dat de wet zou moeten worden aangepast om te bewerkstelligen dat crediteuren die eigen schuld hebben aan hun schade niet (volledig) meedelen in de opbrengst van de boedel (Van Schilfgaarde 1995). Het is in dit kader interessant om te wijzen op een vrijwaringszaak in de *Ceteco*-procedure (Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/66). Daarin trachtten – kort gezegd – de bestuurders en commissarissen van het failliete *Ceteco NV*, die door de curator (met succes) werden aangesproken voor het boedeltekort, een aantal professionele crediteuren (banken) in het faillissement van *Ceteco* in vrijwaring op te roepen. De banken zouden op de hoogte zijn geweest van de door *Ceteco* genomen risico's en deze in hun tarieven hebben verdisconteerd. Gelet op art. 6:101 BW zouden de banken daarom de gevolgen van de door hen gemaakte keuzes niet mogen afwentelen op de bestuurders en commissarissen. De bestuurders en commissarissen stelden dat ten gevolge van het feit dat in de hoofdzaak de vordering door de curatoren namens de gezamenlijke schuldeisers was ingesteld, hen de mogelijkheid was ontnomen om de eigen schuld van de banken als verweer tegen de hoogte van de vordering aan te voeren. Hierdoor zouden de banken onrechtvaardig worden verrijkt. De rechtbank Utrecht wees de vordering af (op gronden die hier niet van belang zijn).

19.10.1 Aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouder

Bij een LBO vinden de onttrekkingen aan het vermogen van de doelwitvennootschap in de regel plaats ná de overdracht van de aandelen van de verkopende aandeelhouders aan de kopende aandeelhouder. De vraag rijst of de aandeelhouders die in het kader van een LBO hun aandelen verkopen, en dus niet formeel betrokken zijn bij (de besluitvorming betreffende) deze onttrekkingen, zich vanwege hun medewerking aan de transactie schuldig kunnen maken aan onrechtmatig handelen. In beginsel is een aandeelhouder die zijn aandelen aan een derde verkoopt immers niet verantwoordelijk voor het handelen van de koper van de aandelen na de verkoop en levering van de aandelen. Onder omstandigheden kan dit echter anders liggen, zo blijkt bijvoorbeeld uit de *Montedison*-zaak.¹⁶¹

De *Montedison*-casus kwam in de kern op het volgende neer. *Montedison BV* wilde zich als enig aandeelhouder terugtrekken uit *Domp BV*. Daartoe werd een carrousel opgetuigd dat erin resulteerde dat de aandelen van *Domp* overgingen naar *Fender BV*, waarbij de koopprijs gefinancierd werd uit het eigen vermogen van *Domp*. Om dit mogelijk te maken, besloot *Fender* in haar hoedanigheid van enig aandeelhouder na de overdracht van de aandelen, tot uitkering van alle vrije reserves van *Domp*. Toen *Domp* na deze transactie faillieerde, sprak de curator *Montedison* aan op grond van (onder meer) onrechtmatige daad, omdat *Montedison* op het moment dat de transactie plaatsvond bekend was met het gegeven dat de belangrijkste leverancier van *Domp*, goed voor maar liefst 35 procent van de omzet van *Domp*, de distributieovereenkomst had opgezegd. Dat de curator zijn pijlen richtte op *Montedison*, en niet op *Fender* dat immers formeel het uitkeringsbesluit had genomen, is in het licht van de feiten begrijpelijk. Net als bij een LBO, geschiedde de vermogensonttrekking in de *Montedison*-zaak door een 'lege huls', die de onttrokken middelen direct had aangewend voor de betaling van de koopprijs van de aandelen, en daarom geen verhaal bood. Het standpunt van *Montedison* dat zij met de onttrekking niets van doen had gehad, mocht haar daarom niet baten.¹⁶² De rechtbank oordeelde dat haar medewerking aan de gehele overname (en de financiering daarvan) kwalificeerde als een onrechtmatige daad jegens de gezamenlijke crediteuren van *Domp*.¹⁶³

De *Montedison*-zaak illustreert dat ook de aandeelhouder die in het kader van een LBO zijn aandelen van de hand doet, onder omstandigheden onrechtmatig handelt

161 Rb. Utrecht 7 augustus 1996, *JOR* 1996/98, Hof Amsterdam 26 november 1998, *JOR* 1999/10, HR 28 april 2004, *JOR* 2000/128, Hof 's-Gravenhage 7 augustus 2007, *JOR* 2008/71 en HR 28 april 2000, *NJ* 2000, 41, *JOR* 2000/128 (*Montedison*). Zie over de eerste hof-uitspraak in de *Montedison*-zaak Lennarts 1999, p. 215-221 en over de gehele zaak tevens Lennarts 2006b.

162 Zie r.o. 2.5 van de rechtbank-uitspraak.

163 Hoewel de *Montedison*-zaak na de uitspraak van de rechtbank nog aanleiding heeft gegeven tot twee hof-uitspraken en twee uitspraken van de Hoge Raad, speelde daarin het gegeven dat *Montedison* ten tijde van de formele onttrekking geen aandeelhouder meer was van *Domp*, geen rol.

jegens de crediteuren van de vennootschap als hij ernstig rekening moet houden met een tekort. Daarvoor is mijns inziens vereist dat de aandeelhouder op de hoogte was van het gegeven dat de koopsom gefinancierd zou worden door onttrekkingen aan het vermogen van de vennootschap en het daardoor voorzienbare tekort op de koop toe heeft genomen.¹⁶⁴ De vraag rijst of een verkopende aandeelhouder aansprakelijkheid kan voorkomen door zich vooral niet te verdiepen in de financiering van de overname. Moet de aandeelhouder worden beloond voor het feit dat hij zich van de domme houdt? Mijns inziens brengt het ten dele geobjectiveerde karakter van het voor aansprakelijkheid vereiste subjectieve criterium mee dat een nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouder die een hoge premie voor zijn aandelen ontvangt, zich soms de vraag dient te stellen waar die hoge premie vandaan komt. Ook in de *PCM*-uitspraak van de OK lees ik de notie dat het aandeelhouders niet in alle gevallen zonder meer vrij staat de vennootschap ‘uit te leveren’ aan een partij die de crediteuren en werknemers van de vennootschap aan een onredelijk groot risico zal blootstellen.¹⁶⁵

19.10.2 Aansprakelijkheid van de kopende aandeelhouder

Amerikaanse curatoren die trachten de door een LBO onttrokken middelen terug te vorderen, spreken doorgaans de verkopende aandeelhouders aan.¹⁶⁶ Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat zij moeten worden aangemerkt als de uiteindelijke ontvangers van het aan het doelwit onttrokken vermogen. De mogelijke aansprakelijkheidsgevolgen van een te riskante LBO dienen mijns inziens echter niet beperkt te blijven tot de verkopende aandeelhouder. De investeerder die de aandelen in de vennootschap overneemt, is in de praktijk niet zelden de architect van de financieringsconstructie. Vooral als het een professionele investeerder betreft, zoals een *private equity* partij, zal deze een leidende rol hebben bij het realiseren van de financiering.

Beziet men de financieringsstructuur nader, dan is het doorgaans de toetredende investeerder die – door tussenkomst van de acquisitievennootschap – het vermogen aan het doelwit heeft onttrokken, om dat vervolgens aan te wenden ter voldoening

¹⁶⁴ In gelijke zin heeft Oostwouder overwogen: “De beheersende (ex)moedervennootschap loopt met name gevaar, indien zij wist of behoorde te weten dat de koopprijs ten laste van de doelvennootschap zou worden gefinancierd en zij ten tijde van het aangaan van de overeenkomst of ten tijde van de betaling van de koopprijs reeds ernstig rekening had moeten houden met de mogelijkheid van een tekort door deze financiering (in die zin dat er toen voor die mogelijkheid concrete aanwijzingen waren). Zowel koper als verkoper doen er derhalve verstandig aan erop te letten dat de MBO op een deugdelijke wijze wordt gefinancierd.” (Oostwouder 2003, p. 93-94).

¹⁶⁵ Zie over de *PCM*-procedure par. 17.4.4.

¹⁶⁶ Zie hoofdstuk 13.

van de koopprijs van de aandelen.¹⁶⁷ Het feit dat niet de achterliggende investeerder zelf, maar een door hem voor de LBO opgerichte acquisitievennootschap de aandelen in het doelwit verwerft, dient mijns inziens niet zonder meer aan zijn aansprakelijkheid in de weg te staan. De acquisitievennootschap zal in de regel kunnen worden aangemerkt als een ondergekapitaliseerde vennootschap die volledig wordt gecontroleerd door de investeerder. Als vaststaat dat de acquisitievennootschap onrechtmatig heeft gehandeld door haar betrokkenheid bij de onttrekkingen aan het doelwit, kan mijns inziens worden ‘doorgebroken’ naar de achterliggende investeerder.

19.10.3 Redelijke prognoses ten tijde van de LBO

Nu een LBO *de facto* neerkomt op een (doorgaans omvangrijke) vermogensonttrekking, meen ik dat de daarbij betrokken aandeelhouders reeds onrechtmatig handelen indien zij ten tijde van de LBO ernstig rekening moeten houden met een tekort.¹⁶⁸ Daarvan is sprake als het financiële weerstandsvermogen van de vennootschap na de LBO onvoldoende is om de redelijkerwijs voorzienbare risico's te kunnen dragen. Voor de invulling van dit criterium kunnen mijns inziens waardevolle gezichtspunten worden ontleend aan de invulling die in het Amerikaanse *fraudulent transfer law* wordt gegeven aan het begrip ‘*unreasonably small capital*’.¹⁶⁹ De *ex post* beoordeling zal zich moeten richten op de door betrokkenen gemaakte prognoses voorafgaande aan de LBO. In het licht van deze prognoses dient redelijkerwijs te verwachten te zijn dat de vennootschap voldoende operationele winsten genereert om haar onderneming voort te zetten en haar opeisbare vorderingen tijdig te betalen. Daarvoor zijn vooral de omzet, winstmarges en kasstromen van belang. De vraag is niet of de gemaakte inschattingen juist zijn gebleken, maar of deze ten tijde van de prognoses redelijk waren. Van belang is dat prognoses ruimte hebben gelaten voor tegenvallers. Zo dienen betrokkenen de macro-economische conjuncturele werkelijkheid in ogenschouw te nemen en dus rekening te houden met fluctuaties in de prijs en beschikbaarheid van krediet. Omdat veel LBO's plaatsvinden op momenten dat de rente laag is, moet er ruimte zijn voor een herfinanciering tegen minder gunstige voorwaarden. De vennootschap die louter bij een stijgende conjunctuur aan haar verplichtingen zal kunnen blijven

¹⁶⁷ Vgl. het *Magista*-arrest, waarin Hof Leeuwarden oordeelde dat de partij die in het kader van een LBO toetrad als aandeelhouder en (middelijk) bestuurder (op grond van art. 2:248 juncto 2:11 BW) aansprakelijk was voor het tekort in het faillissement van het overnamedoelwit. Het doelwit had het voor de LBO benodigde krediet vóór het toetreden van de nieuwe DGA aangetrokken en doorgeleend; dat ten tijde van de *debt-push-down* de verkoper nog (middelijk) bestuurder en aandeelhouder van de vennootschap was, en formeel verantwoordelijk was voor de doorleestructuur, stond volgens het hof niet aan de aansprakelijkheid van de toetredende DGA in de weg. Zie de (op dit punt) instemmende noot van Bartman (Hof Leeuwarden 31 juli 2012, *JOR* 2013/34 (*Magista*)).

¹⁶⁸ Zie par. 19.5.4 hiervoor.

¹⁶⁹ Zie hoofdstuk 13.

voldoen, is niet financieel uitgerust om de voorzienbare risico's te dragen die inherent zijn aan een onzeker economische klimaat.

Zie in gelijke zin het preadvies van Van der Grinten van 1942, waarin hij overweegt dat een ondernemer geen recht heeft op beperking van zijn aansprakelijkheid als hij onvoldoende vermogen heeft ingebracht om de *normale, voorzienbare bedrijfsrisico's* te dekken: "Normaal is het bedrijfsrisico, dat naar ervaringsregelen te verwachten is bij de uitoefening van het bedrijf, dus ook het risico van economische depressies tot een zekeren graad. [...] De koopman moet zich aansprakelijk houden tot het bedrag, dat noodig is tot dekking van het normale bedrijfsrisico. In de taal der n.v. gesproken wil dat zeggen, dat de n.v. een kapitaal moet hebben, dat overeenkomt met dit bedrag. De grootte en de omvang van de zaak, alsmede de risico's aan het bedrijf verbonden, beslissen dus over het noodige kapitaal van de n.v."¹⁷⁰ Queenan heeft in gelijke zin opgemerkt: "*Some events are truly unforeseeable, but a rise in interest rates and some degree of business difficulty are not. A finding [...] of reasonable capitalization which is based upon projections leaving no margin for error concerning the interest rate or any other factor should be ruled clearly erroneous. We are not dealing here with projections by a sales department concerning a new product. The projections surrounding an LBO are crucial to the life of a company and the careers of its employees, not to mention the money of its creditors.*"¹⁷¹

19.10.4 Betrokkenheid van een bank: een preventieve factor?

Een aantal juridische auteurs heeft zich op het standpunt gesteld dat het gegeven dat een bank bereid was een LBO te financieren, beschouwd moet worden als een sterke aanwijzing dat de transactie geen onredelijke risico's meebracht.¹⁷² Nu banken zelf (de belangrijkste) crediteur worden van het doelwit en daarom plegen te financieren op *cash-flow* basis, zou van de betrokkenheid van een bank een preventieve werking uitgaan. Die redenering kan echter zeker niet zonder meer worden gevolgd. Het belang van de bank loopt niet altijd gelijk met dat van de ongesecureerde crediteuren.¹⁷³ Ten eerste weten de in een LBO participerende banken zich gedekt door zekerheden op doorgaans alle activa van het doelwit. Daarnaast is de bank in de gelegenheid om het door haar gelopen risico te verdisconteren in het rentepercentage dat zij voor het krediet rekent. Ook is niet zelden een belangrijk deel van de *upside* van de financiering voor de bank gelegen in eenmalige vergoedingen voor advisering die is verricht in het kader van de overname. Daar komt nog eens bij dat banken *repeat players* zijn op de overnamemarkt; banken wegen het risico van een specifieke *deal* vaak af tegen mogelijke opbrengsten die zullen voortvloeien uit

¹⁷⁰ Van der Grinten 1942, p. 39-40 en 41-42.

¹⁷¹ Queenan 1989, p. 21.

¹⁷² Zie Vičtor 2007b, par. 2.3, Lennarts 2006b, p. 133, Mol 2012, p. 114 en Eidenmüller 2007b, p. 670.

¹⁷³ Zie hierover nader par. 3.5.3.2.

toekomstige *deals* met dezelfde investeerder. Hierdoor kan het voor banken rationeel zijn om medewerking te verlenen aan financieringen die vanuit een objectief perspectief te veel risico's meebrengen voor de vennootschap en haar ongesecureerde crediteuren. Tot slot blijkt uit de jaren voor de kredietcrisis dat ook macro-economische omstandigheden een belangrijke invloed uitoefenen op de bereidheid van banken om *covenant-light* omvangrijke kredieten te verstrekken.¹⁷⁴

19.11 Conclusie

Hoewel het begrip onderkapitalisatie geen zelfstandige betekenis toekomt bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van onrechtmatige daad, kan de objectieve vaststelling dat de vennootschap op een zeker moment ondergekapitaliseerd was, wel degelijk normatieve consequenties hebben. Zo staat het de aandeelhouder niet langer vrij om eigen vermogen aan de vennootschap te onttrekken, als hij ernstig rekening dient te houden met een tekort. Als de onderkapitalisatie van de vennootschap dusdanig ernstig is dat de aandeelhouder weet of behoort te weten dat discontinuïteit onontkoombaar is, komt op hem een zorgplicht te rusten indien hij desondanks de vennootschap door het verstrekken van additionele financiering in staat stelt om nieuwe verplichtingen te blijven aangaan. Ook als een aandeelhouder een ondergekapitaliseerde vennootschap desbewust in het leven roept, kan hij mijns inziens onrechtmatig handelen jegens haar gezamenlijke crediteuren. Het leerstuk van de onrechtmatige daad is mijns inziens het meest geschikt voor de beoordeling van het handelen van aandeelhouders bij een LBO. De flexibiliteit die de onrechtmatige daadsnorm biedt bij de *ex post* beoordeling van het handelen van aandeelhouders ter zake van de financiering van de vennootschap, biedt de ruimte om samengestelde vermogensonttrekkingen te normeren met inachtneming van alle relevante factoren en omstandigheden. Van de uitkeringsregels in boek 2 BW en de faillissementspauliana kan dat niet worden gezegd, althans in veel mindere mate.

¹⁷⁴ Zie par. 2.5.

HOOFDSTUK 20

FINANCIERING & ACHTERSTELLING

20.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de normering van aandeelhoudersleningen onder Nederlands recht. Anders dan het Amerikaanse en Duitse recht voorziet de Nederlandse wet niet in bijzondere regels op basis waarvan de vorderingen van aandeelhouders kunnen worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren. Daarom zal eerst de bescheiden hoeveelheid rechtspraak aan bod komen waarin over achterstelling is geoordeeld. Vervolgens zal worden geanalyseerd welke bijzondere risico's inherent zijn aan financiering met aandeelhoudersleningen en in hoeverre deze risico's een bijzondere behandeling rechtvaardigen van door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekt krediet.

20.2 Aandeelhoudersleningen onder het flexibele BV-recht

20.2.1 Toename financiering met aandeelhoudersleningen sinds de herziening van 2012?

Het is zeker niet ondenkbaar dat aandeelhouders door de afschaffing van het minimumkapitaal hun investering in een BV in toenemende mate zullen vormgeven als een lening, in plaats van als een storting van kapitaal of agio.¹ Reeds vóór de flexibilisering van het BV-recht kozen aandeelhouders regelmatig voor een minimale kapitaalstorting en voor het verstrekken van vreemd vermogen aan de vennootschap. Vanuit het perspectief van de aandeelhouder zijn er immers geen argumenten om te kiezen voor financiering met risicodragend vermogen, zolang de wet daartoe niet verplicht en de aandeelhouder daartoe evenmin gedwongen wordt door een professionele kredietverstrekker. Niet alleen heeft schuldfinanciering de fiscale voordelen die in hoofdstuk 2 zijn behandeld,² maar daarnaast beperkt de aandeelhouder hiermee ook zijn *exposure* in een eventueel faillissement van de vennootschap. Door te financieren met leningen kunnen aandeelhouders immers voorzien in de vermogensbehoefte van de vennootschap, terwijl in faillissement een concurrente positie kan worden ingenomen, in plaats van de achtergestelde positie

¹ Zo ook Franken & Louwerier 2012, p. 201.

² Zie par. 2.4.1 en par. 2.5.3.1.

die de aandeelhouder had ingenomen indien hij hetzelfde bedrag had gestort als kapitaal of agio. Omdat in faillissement doorgaans weinig wordt uitgekeerd op de concurrente vorderingen, zal de aandeelhouder zijn positie aanzienlijk kunnen verbeteren door tevens zekerheden te bedingen op de activa van de vennootschap.³

20.2.2 Aandeelhoudersleningen en betrokkenheid van professionele crediteuren

Als de vennootschap een beroep doet op een professionele kredietverstrekker, zal de vrijheid van de aandeelhouder om leningen aan de vennootschap te verstrekken en daarvoor zekerheden te verkrijgen, beperkt zijn. Banken eisen bijna altijd dat door aandeelhouders verstrekte leningen contractueel worden achtergesteld bij de bankfinanciering, en bedingen regelmatig dat op de aandeelhouderslening pas mag worden afgelost nadat het krediet aan de bank is terugbetaald, althans dat daarvoor toestemming van de bank verkregen is.⁴ Hierdoor vertoont de aandeelhouderslening vanuit het perspectief van de bank een hoge mate van gelijkenis met risicodragend kapitaal. Hoewel de bank achtergestelde aandeelhoudersleningen daarom pleegt te rekenen tot het 'garantievermogen' van de vennootschap, zij men erop bedacht dat vanuit het perspectief van de vennootschap en haar overige crediteuren geenszins sprake is van risicodragend vermogen.⁵ Tenzij een 'generieke achterstelling' wordt overeengekomen, vormt de aandeelhouderslening ten opzichte van de overige crediteuren een concurrente vordering. Daarnaast staat tegenover een aandeelhouderslening de verplichting om deze op termijn weer terug te betalen; deze verplichting geldt niet bij financiering met eigen vermogen. Een ander kenmerk van eigen vermogen is dat daarover alleen een vergoeding hoeft te worden betaald als de vermogenspositie van de vennootschap het de aandeelhouders toestaat tot een dividenduitkering te besluiten.⁶ Over een aandeelhouderslening is de vennootschap echter (doorgaans) periodiek een gefixeerde (rente)vergoeding verschuldigd, ongeacht de vermogenspositie van de vennootschap. Ook als de rente niet betaalbaar wordt gesteld, maar wordt bijgeschreven op de hoofdsom, leidt financiering met aandeelhoudersleningen tot een uitholling van de solvabiliteit van de vennootschap. Omdat in dat geval rente over de bijgeschreven rente moet worden betaald, stijgen de financieringslasten van de vennootschap gedurende de looptijd van de lening.⁷

3 Zo werd volgens het CJB in 2010 gemiddeld ongeveer 3 procent uitgekeerd aan de preferente en concurrente schuldeisers in het faillissement van een BV (CJB, *Faillissementen: oorzaken en schulden 2010*, Den Haag 6 oktober 2011, p. 14).

4 Zie over de achterstelling vanuit bancaire perspectief Haak 2012.

5 Aldus ook Dorsman 2003.

6 Zie over de onderscheidende kenmerken van eigen vermogen en vreemd vermogen, par. 2.2.

7 Zie par 2.2.3.

20.2.3 Geen bijzondere wettelijke regels voor aandeelhoudersleningen

Anders dan in de Verenigde Staten en in Duitsland bevat de Nederlandse wet geen bijzondere regeling voor door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen. Er bestaat in Nederland bijvoorbeeld geen bepaling die vergelijkbaar is met § 510 *Bankruptcy Code* of § 39 *Insolvenzordnung*, en die de curator uitdrukkelijk de bevoegdheid geeft om vorderingen van aandeelhouders of andere *insiders* in faillissement achter te stellen bij de vorderingen van de overige crediteuren, of om ten behoeve van aandeelhouders gevestigde zekerheden te vernietigen. Evenmin voorziet de Nederlandse wet in een bijzondere regeling voor betalingen die voorafgaande aan het faillissement zijn verricht op door aandeelhouders verstrekt krediet, zoals geregeld in § 547 *Bankruptcy Code* en § 135 *Insolvenzordnung*. Noch in de *Memorie van Toelichting* bij de wet Flex-BV, noch in de daarna verschenen parlementaire stukken, is aandacht besteed aan de vraag of een regeling inzake aandeelhoudersleningen wenselijk zou zijn. Opmerkelijk genoeg is in een onderzoeksrapport dat ten grondslag lag aan de wet Flex-BV, wél aandacht aan deze vraag besteed en geconcludeerd dat het Nederlandse recht op dit punt een lacune zou vertonen.⁸ De Commissie Kortmann, die in 2007 een voorontwerp presenteerde voor een nieuwe Insolventiewet, heeft in de toelichting daarbij gewezen op fiscale rechtspraak waarin onder bepaalde omstandigheden een vordering, ondanks het ontbreken van een afspraak tot achterstelling, toch als achtergestelde vordering werd beschouwd.⁹ De Commissie meende dat het aan de rechtsontwikkeling moest worden overgelaten of en in hoeverre dit fiscale leerstuk ook civielrechtelijk een rol zou kunnen spelen. Aangezien een wettelijke regeling inzake aandeelhoudersleningen thans ontbreekt, zullen deze leningen moeten worden beoordeeld in het licht van het algemene civiele normenkader dat in de voorgaande hoofdstukken reeds is geschetst.

20.2.4 Het juridisch discours inzake achterstelling

Al lange tijd vindt er in Nederland onder juridische auteurs een discussie plaats over de normering van aandeelhoudersleningen. De meningen verschillen zowel over de mogelijkheden die het huidige, positieve recht biedt om aandeelhoudersleningen in faillissement achter te stellen bij de overige vorderingen, als over de wenselijkheid van (de invoering van) een daartoe strekkende wettelijke regeling. Reeds in 1988 wees Slagter erop dat een moedervenootschap haar dochter niet altijd financiert met risicodragend kapitaal, maar ook met “risicomijdend vermogen”, te weten door het verstrekken van leningen.¹⁰ Slagter wees erop dat de moeder in dat geval kennelijk niet bereid was te voorzien in de kapitaalbehoefte van de dochter, en door

⁸ Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 132.

⁹ Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 1 november 2007, p. 111.

¹⁰ Slagter 1988, p. 122-124.

te financieren met leningen het risico van deze onderkapitalisatie afwentelde op de crediteuren van de dochter. Zijns inziens zouden crediteuren hiertegen onvoldoende beschermd worden door de onrechtmatige daad, en daarom pleitte Slagter voor de invoering van een (concernrechtelijke) regeling op basis waarvan de leningen die door de moeder aan de dochter waren verstrekt, achtergesteld werden als de dochter leed “aan een duurzaam tekort aan eigen middelen” en “de positie van de schuldeisers van de dochter aanzienlijk in het gedrang [werd] gebracht”. In dat geval zouden ook eventuele zekerheden die ten behoeve van de aandeelhouder op de activa van de vennootschap waren gevestigd, hun werking ontnomen moeten worden. Niet veel later overwogen Timmerman en Lennarts dat juist geen behoefte bestond aan bijzondere regels inzake aandeelhoudersleningen, omdat met het leerstuk van de onrechtmatige daad hetzelfde doel zou kunnen worden bereikt.¹¹ In 2003 blies Schimmelpenninck de discussie nieuw leven in, door te pleiten voor achterstelling van aandeelhoudersleningen die waren verstrekt in crisistijd. Schimmelpenninck meende, geïnspireerd door het destijds geldende Duitse recht, dat deze bijzondere behandeling van aandeelhoudersleningen reeds mogelijk was op grond van art. 6:162 BW. In hun onderzoeksrapport van 2004 zagen ook Lennarts en Schutte-Veenstra, op basis van het *Nimox*-arrest, ruimte voor achterstelling van aandeelhoudersleningen.¹² Daarnaast wierpen zij de vraag op of aandeelhoudersleningen konden worden achtergesteld uitsluitend op grond van het argument dat de vennootschap met te weinig eigen vermogen was uitgerust. Ook vroegen zij aandacht voor “de principiële vraag of aandeelhouders [...] een verantwoordelijkheid hebben voor een behoorlijk financiering van de vennootschap”. In haar preadvies van 2006 stelde Bier zich eveneens de vraag of de wet niet zou moeten voorzien in een bijzondere regeling voor aandeelhoudersleningen.¹³

De Weijs beantwoordde deze vraag in 2008 bevestigend.¹⁴ Hij overwoog dat een ‘dubbele opstelling’ van de aandeelhouder moest worden aangemerkt als een vorm van schuldeisersbenadeling. Omdat aandeelhouders recht hebben op de winst, komt in een ‘*downside* scenario’ het verlies primair voor hun rekening. Door te financieren met leningen zouden aandeelhouders ten koste van de crediteuren een uitzondering maken op deze normatieve hoofdregel. Volgens De Weijs waren het Nederlandse insolventierecht en vennootschapsrecht “vrijwel blind” voor de “dubbele, opportunistische opstelling van aandeelhouders”. De Weijs pleitte daarom voor de invoering van een wettelijke regeling op basis waarvan vorderingen van aandeelhouders als achtergesteld geverifieerd konden worden op grond van de redelijkheid, en zekerheden gevestigd ten behoeve van vorderingen van aandeelhouders niet zonder meer afdwingbaar zouden zijn in faillissement. Hoff heeft zich

11 Timmerman 1990, p. 18-19.

12 Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 127-128.

13 Bier 2006a, p. 226.

14 De Weijs 2008. Zie voor een nadere uitwerking van het betoog De Weijs 2010.

in 2009 uitgesproken tegen de voorstellen van Schimmelpennick en De Weijs.¹⁵ Zijns inziens bevat de “gereedschapskist van de curator” voldoende instrumenten om op te treden tegen benadelende financieringsconstructies, en dient daaraan het instrument van de achterstelling niet te worden toegevoegd. In zijn conclusie bij een uitspraak van de Hoge Raad in 2012, waarin de achterstellingskwestie overigens niet voorlag, heeft ook A-G Langemeijer zich – bij wijze van intermezzo – over de kwestie uitgelaten; zijns inziens is achterstelling zonder een contractuele grondslag niet mogelijk.¹⁶

20.3 Achterstelling in de rechtspraak

Hoewel de wet geen duidelijk aanknopingspunt biedt voor de achterstelling van aandeelhoudersleningen, heeft de Nederlandse rechter daarover een aantal keer moeten oordelen. De beperkte hoeveelheid rechtspraak over deze kwestie is echter allerm minst eenduidig. Sommige rechters hebben geoordeeld dat achterstelling reeds kan worden aangenomen, terwijl anderen deze gedachte juist uitdrukkelijk hebben verworpen.

20.3.1 *Carrier 1 BV en Ambacht BV: achterstelling van ‘informeel kapitaal’*

20.3.1.1 Carrier 1

In het kader van de homologatie van een akkoord in de zin van art. 252 Fw kreeg de Rechtbank Amsterdam in 2005 de vraag voorgelegd of een door een aandeelhouder verstrekte lening een bijzondere behandeling verdiende.¹⁷ *Carrier 1 BV* verkeerde in surseance van betaling en had aan haar schuldeisers een akkoord aangeboden, op

¹⁵ Hoff 2009, p. 29.

¹⁶ Overweging 2.4-2.7 van de conclusie bij HR 20 januari 2012, JOR 2012/97 (*DCC/Illinois*).

¹⁷ Rb. Amsterdam 26 juli 2005 en Hof Amsterdam 5 november 2005, JOR 2007/51, (*Carrier 1*). Het centrale idee van het akkoord is dat de schuldenaar aan zijn gezamenlijke schuldeisers een ontwerpakkoord kan aanbieden, dat – indien een meerderheid van stemgerechtigde (concurrente) schuldeisers het aanneemt – werking verkrijgt als de rechter het homologeert. Zodra de beschikking houdende de homologatie van het akkoord in kracht van gewijsde is gegaan, eindigt het faillissement, de surseance of de schuldsaneringsregeling (Wessels Insolventierecht VI, 3e druk, 2010). Tot het aannemen van het akkoord wordt vereist de toestemming van de gewone meerderheid van de ter vergadering verschenen erkende en toegelaten schuldeisers, die tezamen ten minste de helft van het bedrag van de erkende en toegelaten schuldvorderingen vertegenwoordigen (art. 268 Fw). In afwijking van art. 268 Fw kan de rechtbank of, zo die is benoemd, de rechter-commissaris op verzoek van de schuldenaar of de bewindvoerder bij gemotiveerde beschikking een aangeboden akkoord vaststellen als ware het aangenomen, indien (a) drie vierde van de ter vergadering verschenen erkende en toegelaten schuldeisers voor het akkoord hebben gestemd; en (b) de verwerping van het akkoord het gevolg is van het tegenstemmen van een of meer schuldeisers die, alle omstandigheden in aanmerking genomen en in het bijzonder het percentage dat die schuldeisers, zou de boedel worden vereffend, naar verwachting aan betaling op hun vordering zullen ontvangen, in redelijkheid niet tot dit stemgedrag hebben kunnen komen (art. 268a Fw).

grond waarvan al haar crediteuren 33 procent van hun vordering zouden ontvangen, maar haar moedervennootschap slechts 5,6 procent van haar aan *Carrier 1* verstrekte krediet. De moedervennootschap stemde daarom niet in met het akkoord en bestreed de homologatie daarvan bij de rechtbank. Zij voerde daartoe aan dat het akkoord in strijd was met de *paritas creditorum*. De rechtbank overwoog dat slechts in bijzondere omstandigheden een ongelijke behandeling van schuldeisers gerechtvaardigd kon zijn en dat in beginsel een lening van een moeder aan een dochter niet als achtergesteld werd aangemerkt. Daartoe kon echter wel aanleiding bestaan als de door de moeder verstrekte lening moest worden aangemerkt als een “informele kapitaalverschaffing”. Daarvan zou sprake zijn indien de lening “wordt verstrekt op een moment dat en onder voorwaarden die een willekeurige derde niet zou aanvaarden”. Nu op de door de moeder verstrekte lening nimmer was afgelost, en *Carrier 1* sinds haar oprichting steeds een negatief resultaat had geboekt, diende, aldus de rechtbank, de vordering van de moeder (in ieder geval deels) te worden aangemerkt als informele kapitaalverstrekking en dus als achtergesteld. De rechtbank achtte het akkoord daarom niet onaanvaardbaar. Het hoger beroep van de moedervennootschap werd afgewezen, nu het door de rechtbank gehomologeerde akkoord volgens het hof het “enig haalbare compromis” was.

De redenering van de rechtbank die ten grondslag lag aan de feitelijke achterstelling van de vordering van de moedermaatschappij, sluit nauw aan bij het oude Duitse recht inzake kapitaalvervangende leningen: de door de aandeelhouder gefourneerde middelen waren nimmer door een onafhankelijke derde (tegen dezelfde voorwaarden) aan de vennootschap verstrekt en moesten daarom tot het risicodragende vermogen worden gerekend.¹⁸ Het is niet duidelijk of het hof deze overweging onderschreef: in zijn arrest verwees het hof weliswaar naar de lening van de aandeelhouder onder de noemer “kapitaalsinjectie”, maar nam het de overwegingen van de rechtbank inzake de informele kapitaalverstrekking niet uitdrukkelijk over. Daarnaast zij men erop bedacht dat de Hoge Raad de homologatieprocedure heeft aangemerkt als een rechterlijk-administratieve procedure, die gericht is op “een spoedige beslissing over het akkoord”, en tevens heeft onderstreept dat de rechter een ruime discretionaire vrijheid toekomt bij zijn goedkeuring of weigering van een akkoord.¹⁹ Tot slot zij erop gewezen dat *Carrier 1* niet in faillissement, maar surseance van betaling verkeerde, waardoor bij de totstandkoming van het akkoord ook meewoog dat daardoor het faillissement van *Carrier 1*

¹⁸ Zie par. 14.2.

¹⁹ Zie HR 26 augustus 2003, JOR 2003/211 (*ICH/UPC*). Bartman wijst hier op in zijn *JOR*-noot onder de hof-uitspraak inzake *Carrier 1*.

zou kunnen worden voorkomen.²⁰ In het licht van deze omstandigheden kan mijns inziens in de *Carrier 1*-uitspraak geen principieel oordeel over financiering met aandeelhoudersleningen worden gelezen.²¹

20.3.1.2 Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.

In 2011 oordeelde ook de Rechtbank Breda dat een aandeelhouderslening moest worden aangemerkt als informeel kapitaal en daarom moest worden achtergesteld.²² *Ambacht BV* was voor de financiering van haar werkzaamheden in hoge mate afhankelijk van een in rekening-courant door haar (indirecte) enig aandeelhouder verstrekt krediet. Toen de enig aandeelhouder – *Stichting Ambacht* – failleerde, zag *Ambacht* zich genoodzaakt tevens haar faillissement aan te vragen. De curator van de stichting diende in het faillissement van *Ambacht* de *intercompany*-vordering ter verificatie in. Deze betwistte de curator van *Ambacht* vervolgens tijdens de verificatievergadering onder verwijzing naar de uitspraken in de voornoemde *Carrier 1*-procedure. De curator van de stichting vorderde daarom bij de Rechtbank Breda te worden toegelaten als concurrente schuldeiser in het faillissement van *Ambacht*. De rechtbank overwoog dat onder omstandigheden een vordering als achtergesteld moet worden beschouwd, in het bijzonder wanneer het gaat om een vordering van een controlerend aandeelhouder die moet worden aangemerkt als informele kapitaalverschaffing. In het onderhavige geval achtte de rechtbank zowel “de wijze van financiering”, als “de onderlinge verwevenheid tussen stichting *Ambacht* en *Ambacht BV*” van belang. Aangezien de stichting aan *Ambacht* de voor haar onderneming benodigde werknemers, materiaal en materieel ter beschikking stelde en deze vervolgens in rekening-courant boekte, werd *Ambacht* volledig gefinancierd door de stichting. De rechtbank oordeelde dat niet was komen vast te staan dat op dit krediet ooit was afgelost en dat de stichting, gezien de omvang van haar vordering op *Ambacht*, een substantieel betalingsrisico liep. Daarom was er, aldus de rechtbank, sprake van informele kapitaalverschaffing. Daar kwam bij dat de stichting volledig inzicht in en zeggenschap over het beleid van *Ambacht* had. De rechtbank stelde vast dat *Ambacht* voor haar voortbestaan afhankelijk was van de stichting, wat ook bleek toen *Ambacht* twee weken na het faillissement van de stichting eveneens in problemen was geraakt. De rechtbank concludeerde dat het in strijd zou zijn met de redelijkheid en billijkheid “wanneer een controlerend aandeelhouder die de vennootschap heeft opgericht, de volledige controle binnen de vennootschap heeft gehad en haar in stand heeft gehouden via een financiering in rekening-courant, in geval van faillissement zou meedelen in de opbrengst van de boedel op gelijke wijze als de concurrente crediteuren. Dit [gold] te meer, nu de

²⁰ Orval & De Groot 2011, p. 103.

²¹ Aldus ook De Weijers 2010a, p. 320.

²² Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293 (*Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.*).

vordering van *Stichting Ambacht*, wanneer zij een andere vorm van kapitaalverschaffing had gekozen, op grond van artikel 2:23b BW zou zijn achtergesteld bij de overige concurrente crediteuren”.²³ De rechtbank overwoog tot slot dat de vordering van *Stichting Ambacht* geen reguliere handelsvordering was: “Het is een vordering van een controlerend aandeelhouder die is ontstaan door de wijze waarop de vennootschap is gefinancierd. Doordat behaalde winsten via dividend of waardestijging van de aandelen ten goede komen aan de aandeelhouders, is het gerechtvaardigd dat zij niet dezelfde positie innemen als de overige crediteuren.” De vordering van (de curator van) de stichting werd daarom afgewezen.

20.3.2 *One.Tel Ltd: geen achterstelling mogelijk onder Nederlands recht*

In tegenstelling tot voornoemde rechtspraak oordeelde de Rechtbank Amsterdam in 2008 dat achterstelling van aandeelhoudersleningen onder het Nederlandse recht niet mogelijk is.²⁴ *One.Tel Ltd* stond aan het hoofd van een internationale groep vennootschappen en hield alle aandelen in *Leteno BV*. Een aantal maanden na het faillissement van *One.Tel*, faillieerde ook *Leteno*. Vanaf haar oprichting waren de activiteiten van *Leteno* verlieslatend geweest. *Leteno* was gefinancierd met 40.000 gulden kapitaal en werd financieel ondersteund door *One.Tel*, die aan *Leteno* krediet verstrekte en soms ook direct haar schulden voldeed. De hieruit voortvloeiende verplichtingen van *Leteno* aan *One.Tel* werden ingeboekt als *intercompany loans*. In het faillissement van *Leteno* diende *One.Tel* ter verificatie een vordering in van bijna 65 miljoen euro. De curator van *Leteno* betwistte deze vordering, waarop *One.Tel* bij de Rechtbank Amsterdam verzocht toegelaten te worden als crediteur. De curator van *Leteno* stelde zich in rechte op het standpunt dat het gestorte aandelenkapitaal “absoluut onvoldoende was voor de grootse plannen en activiteiten die [*One.Tel*] in Nederland ontplooiden en die zij bovendien zelf dicteerde of initieerde” en beriep zich daarbij op de artikelen 2:8 en 6:162 lid 2 BW. De rechtbank oordeelde echter:

“Naar Nederlands recht geldt – anders dan bijvoorbeeld naar Duits recht – niet een regel op grond waarvan een lening door een aandeelhouder of moedervenootschap, verstrekt op een moment dat het eigen vermogen van de vennootschap eigenlijk uitgebreid had moeten worden volgens de regels van goed koopmansgebruik, rechtens wordt behandeld als ware het kapitaal. Een dergelijke regel vloeit naar de heersende rechtsopvatting ook niet voort uit de door de aandeelhouder jegens de vennootschap in acht te nemen redelijkheid en billijkheid als bedoeld in artikel 2:8 BW of uit de maatschappelijke zorgvuldigheid als bedoeld in artikel 6:162 BW.”

23 Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293 (*Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.*), r.o. 3.13.

24 Rb. Amsterdam 17 december 2008, *JOR* 2009/171 (*One.Tel/Bink q.q.*).

De rechtbank wees vervolgens op de mogelijkheid dat de kredietverstrekking door *One.Tel* onrechtmatig was geweest jegens de crediteuren van *Leteno*.²⁵ De curator had daaromtrent echter niets gesteld.

20.4 Achterstelling van alle aandeelhoudersleningen?

20.4.1 *Is er een normatieve relatie tussen winstdeling en verschaffing van risicodragend kapitaal?*

In het licht van de hiervoor besproken literatuur en rechtspraak is het mijns inziens zeer de vraag of naar huidig recht (buiten-contractuele) achterstelling van een aandeelhouderslening kan worden aangenomen, al dan niet vanwege het feit dat een lening door een aandeelhouder ten tijde van een crisis is verstrekt. Onduidelijk is ook op basis van welke argumenten een aandeelhouderslening zou moeten worden achtergesteld terwijl een contractuele basis daarvoor ontbreekt. Wat rechtvaardigt dat voorbij wordt gegaan aan het beginsel van contractsvrijheid van de aandeelhouder en de vennootschap? Dat iemand crediteur is van de vennootschap waarin hij aandelen houdt, is op zichzelf niet in strijd met de redelijkheid en billijkheid of onrechtmatig. Zo heeft niemand de stelling willen betrekken dat het onwenselijk is dat iemand met een aandeel in een beursgenoteerde vennootschap tevens een door deze vennootschap uitgegeven obligatie houdt. Het samenvallen van het aandeelhouderschap met de hoedanigheid van schuldeiser is op zich naar zijn aard niet problematisch.

Engert heeft er zelfs op gewezen dat vanuit rechtseconomisch perspectief de vennootschap het meest gediend is bij (controleerende) aandeelhouders die vijftig procent van hun investering als eigen vermogen inbrengen, en vijftig procent vreemd vermogen verstrekken. Hierdoor zou voor de aandeelhouder de rationele prikkel bestaan om op ondernemingsbeleid aan te sturen dat de belangen van de aandeelhouders en de belangen van de crediteuren in gelijke mate bevordert, en daarmee het zelfstandige belang van de onderneming het beste dient.²⁶

Aan sommige betogen voor de achterstelling van aandeelhoudersleningen lijkt de gedachte ten grondslag te liggen dat er een normatieve relatie bestaat tussen

25 De rechtbank overwoog dat “[z]owel het passief toelaten dat de verliesgevende exploitatie van de dochter wordt voortgezet als het actief bevorderen dat de exploitatie wordt voortgezet door een nieuw krediet aan de dochter te verstrekken” onrechtmatig kon zijn jegens de gezamenlijke crediteuren. Zoals in hoofdstuk 19 is besproken, handelt een aandeelhouder in dat geval (in beginsel) onrechtmatig jegens de crediteuren waarvan de vordering na een zeker peilmoment dateert.

26 Engert 2004, p. 840.

winstdeling en het verschaffen van risicodragend kapitaal;²⁷ de aandeelhouder heeft recht op de winst *omdat* hij risicodragend kapitaal verstrekt en daarom geldt tevens het omgekeerde: de aandeelhouder *dient* risicodragend kapitaal te verstrekken *omdat* hij recht heeft op de winst. Ik vraag mij af in hoeverre deze notie hout snijdt. Sinds oktober 2012 staat het de aandeelhouder in beginsel vrij de BV op te richten zonder enig risicodragend (eigen) vermogen. Mijns inziens hangt het winstrecht van de aandeelhouder, net als zijn zeggenschapsrechten, primair samen met zijn hoedanigheid van '(mede)eigenaar' van de vennootschap. De aandeelhouder is eigenaar omdat hij bij oprichting aandelen heeft genomen of omdat hij op een later moment de aandelen onder algemene of bijzondere titel heeft verworven. Hij is de 'architect' van de door de vennootschap gedreven onderneming, of hij heeft op enig moment het potentieel van de vennootschap ingezien en daarom meer voor de aandelen betaald dan andere partijen. Hij is kortom in materiële zin de eigenaar van de vennootschap geworden en om die reden strijkt hij de winst op.

Het is in dit verband van belang om te wijzen op een belangrijk verschil tussen de Duitse en Amerikaanse achterstellingsregelingen. In Duitsland worden sinds de invoering van het *MoMiG* alle leningen van aandeelhouders achtergesteld.²⁸ In hoofdstuk 14 is geconcludeerd dat de ratio achter deze absolute regel niet helder is en dat hij daarom aan kritiek bloot staat. Kennelijk gaat het Duitse recht uit van de (normatieve) notie dat aandeelhouders de vennootschap (uitsluitend) dienen te financieren met risicodragend vermogen. Aan de Amerikaanse achterstellingsregeling ligt een geheel andere gedachte ten grondslag.²⁹ Voor achterstelling op grond van § 510 *Bankruptcy Code* is vereist dat de aandeelhouder zich schuldig heeft gemaakt aan *inequitable conduct*. De achterstelling dient ertoe het dientengevolge door de crediteuren geleden nadeel ongedaan te maken. Dat achter de Amerikaanse regeling geen notie van *Finanzierungsverantwortung* van aandeelhouders schuilt, blijkt ook uit het gegeven dat niet alleen vorderingen van aandeelhouders voor achterstelling in aanmerking komen, maar ook *claims* van andere *insiders*. Een absolute achterstelling van alle vorderingen van aandeelhouders is door het Amerikaanse Congres uitdrukkelijk van de hand gewezen.³⁰

27 Zie bijvoorbeeld De Weijts 2010a, p. 31: "Er bestaat, als gezegd, een evenwicht bij de financiering van kapitaalvennootschappen. De aandeelhouders zijn gerechtigd tot het *upside* potentieel van de vennootschap, maar delen niet in het *downside* scenario. Schuldeisers delen daarbij niet in het *upside* potentieel, maar dienen als eerste te worden voldaan in een *downside scenario*. Dit evenwicht kan men als een beschrijvende analyse opvatten van hoe investeringen in vennootschappen normaliter plaatsvinden en wie wanneer wat krijgt. Men kan dit evenwicht echter ook als een *normatief evenwicht* beschouwen. Indien men dit evenwicht meer normatief benadert, kan het evenwicht een toetsingskader vormen voor handelingen die een inbreuk op dit evenwicht vormen."

28 Mits de aandeelhouder meer dan 10 procent van de aandelen in het kapitaal van de vennootschap houdt, zie par. 14.3.6.

29 Zo ook Cahn 2006, p. 293.

30 Zie par. 8.4.1.

Bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen dienen mijns inziens gerechtvaardigd te worden. Nu een heldere rechtvaardiging voor een absolute achterstelling van alle aandeelhoudersleningen ontbreekt, is de introductie van een daartoe strekkende regeling ongewenst. Een categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen past daarnaast niet binnen een flexibel vennootschapsrecht, dat nu juist afstand tracht te nemen van absoluut geformuleerde *ex ante* normering, vanwege de in hoofdstuk 3 beschreven bezwaren.

20.4.2 Aandeelhoudersleningen als ‘informeel kapitaal’: een cirkelredenering

De in voornoemde rechtspraak geformuleerde notie dat een aandeelhouderslening moet worden achtergesteld omdat deze (onder bepaalde omstandigheden) kwalificeert als ‘informeel kapitaal’, kan evenmin overtuigen. Ten eerste wordt hiermee het onderscheid tussen een achtergestelde vordering en kapitaal miskend; als de rechter vaststelt dat de aandeelhouder geen vreemd vermogen aan de vennootschap heeft verstrekt maar kapitaal heeft gestort, komt men aan achterstelling in het geheel niet toe. In dat geval ontbreekt een vordering die kan worden achtergesteld; uit hoofde van zijn kapitaalstorting heeft de aandeelhouder uitsluitend recht op het restant ex art. 2:23b BW.³¹

De kwalificatie van aandeelhoudersleningen als informeel kapitaal sluit aan bij het Amerikaanse leerstuk van *recharacterization*, op basis waarvan rechters met oog op ‘de ware aard’ van de financiële inbreng, aandeelhoudersleningen aanmerken als kapitaal.³² In hoofdstuk 8 is geconcludeerd dat de toepassing van dit leerstuk in de VS omstreden is, nu geen consensus bestaat over de omstandigheden die aanleiding zouden moeten geven tot herkwalificatie. Als er onduidelijkheid bestaat over de juridische status van de betaling van de aandeelhouder aan de vennootschap, moet in Nederland op basis van het *Haviltex*-criterium aan de hand van de omstandigheden van het geval worden beoordeeld of partijen beoogden eigen vermogen of vreemd vermogen in te brengen.³³ Het Hof ‘s-Hertogenbosch heeft in 2011 een aantal relevante omstandigheden geformuleerd die hierbij van belang kunnen zijn.³⁴ In de zaken *Carrier 1* en *Ambacht* bestond echter tussen partijen geen discussie over de juridische vorm van de gefourneerde middelen; partijen hadden uitdrukkelijk beoogd een kredietovereenkomst aan te gaan. Door in een dergelijk geval de aandeelhouderslening achter te stellen op grond van het argument dat deze

31 Vgl. Herzog & Schweibel 1961, p. 93 en Orval & De Groot 2011, p. 104.

32 Zie par. 8.8.

33 Vgl. HR 18 oktober 2002, *JOR* 2002/234 (*Buter q.q. en Tiethoff q.q./Besix en SVC De Vliert*).

34 Hof ‘s-Hertogenbosch 13 september 2011, *LJN* BV2214, r.o. 3.3.3. Het hof acht onder meer van belang of er schriftelijke overeenkomsten zijn, of de bedragen zijn gestort door de aandeelhouders van de vennootschap, onder welke titel naar de stortingen wordt verwezen in de correspondentie van de vennootschap en hoe de storting is verwerkt in de jaarrekening.

kwalificeert als ‘informeel kapitaal’, bedient de rechter zich van een cirkelredenering. De kernvraag blijft daarmee immers onbeantwoord: *waarom* dient de aandeelhouderslening te worden aangemerkt als informeel kapitaal, en dus te worden achtergesteld?

20.4.3 Creëren aandeelhoudersleningen bijzondere risico's?

Bovengenoemde kanttekeningen nemen niet weg dat financiering met aandeelhoudersleningen mogelijk bijzondere risico's voor crediteuren meebrengt, waaraan het algemene civiele normenkader onvoldoende tegemoet komt. Voor zover deze risico's bestaan, moet worden gezien in hoeverre de achterstelling van een aandeelhouderslening deze risico's mitigeert, waarbij tevens aandacht moet worden besteed aan de eventuele nadelige neveneffecten daarvan. Hierna zal daarom worden ingegaan op drie risico's die inherent zijn aan de financiering met aandeelhoudersleningen, die in de juridische literatuur regelmatig worden aangevoerd ter rechtvaardiging van de regel dat de vorderingen van aandeelhouders (onder bepaalde omstandigheden) moeten worden achtergesteld.

20.5 Misbruik van wetenschap uit hoofde insider positie?

20.5.1 Ongeoorloofde betalingen geen rechtvaardiging voor achterstelling

In de Amerikaanse, Duitse en Nederlandse literatuur is gewezen op het risico dat een aandeelhouder van zijn informatievoorsprong en invloed gebruik maakt om zijn lening aan de vennootschap te doen aflossen als haar faillissement dreigt. Hoewel dit een reëel gevaar is, kan dat de achterstelling van aandeelhoudersleningen niet rechtvaardigen. Ten eerste betreft het hier niet een probleem dat uitsluitend opgeld doet bij financiering door aandeelhouders; ook derden – zoals banken – kunnen vanwege hun wetenschap en invloed op het bestuur de door hen verstrekte leningen doen terugbetalen als zij een deconfiture voorzien. Daarnaast houdt de schade die de crediteuren door dergelijke betalingen lijden, geen verband met de omvang van de aandeelhouderslening. Achterstelling van de aandeelhouderslening is voor deze ongeoorloofde betalingen daarom geen passende sanctie.

20.5.2 Normering van betalingen op aandeelhoudersleningen vóór faillissement

Vanwege het hiervoor geschetste risico staan in Duitsland alle betalingen op aandeelhoudersleningen die binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag zijn geschied, bloot aan vernietiging door de curator. De Duitse wetgever kiest uitdrukkelijk voor een zeer absolute normering van deze “*fragwürdige*” betalingen.³⁵ Ook het Amerikaanse recht voorziet in een bijzondere, zij het genuanceerdere, regeling

³⁵ Zie par. 14.3.3.

inzake betalingen aan *insiders* die binnen een jaar voor het faillissement van de vennootschap zijn verricht.³⁶ Alleen de betalingen die plaatsvonden op het moment dat de vennootschap insolvent was, komen voor aantasting in aanmerking. Als de betaling geschiedde in de '*ordinary course of business*' of de aandeelhouder daarvoor een gelijkwaardige tegenprestatie leverde, geldt dat echter niet.

Onder het Nederlandse recht worden crediteuren mijns inziens voldoende beschermd tegen ongeoorloofde betalingen op aandeelhoudersleningen door de leerstukken van de onrechtmatige daad en de faillissementspauliana. In het vorige hoofdstuk is besproken dat betalingen op risicodragende aandeelhoudersleningen kwalificeren als een onrechtmatige daad van de aandeelhouder indien hij ernstig rekening moest houden met een tekort, en dat betalingen op reguliere aandeelhoudersleningen als onrechtmatig kunnen worden aangemerkt indien de aandeelhouder wist of behoorde te weten dat de vennootschap zou failleren.³⁷ Aan de onrechtmatigheid van de betaling hoeft niet in de weg te staan dat deze verplicht werd verricht. Daarnaast staan dergelijke betalingen aan vernietiging bloot op grond van de pauliana. Als een betaling op een aandeelhouderslening voor faillissement onverplicht is verricht, wordt de curator in belangrijke mate geholpen door de bewijsvermoedens van art. 43 Fw.³⁸ Op grond van de pauliana of de onrechtmatige daad kan het daadwerkelijke nadeel dat door de betaling is ontstaan, ongedaan worden gemaakt.

Zo oordeelde de Rechtbank Den Haag in 2013 dat de controlerende aandeelhouder van een BV onrechtmatig had gehandeld, omdat de vennootschap in de periode van een half jaar voor haar faillissement een aantal omvangrijke betalingen had gedaan op een aandeelhouderslening.³⁹ Dat de lening opeisbaar was en de betalingen daarom niet voor vernietiging in aanmerking kwamen op grond van art. 42 Fw, stond niet aan aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW in de weg.⁴⁰

20.6 Ten tijde van onderkapitalisatie verstrekte aandeelhoudersleningen?

20.6.1 Inefficiënte reddingsoperaties

Een tweede risico dat de achterstelling van een aandeelhouderslening zou rechtvaardigen, doet zich voor als de lening wordt verstrekt op een moment dat de vennootschap zich in financieel zwaar weer bevindt. Daarvan zou sprake zijn als een

³⁶ Zie par. 8.9.

³⁷ Zie par. 19.5 en par. 19.6.

³⁸ Zie par. 18.2.2.2.

³⁹ Rb. Den Haag 9 januari 2013, *JOR* 2013/96 (*Berntsen q.q./Van Noorden*).

⁴⁰ Een bijzondere omstandigheid in deze zaak was mijns inziens dat de vordering van de aandeelhouder voortvloeide uit een eerder genomen dividendbesluit dat niet betaalbaar was gesteld, maar in rekening-courant was geboekt.

onafhankelijke derde niet bereid was geweest de onderneming krediet te verlenen. Onder het Duitse recht van vóór de herziening van 2008 werden uitsluitend aandeelhoudersleningen achtergesteld die op dit moment waren verstrekt (of niet waren opgeëist).⁴¹ Ook in Amerika kan het gegeven dat de aandeelhouder krediet heeft verstrekt op het moment dat de vennootschap ondergekapitaliseerd was, bijdragen aan het oordeel dat achterstelling gerechtvaardigd is.⁴² Een vergelijkbare gedachte klinkt tevens door in de hiervoor besproken Nederlandse rechtspraak inzake *Carrier 1* en *Ambacht*.

Het gegeven dat de vennootschap ten tijde van de financiering ondergekapitaliseerd was, kan op zichzelf echter nog niet rechtvaardigen dat de aandeelhouderslening wordt achtergesteld. Het begrip ‘onderkapitalisatie’ wordt in deze gevallen gebruikt als een feitelijk, objectief begrip, waarin tot uitdrukking komt dat de vennootschap een tekort aan financiering had, ongeacht de oorzaak daarvan (zie hierover par. 19.4). Van het bestaan van deze onderkapitalisatie wordt de aandeelhouder dus geen verwijt gemaakt. Dat de aandeelhouder – ondanks dat hij daartoe niet gehouden is – met oog op zijn eigen belang bereid blijkt om de vennootschap toch additionele financiering te verstrekken, betekent juist een extra kans op ‘overleving’ voor de vennootschap die zij anders niet zou hebben gehad.

De rechtvaardiging van de achterstelling moet daarom worden gezocht in het risico dat de aandeelhouder, door de lening te verstrekken, de vennootschap in staat stelt haar activiteiten voort te zetten, terwijl het in het belang van de crediteuren zou zijn geweest om de activiteiten te staken. Omdat aandeelhouders aanspraak maken op het ongelimiteerde winstpotentieel, kan voor hen een rationele stimulans bestaan om ‘nog een gokje te wagen’, terwijl het belang van de crediteuren ertoe noopt het faillissement aan te vragen.⁴³ Als het eigen vermogen van de vennootschap is verdampt, zijn de aandeelhouders economisch uitgespeeld en gokken zij *de facto* met het geld van de schuldeisers; en als gegokt wordt met andermans geld, worden niet zelden onredelijk grote risico’s genomen.⁴⁴ Door de aandeelhouderslening in faillissement te behandelen als risicodragend kapitaal, zou bewerkstelligd worden dat aandeelhouders een efficiëntere keuze maken als zij voor de vraag staan of zij de vennootschap zullen financieren of op haar faillissement zullen aansturen, zo luidt de redenering.

Uit rechtseconomisch onderzoek blijkt echter dat deze argumentatie twijfelachtig is.⁴⁵ Achterstelling voorkomt niet alle reddingsoperaties met een (in objectieve zin) negatieve waarde, en staat soms juist wel in de weg aan reddingsoperaties met een

41 Zie par. 14.2.

42 Zie par. 8.5.

43 Zie par. 3.4.3 over *gambling for resurrection*.

44 “Ist das Eigenkapital vollständig aufgezehrt (oder sogar negativ), dann spielen die Gesellschafter ausschließlich mit fremdem Geld.” (Engert 2004, p. 824).

45 Zie Engert 2004, Gelter 2005, Skeel & Krause-Vilmar 2006 en Muro 2007.

(in objectieve zin) positieve waarde.⁴⁶ Dit komt onder meer omdat het effect van achterstelling op de bereidheid van een rationele aandeelhouder om de vennootschap te financieren, beperkt is. Door de achterstelling verandert het negatieve risico voor de aandeelhouder immers van een concurrente vordering in het faillissement van de vennootschap in een achtergestelde vordering. Zoals aangegeven wordt op een concurrente vordering in faillissement doorgaans weinig uitgekeerd, zodat het verschil een beperkte rol speelt in de risicoanalyse van de aandeelhouder.

Gelter overweegt dienaangaande: “*Some undesirable rescue attempts will still take place, because shareholders, whether there is subordination or not, will not internalize all social costs, the deterrent effect of subordination being too small.*”⁴⁷ Cahn concludeert: “*Thus, there seems to be no substantial difference between a shareholder providing additional equity or credit if a company is in distress. In both cases the corporation is provided with funds that enable it to continue its operations, and in both cases the shareholders seem to take substantially similar risks.*”⁴⁸

Hier komt bij dat de onrechtmatige daad al aanzienlijke bescherming biedt aan crediteuren tegen het risico dat een kansloze onderneming wordt voortgezet.⁴⁹ Aandeelhouders (en overigens ook bestuurders) lopen het risico aansprakelijk te worden gehouden jegens de nieuwe crediteuren van de vennootschap als zij de activiteiten voortzetten terwijl een reële overlevingskans ontbreekt. De omvang van deze potentiële schadevergoedingsverplichting is in de regel aanzienlijk groter dan het nadeel dat voor de aandeelhouder voortvloeit uit achterstelling van de door hem verstrekte reddingsfinanciering en heeft daarom een grotere invloed op zijn bereidheid om inefficiënte reddingsoperaties te financieren dan een achterstellingsregeling zou hebben. De huidige Nederlandse normering van aandeelhoudersleningen die zijn verstrekt ten tijde van een crisis lijkt kortom een efficiëntere risicoallocatie te bewerkstelligen dan een achterstellingsregeling.⁵⁰

Dat een aandeelhouder bereid is de vennootschap van additionele financiering te voorzien terwijl een onafhankelijke derde daartoe niet bereid is, impliceert daarnaast niet noodzakelijkerwijs dat de crediteuren beter af zijn als direct het faillissement van de vennootschap wordt aangevraagd. Het is goed mogelijk dat de aandeelhouder vanwege zijn nauwe betrokkenheid bij de vennootschap beter dan een derde in staat is de kans op succes van de reddingspoging te beoordelen. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat vanwege de penibele situatie waarin de vennootschap verkeert,

⁴⁶ Een reddingsoperatie is volgens Gelter efficiënt als de totale verwachte waarde van de investering, verminderd met het bedrag van de investering, groter is dan het bedrag dat zonder de investering in insolventie zou resteren (Gelter 2005, p. 11).

⁴⁷ Gelter 2005, p. 33.

⁴⁸ Cahn 2006, p. 296.

⁴⁹ Zie daarover par. 19.3.1 en par. 19.7.

⁵⁰ Vgl. Gelter 2005, p. 33-34.

er simpelweg onvoldoende tijd is om met derden in onderhandeling te treden over een noodkrediet en de daarvoor noodzakelijke *due diligence* te verrichten.

Muro heeft hierover opgemerkt: “[T]he shareholder may very well be the cheapest and, perhaps, only available lender. Market imperfections generate a gap in the cost between internal and external financing, which may arise out of adverse selection (i.e., asymmetric information about the quality or riskiness of an investment) or moral hazard (i.e., the presence of incentive problems and costly monitoring). Therefore, external financing costs may very well be prohibitive.”⁵¹

20.6.2 Reddingsfinanciering tegen zekerheden

De juridische en rechtseconomische literatuur is in het bijzonder kritisch over de mogelijkheid van aandeelhouders om zekerheden te bedingen voor het door hen aan de vennootschap verstrekte krediet. Een keur aan (Duitse en Amerikaanse) auteurs stelt zich op het standpunt dat zekerheden van aandeelhouders in faillissement simpelweg geen werking zouden moeten hebben, nu deze een pervers effect hebben op de *risk incentive* van aandeelhouders.⁵² Zolang de zekerheden de gefourneerde additionele middelen volledig dekken, kan de aandeelhouder immers ‘risicovrij’ een gokje wagen; pakt dat goed uit, dan stijgen zijn aandelen in waarde, pakt het anders uit, dan wint de aandeelhouder zijn zekerheden uit en verliest hij niet meer dan hij verloren zou hebben als de vennootschap direct was geliquideerd. Doordat de aandeelhouder dus in het geheel niet participeert in het neerwaartse risico dat uit voortzetting van de activiteiten voortvloeit, zal hij (ook) bereid zijn tot inefficiënte reddingspogingen; dat wil zeggen, reddingspogingen die (in objectieve zin) een negatieve verwachte waarde hebben.

Skeel en Krause-Vilmar overwegen dienaangaande: “More serious and pervasive is the risk that the secured shareholder loan will prolong the travails of a troubled company at the expense of its creditors. Lending on a collateralized basis enables a shareholder to have her cake and eat it too: to keep the hope of a turnaround alive, while using a security interest to limit her exposure under the new loan. The risk that this will simply delay the failure of an unviable company, and that value will be destroyed in the interim, is so high, in our view, that it calls for a per se response: courts should automatically disallow the shareholder’s security interest and treat the loan as a general, unsecured claim.”⁵³

⁵¹ Muro 2007, p. 409.

⁵² Zie Verse 2008, Cahn 2006, p. 298-299, Skeel & Krause-Vilmar 2006, p. 271-274 en Engert 2004, p. 830-831.

⁵³ Skeel & Krause-Vilmar 2006, p. 273.

Hier kan worden tegen ingebracht dat in de praktijk de aandeelhouder het negatieve risico dat verbonden is aan de additionele financiering meestal niet volledig zal kunnen elimineren. Ten eerste zal een vennootschap in financiële problemen doorgaans slechts in geringe mate over niet met (eerder verstrekte) zekerheden belaste activa beschikken. Daarnaast daalt de waarde van de activa aanzienlijk als de vennootschap faillieert, nu de liquidatiewaarde immers lager ligt dan de *going concern* waarde. Het valt daarom te betwijfelen of in de praktijk aandeelhouders door zekerheden gedekte financiering zullen verstrekken als een redelijke kans op succes ontbreekt.⁵⁴

Bovendien speelt de onrechtmatige daad in dit geval dezelfde rol als hiervoor aangegeven. De aandeelhouder die voortzetting van de activiteiten van de vennootschap faciliteert door haar krediet te verstrekken, loopt het risico onrechtmatig te handelen jegens de crediteuren als een rechter achteraf oordeelt dat een reële overlevingskans ontbrak.⁵⁵ Tot slot moet de aandeelhouder er in dat geval tevens rekening mee houden dat de zekerheden die in het kader van de reddingspoging zijn gevestigd met een beroep op de pauliana worden vernietigd. Sinds de drie arresten van de Hoge Raad inzake *ABN Amro/Van Dooren q.q.* is dit risico geenszins denkbeeldig.⁵⁶

De hiervoor geschetste problematiek speelt overigens niet uitsluitend bij aandeelhoudersleningen, maar doet zich ook voor als een derde met een ongesecureerde vordering op de vennootschap additionele financiering verstrekt en daarvoor (dekkende) zekerheden krijgt. Voor de huisbank met een blootstelling op de vennootschap, bestaat dezelfde rationele prikkel om een gok op de goede afloop te wagen als die gok geen risico's voor de bank meebrengt.

Kortom, in plaats van een categorische achterstelling van alle aandeelhoudersleningen verstrekt in crisistijd, of van een algemeen verbod op aandeelhouderszekerheden, moeten inefficiënte reddingsoperaties worden voorkomen met (de dreiging van) de onrechtmatige daad en de (faillissements)pauliana. Laatstgenoemde leerstukken steunen op open normen die de rechter in staat stellen om achteraf te beoordelen of een reddingspoging een redelijke kans van slagen had.

⁵⁴ Vgl. de kritische reactie van Muro op het betoog van Skeel & Kraus-Vilmar: “Overall, I find it is extremely unclear a priori whether a rational shareholder will decide if it is worth lending to the bankrupt firm. Empirical evidence is needed to help with estimations. Until then, case-by-case analysis will be very important. Hence, a per se rule as proposed in RNC will not necessarily follow.” (Muro 2007, p. 408).

⁵⁵ Zie par. 19.7.

⁵⁶ Zie hierover (kritisch) Hekman & De Koning Gans 2012.

20.7 Nominale onderkapitalisatie bij oprichting?

Aandeelhouders kunnen de vennootschap niet alleen leningen verstrekken in het kader van een reddingsoperatie, maar ook reeds bij de oprichting van de vennootschap of de aanvang van haar activiteiten. In hoofdstuk 19 is betoogd dat aandeelhouders daarbij aansprakelijk kunnen zijn op grond van onrechtmatige daad indien zij een financiële structuur in het leven roepen die voorzienbaar zal leiden tot continuïteitsproblemen.⁵⁷ Hiervan kan sprake zijn als de renteverplichtingen van de verstrekte leningen te zwaar drukken op de kasstromen en/of de solvabiliteit van de vennootschap, of het vermogen onvoldoende is om de verwezenlijking van voorzienbare toekomstige risico's op te vangen.

Een lastiger kwestie betreft mijns inziens de situatie waarin de financiering van de vennootschap weliswaar adequaat is, maar *reeds bij oprichting of aanvang van de activiteiten* vrijwel het *gehele* ondernemingsrisico voor rekening van de ongesecureerde crediteuren zal komen, *indien* de vennootschap zal failleren. Deze situatie doet zich voor als de aandeelhouder de vennootschap voldoende vermogen verstrekt om haar activiteiten te ontplooiën en eventuele tegenvallers op te vangen, maar zijn investering vormgeeft als een door zekerheden gedekte lening, waarover de vennootschap geen rente verschuldigd is en die pas bij liquidatie van de vennootschap hoeft te worden afgelost. De kans dat de vennootschap zal failleren is in dat geval gelijk aan de situatie waarin de aandeelhouder had gekozen voor de storting van kapitaal. Bij deze wijze van financieren worden de crediteuren niet blootgesteld aan een onredelijk faillissementsrisico, maar is het nadeel voor de crediteuren gelegen in het feit dat de aandeelhouder zijn eigen *exposure* ten nadele van de crediteuren heeft beperkt;⁵⁸ de Duitsers spreken van nominale onderkapitalisatie.⁵⁹

Als het faillissement van de vennootschap geenszins te verwachten is op het moment dat deze financiële structuur in het leven wordt geroepen, zullen de leningen op grond van de eerder besproken doorbraak-jurisprudentie waarschijnlijk niet als onrechtmatig kwalificeren, en zullen de zekerheden die ten behoeve van de aandeelhouder zijn gevestigd evenmin met een beroep op de pauliana kunnen worden vernietigd.

⁵⁷ Zie par. 19.8.

⁵⁸ Het risico van crediteuren en aandeelhouders kan als volgt worden weergegeven: $R(\text{risico}) = K$ (de kans op faillissement) $\times E$ (de *exposure* in faillissement). De aandeelhouder wordt in de hier bedoelde situatie niet verweten dat de K te groot was, maar dat hij zijn E te klein heeft gehouden. Aldus ook F.B. Corpeleijn, in zijn (niet gepubliceerde) masterscriptie 'Risky Business. Over de (grenzen aan) risicoafwenteling bij kapitaalvennootschappen en de normering van aandeelhoudersleningen', UvA 24 april 2013.

⁵⁹ Zie 15.4.

Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam in de *Shato*-zaak.⁶⁰ De meerderheidsaandeelhouder had in dat geval reeds in de oprichtingsfase een omvangrijk krediet verstrekt aan de BV. In dat kader had de BV al haar huidige en toekomstige activa aan de grootaandeelhouder verpand. De BV faillieerde vijf maanden na haar oprichting en had gedurende haar korte bestaan constant een negatief eigen vermogen gehad en nooit winst gemaakt. De curator sprak de meerderheidsaandeelhouder (onder andere) aan op grond van onrechtmatige daad voor het faillissementstekort en legde aan zijn vordering ten grondslag dat de meerderheidsaandeelhouder “de bedrijfsactiviteiten van [de BV] geheel met vreemd vermogen [had] gefinancierd en daartegenover alle activa van [de BV] aan zichzelf [had] doen verpanden”. Zodoende zou de meerderheidsaandeelhouder, “wetende dat [de BV] bij insolventie geen enkel verhaal zou bieden, welbewust het gehele ondernemersrisico op de schuldeisers van [de BV] [hebben] afgewenteld”.⁶¹ De curator verwees daarbij naar het *Osby*-arrest.⁶² De rechtbank overwoog echter dat “[d]e te beantwoorden vraag [was] of [de aandeelhouder] ten tijde van het verstrekken van de lening en het krediet en het vestigen van de zekerheden [...] wist of behoorde te voorzien dat nieuwe schuldeisers van [de BV] bij gebreke van verhaal zouden worden benadeeld”. Of die benadeling voorzienbaar was, was volgens de rechtbank “afhankelijk van de vraag of op dat moment voor [de aandeelhouder] reeds voorzienbaar was dat [de BV] niet aan haar betalingsverplichtingen zou kunnen blijven voldoen”.⁶³ Nu ten tijde van het verstrekken van de financiering en het vestigen van de zekerheden een tekort nog niet voorzienbaar was, oordeelde de rechtbank dat van onrechtmatig handelen geen sprake was geweest.

Men kan zich de vraag stellen of het redelijk is dat een aandeelhouder op deze manier al bij aanvang van de activiteiten vrijwel het gehele ondernemingsrisico afwentelt op de crediteuren. Is het de aandeelhouder toegestaan om zijn *exposure* in faillissement tot het minimum terug te brengen, zolang het faillissementsrisico acceptabel is? Bij de introductie van het minimumkapitaal is door de Commissie Vennootschapsrecht overwogen dat de oprichting van een BV gepaard behoorde te gaan “met de inbreng van een redelijk vermogen in de vennootschap”. De Commissie stelde dat “de BV-vorm niet een middel [mocht] worden om het risico van het ondernemershandelen geheel af te wentelen op de schuldeisers” (onderstr. JB).⁶⁴ Heeft deze notie nog enige betekenis onder het huidige BV-recht, of is daarvan volledig afstand genomen door de afschaffing van het minimumkapitaal in 2012?

60 Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shato Beheer*).

61 Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shato Beheer*), r.o. 3.3.

62 HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

63 Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shato Beheer*), r.o. 4.17.

64 *Kamerstukken II* 1974/75, 13 483, nr. 4 (Bijlage advies Comm. Vennootschapsrecht), p. 16 (zie par. 16.7.3).

Ik acht verdedigbaar dat in faillissement een rechter – bij een evidente wanverhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen – kan oordelen dat een deel van de inbreng van de aandeelhouder had moeten worden ingebracht als risicodragend vermogen, en de aandeelhouder daarom onrechtmatig heeft gehandeld door dit deel als een lening aan de vennootschap ter beschikking te stellen. De schade van de gezamenlijke crediteuren door deze vorm van nominale onderkapitalisatie bestaat er in dat geval in dat de aandeelhouder nu meedeelt in de opbrengst van de boedel, terwijl hij dat niet had gedaan als hij het vermogen als kapitaal had ingebracht. Voor dit verschil is de aandeelhouder aansprakelijk jegens de gezamenlijke crediteuren op grond van art. 6:162 BW. Deze benadering verdient mijns inziens de voorkeur boven een achterstelling van de aandeelhouderslening, nu hierdoor de rechter – via de weg van de schadevergoeding – de lening materieel kan achterstellen voor uitsluitend dat deel dat de aandeelhouder als risicodragend kapitaal ter beschikking had moeten stellen.

20.8 De achterstellingsrechtspraak in het licht van de onrechtmatige daad

Dat de onrechtmatige daad voldoende bescherming biedt tegen de risico's die inherent zijn aan financiering met aandeelhoudersleningen, kan worden geïllustreerd aan de hand van de in par. 3 besproken rechtspraak. Zo was *Carrier 1* vanaf haar oprichting steeds verlieslatend geweest. Als ten tijde van oprichting redelijkerwijs voorzienbaar was dat het eigen vermogen van de vennootschap onvoldoende zou zijn om de verliezen op te vangen, handelde de aandeelhouder onrechtmatig. Ook als op het moment van oprichting een tekort niet voorzienbaar was, is goed denkbaar dat op een later moment voorzienbaar moest zijn geweest dat voortzetting van de onderneming uitsluitend mogelijk zou zijn dankzij duurzame financiering door de moedervennootschap. Hetzelfde geldt voor de zaken *Ambacht* en *One.Tel*. In de *One.Tel*-casus was *Leteno* vanaf haar oprichting verlieslatend geweest, terwijl zij gefinancierd was met 18.000 euro kapitaal en 65 miljoen euro vreemd vermogen. Een dergelijk extreme wanverhouding tussen het eigen vermogen en het (door de aandeelhouder verstrekte) vreemd vermogen doet ten eerste de vraag rijzen of *Leteno* niet reeds bij haar oprichting (materieel of nominaal) ondergekapitaliseerd was en haar aandeelhouder uit dien hoofde aansprakelijk is jegens de gezamenlijke crediteuren. Als vastgesteld wordt dat *Leteno* uitsluitend kon (voort)bestaan als zij duurzaam door haar moedervennootschap gefinancierd werd, kan sprake zijn van een met de *Comsys*-casus vergelijkbare situatie.⁶⁵ Het is mijns inziens niet zonder betekenis dat de Rechtbank Amsterdam in deze zaak ambtshalve wees op de mogelijke aansprakelijkheid van *One.Tel* op grond van onrechtmatige daad. Het is goed mogelijk dat de curator door op grond van onrechtmatige daad tegen *One.Tel* te ageren een resultaat had kunnen bereiken dat materieel in hoge mate overeen zou komen met (of zelfs verder zou gaan dan) een achterstelling van de vordering

⁶⁵ Zie over de *Comsys*-zaak par. 19.8.5.

van de aandeelhouder. *One.Tel*, en overigens ook *Ambacht* hadden immers nooit winst gemaakt en failleerden kort nadat hun moedervennootschappen waren gefailleerd.

De drie uitspraken bieden onvoldoende informatie om vast te kunnen stellen of aansprakelijkheid van de aandeelhouders daadwerkelijk aan de orde zou kunnen zijn. Maar zij illustreren dat het handelen van de aandeelhouder ter zake van de financiering van de vennootschap goed en genuanceerd kan worden beoordeeld in het kader van een (door de curator of een specifieke crediteur aangespannen) aansprakelijkheidsprocedure en niet in het kader van de renvooiprocedure, waarin over de vordering van de aandeelhouder wordt beslist.

20.9 Conclusie

In de Nederlandse rechtspraak en literatuur bestaat geen consensus over de vraag of aandeelhoudersleningen in faillissement moeten worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren en onder welke omstandigheden dat zou moeten. De dogmatische en economische argumenten die voor een dergelijke regel worden aangevoerd, kunnen niet zonder meer overtuigen. In tegenstelling tot de klassieke Duitse leer en de gedachte die men ook in de Amerikaanse en Nederlandse rechtspraak soms aantreft, bestaat er mijns inziens niet zonder meer een goede grond voor achterstelling van een aandeelhouderslening die is verstrekt op een moment dat de vennootschap – vanwege externe omstandigheden – in zwaar weer verkeerde. De onrechtmatige daad en de faillissementspauliana bieden voldoende waarborgen tegen het risico dat aandeelhouders door het verstrekken van krediet de activiteiten van de vennootschap doen voortzetten terwijl een reële overlevingskans ontbreekt. Hetzelfde geldt voor de aandeelhouder die reeds bij oprichting of aanvang van de activiteiten zijn eigen risico volledig tracht te minimaliseren door feitelijk geen risicodragend vermogen in te brengen. Bij een evidente wanverhouding tussen het eigen vermogen en het door de aandeelhouder ter beschikking gestelde (en door zekerheden gedekte) vreemd vermogen, kan evenzeer grond bestaan voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder op grond van art. 6:162 BW.

HOOFDSTUK 21

SAMENVATTING & CONCLUSIE

21.1 Inleiding

In dit afsluitende hoofdstuk behandel ik eerst kort op welke gronden de financieringsvrijheid van aandeelhouders dient te worden begrensd. Daarna volgt een overzicht van de vier leerstukken die in de Verenigde Staten, Duitsland en Nederland de belangrijkste rol spelen bij de normering van aandeelhoudersfinanciering.¹ Aansluitend worden op basis van een analyse van deze leerstukken tegen de eerder geschetste economische achtergrond, de in de inleiding van dit boek geformuleerde deelvragen beantwoord, en wordt betoogd waar de grenzen liggen van de financieringsvrijheid van aandeelhouders onder Nederlands recht.

21.2 De financieringsvrijheid van aandeelhouders

In dit onderzoek staat de normering van aandeelhoudersfinanciering in besloten verhoudingen centraal. Het uitgangspunt is dat aandeelhouders financieringsvrijheid genieten. Onder de financieringsvrijheid van aandeelhouders versta ik het principe dat aandeelhouders in beginsel de vrijheid hebben om de financiering van de vennootschap naar eigen inzicht vorm te geven: de aandeelhouder kan vrijelijk bepalen hoeveel vermogen hij aan de vennootschap verstrekt, of hij in de vermogensbehoefte van de vennootschap voorziet met eigen vermogen of vreemd vermogen, en of hij tijdens het bestaan van de vennootschap eigen vermogen of vreemd vermogen daaraan onttrekt.

De financieringsvrijheid van de aandeelhouder vindt zijn grens in de gerechtvaardigde belangen van de overige bij de vennootschap betrokken partijen, zoals haar crediteuren en werknemers. De risico's die voortvloeien uit een riskante financieringsstructuur komen immers niet alleen voor rekening van de aandeelhouder, maar worden tevens, en soms met name, gedragen door deze partijen.² Niet alle crediteuren en andere *stakeholders* van de vennootschap zijn in staat om zich te beschermen tegen deze risico's. Professionele crediteuren, zoals banken, kunnen zekerheden bedingen, de financieringsvrijheid contractueel aan banden leggen en

¹ Voor uitgebreidere conclusies over de Amerikaanse en Duitse leerstukken wordt verwezen naar de 'landen-conclusies'; zie voor Amerika hoofdstuk 9 en voor Duitsland hoofdstuk 15.

² Zie hierover nader hoofdstuk 3.

hun risico verdisconteren in de rentevergoeding die de vennootschap over het krediet verschuldigd is. Van handelscrediteuren, werknemers, consumenten en in het bijzonder onvrijwillige schuldeisers kan dat niet zonder meer worden gezegd. Aandeelhouders kunnen daarom de kosten van de door de vennootschap gedreven onderneming tot op zekere hoogte externaliseren naar (bepaalde) schuldeisers van de vennootschap, in het bijzonder indien zij de vennootschap onderkapitaliseren, daaraan vermogen onttrekken of deze extra vreemd vermogen doen aantrekken.

In de aanloop naar de kredietcrisis is gebleken dat aandeelhouders soms op rationele gronden de voorkeur geven aan een (te) risicovolle financieringsstructuur,³ en daarom dient de vraag zich aan hoe het recht grenzen moet stellen aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder. De beperkte aansprakelijkheid strekt er mijns inziens toe aandeelhouders te beschermen tegen de verwezenlijking van het reguliere ondernemingsrisico, evenals tegen de verwezenlijking van bijzondere, onvoorzienbare risico's. Deze hoofdregel heeft echter niet ten doel om het aandeelhouders mogelijk te maken redelijkerwijs voorzienbare kosten op derden af te wentelen. Ik heb daarom betoogd dat onder omstandigheden op aandeelhouders de verantwoordelijkheid kan rusten om de vennootschap bij haar oprichting of wijziging van haar activiteiten adequaat te financieren, inhoudende dat de financiering in een redelijke verhouding staat tot de aard en omvang van de ondernemingsactiviteiten en de daaruit voortvloeiende risico's. Ook mogen aandeelhouders door vermogensonttrekkingen en *leveraging* crediteuren niet blootstellen aan risico's waarop zij redelijkerwijs niet bedacht hoefden te zijn. De normering van aandeelhoudersfinanciering dient kortom te voorkomen dat aandeelhouders redelijkerwijs voorzienbare kosten externaliseren naar de crediteuren en overige *stakeholders* van de vennootschap.

21.3 Vier leerstukken die de financieringsvrijheid normeren

21.3.1 Vennootschapsrechtelijke normering van het kapitaal en uitkeringen

In veel landen is het zwaartepunt van de normering van aandeelhoudersfinanciering verplaatst van absolute kapitaalbeschermingsregels naar open geformuleerde (aansprakelijkheids)normen. Zo ligt in alle drie de onderzochte jurisdicties thans de nadruk op de regulering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, terwijl slechts beperkt eisen worden gesteld aan de inbreng door de aandeelhouders. In alle onderzochte landen dienen uitkeringen aan aandeelhouders in beginsel te voldoen aan een balanstest en (de facto) aan een bedrijfseconomische test.⁴ In Duitsland geldt de strengste balanstest, nu uitkeringen daar slechts zijn toegestaan voor zover

³ Zie hierover nader hoofdstuk 2.

⁴ Zie voor Amerika hoofdstuk 5, voor Duitsland hoofdstuk 11 en voor Nederland hoofdstuk 17.

het eigen vermogen groter is dan het *Stammkapital*. In de meeste Amerikaanse staten geldt de soepelere regel dat het *gehele* eigen vermogen aan de aandeelhouders kan worden uitgekeerd. De Nederlandse regeling, vervat in art. 2:216 BW, is sinds de herziening van 1 oktober 2012 op dit punt het meest flexibel, omdat geen balanstest is voorgeschreven indien wettelijk of statutair voorgeschreven reserves ontbreken, zodat uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen mogelijk is, ook indien winst over het lopende boekjaar ontbreekt.

De tweede, bedrijfseconomische test komt er in alle onderzochte landen kort gezegd op neer dat redelijkerwijs voorzienbaar moet zijn dat na de uitkering de continuïteit van de vennootschap niet in het geding zal komen. Deze test is niet geënt op de jaarrekening van de vennootschap, maar vergt een redelijk oordeel over de mogelijkheid van de vennootschap om in de toekomst aan haar opeisbare verplichtingen te blijven voldoen. De beoordeling dient zich daarbij niet te beperken tot de (geprognosticeerde) liquiditeitspositie van de vennootschap; ook de verwachtingen inzake solvabiliteit, winstmarges en omzet dienen in de analyse te worden betrokken. Het is communis opinio dat deze uitkeringstest vager is en daarom tot meer onzekerheid leidt over de toelaatbaarheid van een uitkering, maar ook dat crediteuren daaraan de meeste bescherming ontnemen.

Het bestuur heeft in alle onderzochte jurisdicties een prominente rol bij uitkeringen aan aandeelhouders; het is voor aandeelhouders niet mogelijk om zonder tussenkomst van het bestuur vermogen aan de vennootschap te onttrekken. Alle onderzochte landen voorzien in een aansprakelijkheidsregeling voor bestuurders die medewerking of goedkeuring verlenen aan een uitkering, terwijl zij wisten of moesten voorzien dat op de uitkering continuïteitsproblemen zouden volgen.

Tevens kent het vennootschapsrecht van de verschillende jurisdicties een restitutieplichting voor aandeelhouders die een ongeoorloofde uitkering hebben ontvangen, zij het dat deze regelingen onderling enigszins verschillen. Zo biedt de Amerikaanse modelwet – de RMBCA – slechts aan aangesproken bestuurders een regresmogelijkheid op de aandeelhouders die de uitkering ontvingen.⁵ In de meeste Amerikaanse staten kunnen aandeelhouders op grond van de vennootschapsrechtelijke bepalingen uitsluitend worden aangesproken indien zij op de hoogte waren van het ongeoorloofde karakter van de uitkering. Op grond van de *common law* regels kunnen echter ook aandeelhouders die *te goeder trouw* een dividend hebben ontvangen tot restitutie worden aangesproken, mits de vennootschap insolvent was op het moment dat de uitkering plaatsvond.⁶

In Duitsland kunnen aandeelhouders op grond van § 31 GmbHG tot restitutie worden aangesproken indien de uitkering in strijd met de kapitaalbeschermingsregels is geschied.⁷ Deze restitutieplicht geldt ook voor de aandeelhouder die te goeder trouw het dividend heeft ontvangen. Het *GmbH-Gesetz* voorziet tevens in

⁵ Zie par. 5.7.1.

⁶ Zie par. 5.7.2.

⁷ Zie par. 11.8.

een subsidiaire aansprakelijkheid van aandeelhouders voor de uitkeringen aan hun medeaandeelhouders, indien verhaal op die medeaandeelhouders niet mogelijk blijkt.

Op grond van de Nederlandse uitkeringsregeling in art. 2:216 lid 3 BW kunnen aandeelhouders die een uitkering ontvingen terwijl zij wisten of behoorden te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zou kunnen voortgaan met betaling van haar opeisbare verplichtingen, door de vennootschap worden aangesproken tot vergoeding van het tekort dat door de uitkering is ontstaan, voor ten hoogste het bedrag of de waarde van de door de aandeelhouder ontvangen uitkering, vermeerderd met de wettelijke rente vanaf de dag van de uitkering.⁸ Hoewel op grond van de regeling zoals die aanvankelijk werd voorgesteld in het ambtelijk voorontwerp van de wet Flex-BV ook de aandeelhouder te goeder trouw tot restitutie kon worden aangesproken, voorziet art. 2:216 BW dus niet in een aansprakelijkheid van de aandeelhouder te goeder trouw.

21.3.2 Insolventierechtelijke grenzen aan vermogensonttrekkingen

De financieringsvrijheid van aandeelhouders wordt niet alleen genormeerd door regels van vennootschapsrecht, ook het insolventierecht stelt daaraan grenzen. Met een beroep op insolventierechtelijke bepalingen kan een curator soms een vermogensonttrekking door een aandeelhouder aanvechten. De insolventierechtelijke leerstukken die ertoe strekken benadelende transacties ongedaan te maken, zijn daarom een functioneel equivalent van de uitkeringsregels. Zo speelt in Amerika het *fraudulent transfer law* een belangrijke rol bij de normering van transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.⁹ Amerikaanse curatoren die beogen een uitkering ongedaan te maken, baseren zich vaker op het faillissementsrechtelijke leerstuk van de *fraudulent transfers*, dan op de vennootschapsrechtelijke regels. In de VS kan een curator – en soms ook een individuele crediteur – een overdracht van de vennootschap aan een aandeelhouder vernietigen, indien de vennootschap daarvoor geen gelijkwaardige tegenprestatie kreeg en na de transactie insolvent was of met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*) achterbleef. Daarvoor is niet vereist dat de aandeelhouder wetenschap had van het ongeoorloofde karakter van de transactie. In Duitsland is weliswaar geen rechtspraak beschikbaar waarin de *Insolvenzanfechtung* is toegepast op uitkeringen aan aandeelhouders, maar daar betoogt een groeiend aantal juridische auteurs wel dat uitkeringen kunnen worden aangetast op grond van dit insolventierechtelijke leerstuk.¹⁰ De meningen verschillen echter over de wijze waarop de terugvordering van uitkeringen dient te worden ingepast in het complexe systeem van de *Insolvenzan-*

⁸ Zie par. 17.6.

⁹ Zie hoofdstuk 6.

¹⁰ Zie hoofdstuk 12.

fechtung. In Nederland is het communis opinio dat uitkeringsbesluiten kunnen worden vernietigd met een beroep op de faillissementspauliana.¹¹ De laatste jaren lijken curatoren van deze mogelijkheid ook steeds vaker gebruik te maken.

21.3.3 Doorbraak van aansprakelijkheid

De betrokkenheid van de aandeelhouder bij de financiering van de vennootschap kan in alle onderzochte jurisdicties tevens leiden tot een directe of indirecte doorbraak van aansprakelijkheid. Met de term ‘doorbraak van aansprakelijkheid’ wordt tot uitdrukking gebracht dat de aandeelhouder, ondanks het (voor)recht van de beperkte aansprakelijkheid, toch aansprakelijk is jegens de crediteuren van de vennootschap of jegens de vennootschap zelf, doordat de rechtspersoonlijkheid wordt weggedacht, of doordat het handelen of nalaten van de aandeelhouder kwalificeert als een onrechtmatige daad. De dogmatische grondslag en uitwerking van het doorbraak-leerstuk verschillen weliswaar per land, maar toch bestaat er een aantal overeenkomsten tussen de landen. Ten eerste valt op dat het door de rechtspraak ontwikkelde doorbraak-leerstuk in alle jurisdicties een sterk contextueel en casuïstisch karakter heeft. De Amerikaanse rechters bedienen zich vaak van metaforen en lange waslijsten van relevante omstandigheden voor een doorbraak, waardoor het zicht op de achterliggende afwegingen regelmatig wordt ontnomen.¹² Het Duitse *Bundesgerichtshof* onderbouwt zijn oordelen weliswaar met heldere overwegingen en uitgebreide verwijzingen naar de wet, jurisprudentie en literatuur, maar heeft al een aantal keer een nieuwe invulling aan het doorbraak-leerstuk gegeven.¹³ Ook in Nederland is de (indirecte) doorbraak-rechtspraak zeer casuïstisch van aard.¹⁴ De overwegingen van de Hoge Raad zijn vaak toegespitst op de concrete omstandigheden van het voorliggende geval, zonder dat daarbij algemene regels worden geformuleerd.

Ondanks dit contextuele en casuïstische karakter van de doorbraak-rechtspraak, is het mogelijk om in algemene termen de contouren van het leerstuk te schetsen, en daarbij valt een aantal overeenkomsten tussen de verschillende landen op. Zo is in alle bestudeerde jurisdicties een doorbraak van aansprakelijkheid vooralsnog uitsluitend aangenomen in besloten vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders. Daarnaast kunnen vermogensonttrekkingen op een moment dat voor de aandeelhouder voorzienbaar is dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zal geraken, in alle onderzochte landen aanleiding kunnen geven tot een doorbraak van aansprakelijkheid.

De gevolgen van een ‘doorbraak’ zijn echter niet in alle landen hetzelfde. Zo leiden ongeoorloofde onttrekkingen in de Amerikaanse *veil piercing* procedures

11 Zie hoofdstuk 18.

12 Zie hoofdstuk 7.

13 Zie hoofdstuk 13.

14 Zie hoofdstuk 19.

doorgaans tot een directe aansprakelijkheid van de aandeelhouder jegens een specifieke crediteur. In Duitsland leiden *existenzvernichtenden Eingriffe* sinds de *Trihotel*-uitspraak niet langer tot een directe doorbraak, maar kwalificeren deze als een *unerlaubte Handlung* jegens de vennootschap, zodat de vordering tot schadevergoeding door de vennootschap – meestal de curator – moet worden ingesteld. In Nederland kunnen ongeoorloofde vermogensonttrekkingen een onrechtmatig daad opleveren jegens de gezamenlijke crediteuren. Hieruit vloeit voort dat zowel een individuele crediteur als de curator die ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren optreedt, tegen de aandeelhouder kan ageren.

21.3.4 Bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen

Onder het Amerikaanse en Duitse recht gelden bijzondere regels voor leningen die de aandeelhouder verstrekt aan de vennootschap. Zo worden in Duitsland, sinds de invoering van het *MoMiG* in 2008, alle door aandeelhouders verstrekte leningen in faillissement achtergesteld bij de vorderingen van de overige schuldeisers.¹⁵ Zekerheden die de vennootschap heeft gevestigd ten behoeve van aandeelhoudersleningen hebben in faillissement geen werking, en alle betalingen die de vennootschap in de periode van een jaar voorafgaande aan het faillissement op een aandeelhouderslening heeft verricht, kunnen door de curator worden vernietigd. De Duitse wetgever kiest dus voor een zeer absolute normering van aandeelhouderskrediet en van de daarop verrichte “*fragwürdige*” betalingen. Ook de Amerikaanse *Bankruptcy Code* biedt de mogelijkheid om vorderingen van aandeelhouders achter te stellen en de zekerheden die ten behoeve daarvan zijn gevestigd te doen overgaan op de boedel, maar aan deze regeling ligt een andere gedachte ten grondslag.¹⁶ Waar de achterstellingsregeling in Duitsland lijkt te zijn gebaseerd op een (vage) notie van algemene financieringsverantwoordelijkheid van aandeelhouders, zal de curator in de VS voor een succesvol beroep op achterstelling moeten aantonen dat de aandeelhouder zich schuldig heeft gemaakt aan onredelijk handelen (*inequitable conduct*) jegens de crediteuren van de vennootschap. In de Amerikaanse *Bankruptcy Code* wordt tevens een mogelijkheid geboden om betalingen aan (bepaalde) aandeelhouders te vernietigen, maar daarvoor is kort gezegd vereist dat de vennootschap insolvent was op het moment van de betaling en de betaling niet “*in the ordinary course of business or financial affairs*” is geschied. Ook op dit punt behelst de Amerikaanse regeling dus een genuanceerde benadering, in verhouding tot de absolute Duitse norm. In Nederland ontbreken bijzondere normen voor aandeelhoudersleningen.¹⁷ Sommige auteurs bepleiten daarom de introductie van een

15 Leningen verstrekt door aandeelhouders die minder dan 10 procent van de aandelen in de vennootschap houden en geen bestuurder daarvan zijn, vallen buiten de achterstellingsregeling, zie par. 14.3.6.

16 Zie hoofdstuk 8.

17 Zie hoofdstuk 20.

regeling op grond waarvan aandeelhoudersleningen in faillissement kunnen worden achtergesteld, en betalingen op die leningen kunnen worden vernietigd. Anderen hebben daarentegen juist aangevoerd dat het huidige normenkader voldoende instrumenten biedt om op te komen tegen benadeling door aandeelhoudersleningen.

21.4 De grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders naar Nederlands recht

Op basis van de analyse van de vier hiervoor besproken leerstukken die in de voorgaande hoofdstukken heeft plaatsgevonden, kunnen de in de inleiding van dit boek geformuleerde deelvragen worden beantwoord. Aan de hand daarvan zal hierna worden betoogd waar de grenzen liggen van de financieringsvrijheid van de aandeelhouder.

21.4.1 Welke rol speelt het begrip ‘onderkapitalisatie’ bij de normering van aandeelhoudersfinanciering?

21.4.1.1 Een diffuus begrip

Over de exacte inhoud van het begrip ‘onderkapitalisatie’, en de normatieve betekenis daarvan, bestaat onduidelijkheid.¹⁸ Het begrip speelt nauwelijks een rol bij de Nederlandse normering van aandeelhoudersfinanciering. Hoewel een aanzienlijk aantal juridische auteurs meent dat er in Nederland een ongeschreven regel geldt dat er een redelijke verhouding dient te bestaan tussen de financiering van de vennootschap en de door haar ontplooiende activiteiten, wordt het begrip in de rechtspraak zelden gehanteerd. Mogelijk is de oorzaak daarvan mede gelegen in het feit dat verschillende auteurs een verschillende betekenis lijken toe te kennen aan het begrip.

In de Amerikaanse rechtspraak en literatuur wordt wel regelmatig gerept van *undercapitalization*, maar ook daar lijkt niet iedereen daaronder hetzelfde te verstaan. Hoewel er rechtspraak is waaruit men zou kunnen afleiden dat onderkapitalisatie een grond kan zijn voor aansprakelijkheid van aandeelhouders, en een aanzienlijk aantal Amerikaanse auteurs voor een dergelijke regel heeft gepleit, kan op basis van een grote meerderheid van Amerikaanse uitspraken geconcludeerd worden dat onderkapitalisatie op zichzelf, zonder bijkomende omstandigheden, onvoldoende is voor aansprakelijkheid van aandeelhouders of achterstelling van aandeelhoudersleningen. Wel is helder dat vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die leiden tot een *unreasonably small capital*, kunnen worden teruggevoerd in faillissement.

¹⁸ Zie voor Amerika par. 9.4, voor Duitsland par. 15.4 en voor Nederland par. 19.4.

In Duitsland is bijzonder veel juridische literatuur beschikbaar over *Unterkapitalisierung*, en lijkt een eenduidiger opvatting te heersen over de betekenis van dat begrip. Tot de herziening van 2008 sprak men van ‘nominale onderkapitalisatie’ indien de aandeelhouders de vennootschap met te weinig kapitaal financierden, maar leningen verstrekten om in haar vermogensbehoefte te voorzien.¹⁹ In dat geval dienden de leningen van de aandeelhouders te worden achtergesteld. Nu sinds 2008 leningen van aandeelhouders *zonder meer* worden achtergesteld, is ‘nominale onderkapitalisatie’ niet langer een rechtens relevant begrip. Onder ‘materiële onderkapitalisatie’ verstaat men in Duitsland de situatie waarin de aandeelhouders de vennootschap met te weinig eigen vermogen hebben gefinancierd in het licht van de omvang en aard van de te ontplooiën activiteiten. Een groot aantal juridische auteurs heeft een lans gebroken voor de introductie van de norm dat aandeelhouders jegens de crediteuren van de vennootschap aansprakelijk kunnen zijn op grond van materiële onderkapitalisatie. Het BGH heeft een dergelijke regel nooit aanvaard, maar wél uitdrukkelijk de mogelijkheid open gelaten dat een materiële onderkapitalisatie kan kwalificeren als een *unerlaubte Handlung* van de aandeelhouder in de zin van § 826 BGB.

21.4.1.2 De normatieve rol van onderkapitalisatie

Van onderkapitalisatie is mijns inziens sprake als met oog op de solvabiliteit, de liquiditeitspositie, de geprognosticeerde rentabiliteit en de door de vennootschap afgesloten verzekeringen, de vennootschap over te weinig middelen beschikt om haar continuïteit te waarborgen.²⁰ Het nominale kapitaal geldt dus niet als ijkpunt bij de vaststelling van onderkapitalisatie, nu de vennootschap in haar vermogensbehoefte kan voorzien met zowel eigen vermogen als vreemd vermogen. ‘Onderkapitalisatie’ is in deze definitie een objectief, feitelijk begrip, waarmee wordt aangegeven dat er een tekort aan financiering is, zonder dat de oorzaak van dit tekort een rol speelt. Dat een gefailleerde vennootschap op een bepaald moment in staat van onderkapitalisatie verkeerde, rechtvaardigt daarom (nog) geen (aansprakelijkheids)consequenties voor aandeelhouders. Dat neemt niet weg dat de vaststelling van onderkapitalisatie wel degelijk een rol kan spelen bij de beoordeling van het handelen van aandeelhouders ter zake van de financiering van de vennootschap.

Ten eerste kan een situatie van onderkapitalisatie – ongeacht de oorzaak daarvan – meebrengen dat aandeelhouders in hun financieringsvrijheid worden beperkt, doordat zij niet langer vermogen aan de vennootschap mogen onttrekken of haar niet zonder meer door kredietverstrekking op de been mogen houden. Ten tweede bestaat de mogelijkheid dat de aandeelhouder verantwoordelijk is voor *het ontstaan* van de onderkapitalisatie, bijvoorbeeld door vermogensonttrekkingen of door het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur. Omwille van de helderheid

¹⁹ Zie par. 13.4.1.

²⁰ Zie par. 19.4.3.

is in het onderhavige onderzoek voor deze gevallen de term ‘verwijtbare onderkapitalisatie’ gehanteerd, om aldus tot uitdrukking te brengen dat aan de aandeelhouder vanwege (het ontstaan van) de onderkapitalisatie een verwijt kan worden gemaakt.

21.4.2 Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken of andersoortige transacties met de vennootschap aan te gaan?

21.4.2.1 Grenzen aan formele uitkeringen

In alle hiervoor besproken leerstukken ligt de norm besloten dat de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken eindigt indien de aandeelhouder weet of redelijkerwijs moet weten dat de vennootschap na de uitkering in continuïteitsproblemen zal geraken. Zo dient de aandeelhouder zich ingevolge het derde lid van art. 2:216 BW te onthouden van uitkering indien hij weet of behoort te voorzien dat de vennootschap daarna in betalingsproblemen zal komen. De aandeelhouder die niet te goeder trouw een uitkering ontvangt, kan door de vennootschap worden aangesproken voor het tekort dat door de uitkering is ontstaan. Daarbij is niet van belang of de aandeelhouder aan de totstandkoming van de uitkering heeft bijgedragen door uitoefening van zijn stemrecht. Niet het moment van de besluitvorming, maar dat waarop de aandeelhouder het dividend *ontvangt*, geldt als toetsmoment. Indien continuïteitsproblemen ten tijde van het AV-besluit tot uitkering niet voorzienbaar zijn, maar op het moment van de beoogde betaalbaarstelling van het dividend wel (behoren te) worden voorzien, dient de aandeelhouder zich dus van de (daadwerkelijke) onttrekking te onthouden. In dat geval prevaleren de belangen van de vennootschapscrediteuren bij de instandhouding van het vermogen van de vennootschap boven de belangen van de aandeelhouders bij de beoogde uitkering.²¹

Uit bestendige jurisprudentie blijkt dat aandeelhouders onder omstandigheden ook op grond van art. 6:162 BW gehouden kunnen zijn tot restitutie van een ongeloorloofde uitkering.²² Daarvoor is vereist dat de aandeelhouder door uitoefening van zijn stemrecht heeft bijgedragen aan de totstandkoming van het uitkeringsbesluit, terwijl hij op dat moment *ernstig rekening moest houden* met een tekort. De Hoge Raad hanteert bij aansprakelijkheid vanwege onttrekkingen een lichter wetenschapsvereiste – waaraan dus sneller is voldaan – dan bij aansprakelijkheid vanwege een onrechtmatige voortzetting van verlieslatende activiteiten. Het is daarom mogelijk dat de vennootschap in die mate ondergekapitaliseerd is, dat aandeelhouders (nog) *niet* onrechtmatig handelen door de vennootschap haar activiteiten te laten voortzetten, maar *wel* onrechtmatig handelen indien zij op dat

²¹ Zie par. 17.3.2.5.

²² Zie par. 19.5.

moment vermogen aan de vennootschap onttrekken. Dit onderscheid is mijns inziens terecht, nu voortzetting van de onderneming doorgaans ook in het belang van de crediteuren en overige *stakeholders* zal zijn, zo lang een redelijke overlevingskans bestaat. Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders leiden daarentegen zonder meer tot crediteurenbenadeling indien daarop het faillissement van de vennootschap volgt. Bovendien dienen vermogensonttrekkingen geen bedrijfseconomisch of strategisch doel van de vennootschap op korte termijn, en hebben zij een negatief effect op de financiële weerbaarheid van de vennootschap. Bij financieel zwaar weer dienen onttrekkingen aan het eigen vermogen van de vennootschap daarom achterwege te blijven. Daarnaast leidt een onrechtmatige vermogensonttrekking in beginsel niet tot een daadwerkelijke doorbraak van aansprakelijkheid, in die zin dat de aandeelhouder kan worden aangesproken voor de vorderingen van de crediteuren op de vennootschap, maar uitsluitend tot een restitutieplichting: de aandeelhouder dient – bij wijze van schadevergoeding – het onttrokken bedrag aan de vennootschap te restitueren en komt daardoor in dezelfde positie te verkeren als vóór de ongeoorloofde onttrekking. Ook in de Amerikaanse en Duitse rechtspraak leiden vermogensonttrekkingen vaker en sneller tot aansprakelijkheid van aandeelhouders dan de voortzetting van een verlieslatende onderneming.

Voor aansprakelijkheid vanwege een ongeoorloofde vermogensonttrekking is niet nodig dat de aandeelhouder zich ingrijpend met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid; de onttrekking in combinatie met de genoemde wetenschap is daarvoor voldoende. Indien causaal verband bestaat tussen de uitkering en het faillissement van de vennootschap, kan de aandeelhouder op grond van art. 6:162 BW ook worden aangesproken voor eventuele schade die het bedrag van de uitkering te boven gaat. In dat geval wordt de aandeelhouder niet verweten dat hij vermogen heeft onttrokken terwijl de vennootschap op dat moment reeds was ondergekapitaliseerd, maar dat hij de onderkapitalisatie heeft *veroorzaakt*. Er is dan niet langer sprake van een restitutieplichting, maar van een aansprakelijkheid voor de schade die de crediteuren ten gevolge van de onderkapitalisatie hebben geleden.

De artikelen 2:216 lid 3 en 6:162 BW leiden uitsluitend tot aansprakelijkheid indien de aandeelhouder op de hoogte was of had moeten zijn van het ongeoorloofde karakter van de uitkering.²³ De faillissementspauliana biedt de curator daarnaast de mogelijkheid om onder bepaalde omstandigheden een uitkering van de aandeelhouder *te goeder trouw* terug te vorderen.²⁴ Het uitkeringsbesluit van de AV en het goedkeuringsbesluit van het bestuur kwalificeren mijns inziens als onverplichte rechtshandelingen om niet, zodat zij voor vernietiging in aanmerking komen indien *de vennootschap* ten tijde van de besluitvorming wetenschap van

23 Zie over de verhouding tussen het wetenschaps criterium in art. 2:216 lid 3 BW en het wetenschaps criterium dat wordt gehanteerd door de Hoge Raad bij aansprakelijkheid vanwege onttrekkingen op grond van art. 6:162 BW, par. 19.5.4.2.

24 Zie par. 18.8.

benadeling had in de zin van art. 42 Fw. Richt de curator zijn pijlen op het goedkeuringsbesluit van het bestuur, dan zal hij moeten stellen en bewijzen dat het bestuur ten tijde van (de goedkeuring van) de uitkering wist of behoorde te weten dat de crediteuren daardoor benadeeld zouden worden. Indien hij daarin slaagt, komt door de vernietiging van het besluit de rechtsgrond aan de dividenduitkering te ontvallen, zodat het uitgekeerde vermogen als onverschuldigd betaald van de aandeelhouder kan worden teruggevorderd. Indien de vennootschap binnen een jaar na de uitkering is gefailleerd, wordt op grond van art. 45 Fw vermoed dat de vennootschap de genoemde wetenschap van benadeling had.

De curator die constateert dat de bestuurders én de aandeelhouders op het moment van uitkering wisten of moesten weten dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zou geraken, kan kiezen wie hij op grond van art. 2:216 lid 3 BW zal aanspreken. Kiest hij ervoor om tegen de bestuurders te ageren, dan kunnen de bestuurders de aandeelhouders in vrijwaring oproepen of op hen regres nemen. De uiteindelijke draagplicht rust bij de aandeelhouders, omdat die immers door de uitkering zijn verrijkt. Ook indien *uitsluitend* het bestuur op de hoogte was van de continuïteitsproblemen, en de aandeelhouders de uitkering dus te goeder trouw hebben ontvangen, beschikt de curator over twee mogelijkheden. Hij kan op grond van art. 2:216 lid 3 BW ageren tegen de leden van het bestuur, of met een beroep op de pauliana het goedkeuringsbesluit vernietigen en vervolgens de uitkering van de aandeelhouders terugvorderen. Slaagt de curator er in het dividend van de aandeelhouders terug te vorderen, dan gaan de bestuurders in beginsel vrijuit: het door de uitkering veroorzaakte tekort is door de terugbetaling immers ongedaan gemaakt. Ik vind het redelijk dat op deze wijze de negatieve gevolgen van een uitkering meer bij de begunstigten van de transactie komen te liggen, en de draagplicht van het bestuur daarmee *de facto* wordt teruggebracht tot dat deel van de uitkering dat de vennootschap niet van haar aandeelhouders kan terugvorderen. Ook in Amerika kan de aandeelhouder te goeder trouw worden aangesproken tot restitutie van vermogensonttrekking die de vennootschap achterliet met een *unreasonably small capital*. In Duitsland zijn aandeelhouders die te goeder trouw een uitkering ontvingen die leidde tot een *Unterbilanz*, eveneens gehouden tot restitutie van het dividend.

Het is ten slotte mogelijk dat de aandeelhouder vanwege zijn rol bij een vermogensonttrekking kwalificeert als feitelijke beleidbepaler.²⁵ In dat geval kan de aandeelhouder op grond van art. 2:216 lid 4 juncto lid 3 BW worden aangesproken voor het gehele bedrag van de uitkering, ook voor dat deel dat aan zijn medeaandeelhouders is uitgekeerd. Indien causaal verband aannemelijk is tussen de uitkering en het faillissement, kan de aandeelhouder op grond van art. 2:248 lid 7 BW zelfs worden aangesproken voor het gehele tekort in faillissement. De aandeelhouder kwalificeert als feitelijke beleidsbepaler indien hij zich direct heeft bemoeid met het bestuur van de vennootschap, gecombineerd met een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur. Deze terzijdestelling kan bijvoorbeeld gelegen zijn in

²⁵ Zie par. 17.7.

de feitelijke invloed die de aandeelhouder over het bestuur uitoefent. De aandeelhouder die zich in vergaande mate bemoeit met een herfinanciering van de vennootschap, en daarbij de facto zijn wil oplegt aan het formele bestuur, kwalificeert onder omstandigheden als feitelijke beleidsbepaler. Het feit dat zijn bemoeienis met (het bestuur van) de vennootschap een eenmalig karakter had, hoeft daaraan niet in de weg te staan.

21.4.2.2 Grenzen aan materiële uitkeringen en het afbouwen van exposure

Naast uitkeringen vinden met regelmaat andersoortige transacties plaats tussen een vennootschap en haar aandeelhouders. Art. 2:216 BW is daarop niet direct van toepassing, maar dat neemt niet weg dat ook deze transacties crediteuren kunnen benadelen, en daarom aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid van de aandeelhouder. Daarbij acht ik het zinvol om onderscheid te maken tussen materiële uitkeringen en betalingen waardoor de aandeelhouder uitsluitend zijn *exposure* afbouwt. Van een materiële uitkering is in mijn definitie sprake indien een transactie tussen de vennootschap en een aandeelhouder of een derde *de facto* leidt tot een vermindering van het risicodragende vermogen van de vennootschap ten behoeve van een aandeelhouder. Voor deze transacties geldt naar mijn idee dezelfde norm als bij formele uitkeringen: indien de aandeelhouder ten tijde van de materiële uitkering ernstig rekening moest houden met een tekort, handelt hij door aanvaarding daarvan onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren. Hieruit vloeit bijvoorbeeld voort dat vanaf het moment dat door de aandeelhouder ernstig rekening dient te worden gehouden met een tekort, intra-concerntransacties tegen zakelijke voorwaarden dienen plaats te vinden. Indien de vennootschap in deze periode niet marktconforme rentebetalingen verricht op een aandeelhouderslening, kan het teveel betaalde bedrag van de aandeelhouder in faillissement worden teruggevorderd op grond van art. 6:162 BW. En als de vennootschap in deze periode een aandeelhouderslening aflost, die vanwege de wanverhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen gerekend dient te worden tot het *risicodragende* vermogen van de vennootschap, kan de aandeelhouder tot restitutie van de ontvangen middelen worden aangesproken. Tot slot handelt de aandeelhouder eveneens onrechtmatig indien hij op het moment dat hij ernstig rekening moet houden met een tekort, zekerheden bedingt voor een reeds eerder door hem aan de vennootschap verstrekte lening.

Van een *exposure* afbouwende betaling is naar mijn mening sprake als een betaling door de vennootschap aan (of ten behoeve van) een aandeelhouder niet leidt tot een vermindering van het *risicodragend* vermogen, maar daardoor wél de *exposure* van de aandeelhouder in faillissement wordt verminderd. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen bij de terugbetaling van een door een aandeelhouder verstrekt regulier krediet, of bij de voldoening van reguliere schulden aan derden waarvoor de aandeelhouder of andere groepsmaatschappijen zich sterk hebben gemaakt. Deze betalingen dienen mijns inziens terughoudend te worden getoetst.

Geschieden zij *onverplicht* op een moment dat voorzienbaar is dat crediteurenbenadeling daarvan het gevolg zal zijn, dan staan zij aan vernietiging bloot op grond van art. 42 Fw, waarbij de curator in belangrijke mate wordt geholpen door de bewijsvermoedens van art. 43 Fw.²⁶ Heeft de vennootschap de betalingen *verplicht* verricht, dan is een beroep op de faillissementspauliana meestal niet mogelijk, en zijn de betalingen in beginsel evenmin onrechtmatig. Als de vennootschap in zwaar weer verkeert, en haar aandeelhouders ernstig rekening moeten houden met insolventie, dient men zich te onthouden van (formele of materiële) uitkeringen, maar zijn verplichte betalingen aan aandeelhouders die geschieden in de normale uitoefening van het bedrijf toegestaan. Pas als de betalingen er evident toe strekken de *exposure* van de aandeelhouder te verminderen, geen redelijk doel van de vennootschap dienen, of het faillissement van de vennootschap onafwendbaar is, kan sprake zijn van onrechtmatig handelen door de aandeelhouder.

21.4.2.3 De rol van het vennootschappelijk belang bij onttrekkingen

Het is denkbaar dat een uitkering niet op afzienbare termijn zal leiden tot continuïteitsproblemen, maar wel degelijk in strijd is met het belang van de vennootschap.²⁷ Bij de eenpersoons-BV zal deze situatie zich niet snel voordoen, maar indien de vennootschap een meer geïnstitutionaliseerde onderneming drijft, waarbij meer belangen betrokken zijn dan die van de aandeelhouders en van de crediteuren met een opeisbare vordering, is dit goed mogelijk. In dat geval zullen de *stakeholders* van de vennootschap niet uitsluitend een belang hebben bij de voldoening van hun opeisbare vorderingen, maar ook bij voortdurende van hun relatie met de vennootschap. Deze belangen komen tot uitdrukking in het belang van de vennootschap. De formulering van de goedkeuringsbevoegdheid in art. 2:216 lid 2 BW en de toelichting daarbij wekken de suggestie dat bestuurders en aandeelhouders geen rekening hoeven te houden met het vennootschappelijk belang bij uitkeringen, zolang niet voorzienbaar is dat de vennootschap op afzienbare termijn in betalingsproblemen zal komen. Ik meen echter dat een aandeelhouder bij een vermogensonttrekking niet altijd voorbij mag gaan aan het zelfstandige belang van de vennootschap. Indien sprake is van een grote, geïnstitutionaliseerde onderneming, volgt uit art. 2:8 BW dat de aandeelhouder zich zal moeten onthouden van vermogensonttrekkingen die ernstig in strijd zijn met de strategie van de vennootschap. Dit uitgangspunt lees ik ook in de eindbeschikking van de OK in de *PCM-procedure*.

²⁶ Zie par. 18.2.2.2.

²⁷ Zie par. 17.4.

21.4.3 *Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap naar eigen inzicht te financieren bij oprichting en aanvang of wijziging van de ondernemingsactiviteiten?*

21.4.3.1 Verwijtbare onderkapitalisatie

Aandeelhouders kunnen crediteuren niet alleen blootstellen aan onredelijke risico's door vermogen aan de vennootschap te onttrekken, maar tevens door reeds bij oprichting, of bij aanvang of wijziging van de activiteiten een inadequate financiële structuur in het leven te roepen. Dat de wet (niet langer) een minimum eigen vermogen vereist bij oprichting van een BV, doet naar mijn oordeel niets af aan de ongeschreven regel dat aandeelhouders zich ertoe moeten inspannen de vennootschap behoorlijk te financieren. Van aandeelhouders wordt niet gevergd dat zij voorzien in een *optimale* financiering van de vennootschap. Maar de aandeelhouder die weet of behoort te weten dat de financiering *niet* adequaat is en de totstandkoming van de financiële structuur kan voorkomen of opheffen, handelt mijns inziens onrechtmatig door niettemin zijn medewerking te verlenen aan de totstandkoming of instandhouding van de financiële structuur.²⁸ Vanwege de risico's en onzekerheden waarmee de aanvang van een nieuwe onderneming nu eenmaal omgeven is, mag er niet te lichtvaardig van worden uitgegaan dat de continuïteitsproblemen bij aanvang voor de aandeelhouder voorzienbaar waren. Staat niettemin vast dat de aandeelhouder de continuïteitsproblemen ten tijde van oprichting had moeten voorzien, dan is sprake van verwijtbare onderkapitalisatie in de door mij gegeven definitie. Aan een verwijtbare onderkapitalisatie kunnen verschillende oorzaken ten grondslag liggen. Zo kan de vennootschap met onvoldoende eigen vermogen zijn uitgerust om redelijkerwijs voorzienbare tegenvallers op te kunnen vangen. Daarnaast kan de onderkapitalisatie het gevolg zijn van het feit dat de rentabiliteit van de vennootschap negatief is, omdat daarin uitsluitend de kosten van de door het concern gedreven onderneming neerslaan. De onderkapitalisatie kan er tevens in bestaan dat de vennootschap voorzienbare risico's voor derden in onvoldoende mate door verzekeringen heeft afgedekt.

Voor aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW vanwege het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur is ten eerste vereist dat de aandeelhouder direct betrokken is geweest bij het opzetten van de financiële structuur, en daarnaast dat de aandeelhouder wist of moest weten dat deze inadequate was en dus zou leiden tot benadeling van schuldeisers. De aandeelhouder die aan beide vereisten voldoet, handelt naar mijn oordeel onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren van de vennootschap, zodat ook de curator met een *Peeters/Gatzen*-vordering tegen hem kan opkomen.

²⁸ Zie par. 19.8.

21.4.3.2 Onderkapitalisatie en risicoaanvaarding door crediteuren

Eerder in dit onderzoek is gewezen op de heterogeniteit van het crediteurenbestand van de kapitaalvennootschap, en werd geconcludeerd dat een inadequate financiële structuur niet voor *alle* crediteuren benadelend hoeft te zijn.²⁹ Mijns inziens is daarom voor de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege een verwijtbare onderkapitalisatie relevant in hoeverre een crediteur geacht kan worden het aan de financiële structuur verbonden risico te hebben geaccepteerd. De bank die volledig op de hoogte was van de financiële positie van de vennootschap, of dat had kunnen zijn, en niettemin tot financiering is overgegaan, kan de aandeelhouder niet aanspreken op grond van art. 6:162 BW indien de risico's zich verwezenlijken en de vennootschap faillieert. Van handelscrediteuren, werknemers en consumenten zal daarentegen niet snel mogen worden aangenomen dat zij de aan de onderkapitalisatie inherente risico's hebben aanvaard.

Dit onderscheid leidt overigens tot lastige vragen indien de curator ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren de aandeelhouder aanspreekt, bijvoorbeeld met een *Peeters/Gatzen*-vordering, of op grond van art. 2:248 lid 7 BW. Hoewel de aandeelhouder door de verwijtbare onderkapitalisatie wel degelijk onrechtmatig heeft gehandeld jegens de – als eenheid gedachte – *gezamenlijke* crediteuren, zou het onredelijk zijn indien crediteuren die de aandeelhouder nimmer zelfstandig hadden kunnen aanspreken, dankzij de tussenkomst van de curator het door hen aanvaarde risico kunnen afwentelen op de aandeelhouder doordat zij via de boedel participeren in de opbrengst van de vordering. Dit probleem valt buiten het bestek van het onderhavige onderzoek, maar een panklare oplossing lijkt daarvoor onder het Nederlandse recht te ontbreken.

21.4.4 Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap te financieren met door hem zelf verstrekt vreemd vermogen?

Nu in Nederland bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen ontbreken, zullen deze leningen moeten worden beoordeeld in het licht van het algemene civiele normenkader dat hiervoor werd geschetst. Ik meen dat overtuigende argumenten ontbreken om de vorderingen van aandeelhouders zonder meer achter te stellen, zoals dat gebeurt in Duitsland.³⁰ Een categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen past niet binnen een flexibel vennootschapsrecht, dat nu juist afstand tracht te nemen van absoluut geformuleerde *ex ante* normering, vanwege de in hoofdstuk 3 beschreven bezwaren. De bijzondere risico's die inherent zijn aan financiering met aandeelhoudersleningen rechtvaardigen niet dat het huidige wettelijke kader wordt uitgebreid. Zo wordt door voorstanders van een achterstellingsregeling

²⁹ Zie hoofdstuk 3 en par. 19.9.

³⁰ Zie hoofdstuk 20.

gewezen op de mogelijkheid dat aandeelhouders hun lening kunnen opeisen op het moment dat de vennootschap in financieel zwaar weer verkeert. Zoals in par. 21.4.2.2 werd aangegeven, bieden de onrechtmatige daad en de faillissements-pauliana op dit punt echter voldoende bescherming.

Anderen hebben aangevoerd dat aandeelhoudersleningen zouden moeten worden achtergesteld, omdat voor rationele aandeelhouders anders een prikkel zou kunnen bestaan om inefficiënte reddingsoperaties te financieren, en aldus ten dode opgeschreven ondernemingen op de been te houden. Maar omdat een achterstellingsregel slechts een beperkt effect heeft op de risicoafweging van de aandeelhouder van de vennootschap in financiële nood, voorkomt een dergelijke regel niet alle reddingsoperaties met een (in objectieve zin) negatieve waarde, en staat deze soms juist wél in de weg aan reddingsoperaties met een (in objectieve zin) positieve waarde. Bovendien biedt de onrechtmatige daad reeds aanzienlijke bescherming aan crediteuren tegen het risico dat een kansloze onderneming wordt voortgezet.³¹ De aandeelhouder die een vennootschap door het verstrekken van financiering in staat stelt om nieuwe verplichtingen aan te gaan, terwijl hij weet of moet weten dat de vennootschap geen redelijke overlevingskans heeft, handelt onrechtmatig jegens deze ‘nieuwe’ schuldeisers indien hij geen zorg draagt voor de voldoening van hun vorderingen. Ook staan eventueel ten behoeve van de aandeelhouder gevestigde zekerheden onder die omstandigheden bloot aan het risico vernietigd te worden met een beroep op de pauliana. In plaats van een categorische achterstelling van alle aandeelhoudersleningen die zijn verstrekt in crisistijd, of van een algemeen verbod op aandeelhouderszekerheden, dienen inefficiënte reddingsoperaties te worden voorkomen met (de dreiging van) de onrechtmatige daad en de (faillissements) pauliana. Laatstgenoemde leerstukken steunen op open normen die de rechter in staat stellen om achteraf te beoordelen of een reddingspoging een redelijke kans van slagen had.

Een lastigere kwestie vind ik de situatie waarin de financiering van de vennootschap weliswaar adequaat is, maar *reeds bij oprichting of aanvang van de activiteiten* vrijwel het *gehele* ondernemingsrisico voor rekening van de ongesecureerde crediteuren zal komen *indien* de vennootschap zal failleren. Bij deze wijze van financieren worden de crediteuren niet blootgesteld aan een onredelijk faillissementsrisico, maar is het nadeel voor de crediteuren gelegen in het feit dat de aandeelhouder zijn eigen *exposure* ten nadele van de crediteuren heeft beperkt. Ik acht verdedigbaar dat in faillissement een rechter – bij een evidente wanverhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen – zal oordelen dat een deel van de inbreng van de aandeelhouder had moeten worden ingebracht als risicodragend vermogen, en de aandeelhouder daarom onrechtmatig heeft gehandeld door dit deel als een lening aan de vennootschap ter beschikking te stellen.

³¹ Zie daarover nader par. 19.7.

21.4.5 Hoe dienen complexe vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, die bestaan uit een samenstel van nauw verbonden rechtshandelingen, te worden genormeerd?

Tot slot rest de vraag hoe vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die bestaan uit een samenstel van nauw met elkaar samenhangende (rechts)handelingen, in het bijzonder *leveraged buyouts*, genormeerd dienen te worden. Zoals eerder aangegeven, behelst een *leveraged buyout* doorgaans een omvangrijke vermogensonttrekking, zonder dat daarbij noodzakelijkerwijs gebruik hoeft te worden gemaakt van de formele uitkeringsmogelijkheden. Zo kan de feitelijke onttrekking gelegen zijn in het feit dat de doelwitvennootschap een ongesecureerde lening verstrekt aan een marginaal gekapitaliseerd acquisitievehikel, dat de zo verworven middelen direct aanwendt om de koopprijs van de aandelen te voldoen. Indien de (ongesecureerde) crediteuren van de vennootschap door de LBO aan onredelijke risico's zijn blootgesteld, biedt art. 2:216 lid 3 BW daarom geen soelaas. Ook als de vermogensonttrekking wel de vorm had van een formele dividenduitkering of inkoop van eigen aandelen, kan de curator in het faillissement van de doelwitvennootschap weinig uitrusten met art. 2:216 lid 3 BW of de faillissementspauliana. Het vermogen is immers formeel aan het doelwit onttrokken door de acquisitievennootschap, en die biedt in de regel geen verhaal.

In de Verenigde Staten worden LBO's en andere complexe transacties met aandeelhouders niettemin primair genormeerd door het insolventierechtelijke leerstuk van *fraudulent transfer law*.³² Dat dit op een twee-partijen-verhouding toegesneden leerstuk een belangrijke rol heeft weten te veroveren bij de normering van LBO's, is primair te danken aan de bereidheid van Amerikaanse rechters om de LBO voor de toepassing van het leerstuk te 'consolideren': de rechter beoordeelt de LBO alsof er sprake was van één overdracht van de doelwitvennootschap aan de verkopende aandeelhouders. Deze benadering spreekt aan, omdat zij oog heeft voor het netto effect van de gehele transactie en de inhoud boven de vorm plaatst. Niettemin leidt zij tot lastige vragen en nieuwe problemen. Want hoe dient het samenstel voor de toepassing van de *fraudulent transfer* regels te worden gekwalificeerd? Wat zijn precies de gevolgen van aantasting van het gehele samenstel? Is het redelijk dat (uitsluitend) de aandeelhouders die in het kader van de LBO hun aandelen hebben vervreemd tot restitutie van de door hen ontvangen gelden kunnen worden aangesproken, of zou onder omstandigheden ook de koper van de aandelen, die een belangrijk deel van de LBO heeft geëffectueerd, aansprakelijk moeten zijn? En is het ten slotte redelijk dat de bank, die nauw betrokken was bij het opzetten van de nieuwe financiële structuur, meedeelt in de opbrengst van de *fraudulent transfer claim*? Omdat het gevolg van een succesvol beroep op de *fraudulent transfer* regels vrij absoluut is (vernietiging), biedt de toepassing van dit leerstuk op samengestelde transacties de rechter onvoldoende vrijheid om bij de *ex post* beoordeling van de

³² Zie par. 6.4.

financieringsconstructie rekening te houden met de concrete omstandigheden van het geval, in het bijzonder indien er meer dan twee partijen bij de transactie betrokken waren. Dit probleem zou zich mijns inziens in gelijke mate voordoen bij een ‘geconsolideerde’ toepassing van de Nederlandse faillissementspauliana op samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders.³³

Het leerstuk van de onrechtmatige daad acht ik geschikter voor de beoordeling van het handelen van aandeelhouders bij een LBO.³⁴ De flexibiliteit van de onrechtmatige daadsnorm biedt meer ruimte om samengestelde vermogensonttrekkingen te normeren met inachtneming van alle relevante factoren en omstandigheden van het concrete geval en maakt het mogelijk om daarbij de materiële inhoud van de transactie boven haar formele structuur te plaatsen. Mijns inziens draait het bij deze beoordeling primair om de vraag of de financiële weerstand van de vennootschap na de LBO voldoende was om de redelijkerwijs voorzienbare risico's te dragen. Lagen aan de LBO redelijke, realistische prognoses ten grondslag, die voldoende ruimte lieten voor tegenvallers? Indien door de LBO onredelijke risico's zijn genomen, kunnen de verkopende aandeelhouders en de nieuwe (kopende) aandeelhouder schadeplichtig zijn jegens de gezamenlijke crediteuren.³⁵ Ik zou menen dat aan aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouder niet in de weg hoeft te staan dat de ontrekkingen aan het vermogen van de vennootschap formeel pas hebben plaatsgevonden *nadat* de aandelen zijn overgegaan op de kopende aandeelhouder. De verkopende aandeelhouder handelt onrechtmatig indien hij op de hoogte was van het gegeven dat de koopsom gefinancierd zou worden door ontrekkingen aan het vermogen van de vennootschap, en ernstig rekening moest houden met een tekort ten gevolge daarvan. De kopende aandeelhouder is doorgaans formeel een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap, maar is de facto de achterliggende investeerder. Deze investeerder is in de praktijk niet zelden de architect van de financieringsconstructie en heeft vaak een leidende rol bij het realiseren van de financiering, zoals bij de onderhandelingen met de financierende bank. Het feit dat niet de achterliggende investeerder zelf, maar een door hem voor de LBO opgerichte acquisitievennootschap de aandelen in het doelwit verwerft, dient mijns inziens daarom niet zonder meer aan zijn aansprakelijkheid in de weg te staan. De acquisitievennootschap zal in de regel kunnen worden aangemerkt als een ondergekapitaliseerde vennootschap die volledig wordt gecontroleerd door de investeerder, zodat kan worden ‘doorgebroken’ naar de achterliggende investeerder; die handelt onrechtmatig door een inadequate financiële structuur in het leven te roepen, terwijl hij ernstig rekening moet houden met een tekort.

³³ Zie par. 18.11.

³⁴ Zie par. 19.10.

³⁵ Overigens speelt ook in dit geval de vraag of het redelijk is dat alle crediteuren via de boedel gebaat worden door de schadevergoeding door de aandeelhouders (zie par. 21.4.3.2 hiervoor). Zo zal bij een LBO de financierende bank bijvoorbeeld doorgaans goed op de hoogte zijn geweest van de transacties en het daarmee verbonden risico.

21.5 Tot slot: het blijft rommelen in krantenland

Aanleiding tot dit onderzoek vormden onder meer het publieke debat en de juridische procedures die voortvloeiden uit de *leveraged buyout* van *PCM Uitgevers* in 2004. De recente ontwikkelingen rondom het *NRC Handelsblad*, dat in 2004 nog werd uitgegeven door *PCM*, tonen aan dat financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders een actueel onderwerp blijft. De *NRC* is thans in handen van investeringsmaatschappij Egeria en ‘mediatycoon’ Derk Sauer. Op het moment van afronding van dit boek woedt een hevige discussie tussen de ondernemingsraad van *NRC* en haar bestuurders en aandeelhouders over de uitkering van een omvangrijk superdividend van bijna twee en een half keer de jaarwinst, terwijl het verdienmodel van het dagblad onder druk staat en wordt gesneden in het werknemersbestand van de krant. Volgens de OR zou de uitkering de solvabiliteit en liquiditeitspositie van de vennootschap te ver uithollen, terwijl de aandeelhouders zich op het standpunt stellen dat de vermogensonttrekking past binnen de afspraken die gemaakt zijn bij hun toetreding. Dit geschil illustreert eens te meer dat de belangen van de verschillende bij de vennootschap betrokken partijen uiteen kunnen lopen bij vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, en dat daarom een coherent en redelijk normenkader inzake aandeelhoudersfinanciering van groot belang is.

CHAPTER 22

SUMMARY & CONCLUSIONS

22.1 Reason for the study

22.1.1 Takeovers in the newspaper industry

“Currently, the *PCM* Group is being cleaned out by the British shareholder, *Apax*, which rapidly converted equity into debts and is now taking off with the spoils.”¹ This statement by Van Dam, a member of the Dutch Lower House, illustrates the tumultuous public debate in 2006 that followed the brief participation of private equity investor *Apax* in *PCM Uitgevers*, the Dutch newspaper and magazine publisher. When *Apax* acquired a majority interest in *PCM* in 2004, the publisher’s equity was 268 million euros; when *Apax* exited just two years later, *PCM*’s equity was negative, with the publishers’ balance sheet burdened by debts totalling more than 600 million euros.² *PCM*’s takeover has been discussed in numerous newspaper articles, and has been the subject of several documentaries; the sequence of events has been reconstructed in two books.³ The media commentary primarily criticized *PCM*’s shareholders and directors for allegedly thriving at the expense of the company’s interest. This opinion also came through in the Enterprise Chamber’s decision, which issued a ruling at the request of two trade unions which alleged that mismanagement had been involved.⁴ However, opinions on the *PCM* case vary amongst legal experts. Although some experts argue that the conduct of private equity investors qualifies as “legalized robbery”,⁵ others believe that the funding of *PCM*’s takeover should be qualified as conservative, and that any criticism is especially inspired by a lack of understanding of the financial structure applied.⁶

In the United States, the acquisition of a newspaper group also gave rise to legal proceedings and a heated public debate regarding the conduct of the investors involved. In December 2007, the *Tribune Company*, publisher of, *inter alia*, the *Chicago Tribune* and the *L.A. Times*, was taken over by the investment company of

1 *Kamerstukken II* 2006/07, 30 800 VIII, no. 76, p. 4.

2 Data derived from the 2006 annual report.

3 Romaer 2009 and Schaepman & Spinhof 2008.

4 OK 27 May 2010, *JOR* 2010/189, *Ondernemingsrecht* 2010/91 (*PCM II*).

5 Schoordijk 2009, p. 362.

6 Honée 2008, pp. 127-132 and Mol 2012, p. 111.

real estate tycoon Zell.⁷ In the scope of the takeover, *Tribune* incurred new debts totalling nine billion dollars. Soon after the transaction, *Tribune* ran into financial problems, leading to massive layoffs at the company. Within one year after the takeover, *Tribune* was forced to apply for *Chapter 11* bankruptcy protection under the U.S. *Bankruptcy Code*. An independent examiner appointed by the judge hearing the case concluded that as a result of the takeover, the shareholders of *Tribune* had withdrawn a substantial amount of money from the company, and that it was highly likely that *Tribune* had been left without adequate capital after the transaction.⁸ For that reason, in 2010, the unsecured creditors in the *Tribune* bankruptcy initiated legal action against both the shareholders and the banks involved in the takeover, because they felt that the transaction had exposed the company and its creditors to unreasonable risks.⁹

22.1.2 *Developments in the financing practice: increase of debt financing and complex financing structures*

The *PCM* and *Tribune* cases are certainly not isolated cases, but they are prime examples of how many companies were funded in the years before the financial crisis. The ample availability of credit meant that enterprises increasingly funded their activities using loan capital.¹⁰ Particularly in takeovers by private equity investors, equity on the target's balance sheet was replaced by secured debt. Due to the leverage created, shareholders realized high returns in a prosperous economy; on the other hand, the financial resilience of some companies proved to be too limited when the economic tide turned. Not only did listed, financial institutions have inadequate capital in 2008, but unlisted, non-financial businesses also heavily suffered from the capital structure they had chosen.

The *PCM* and *Tribune* cases also illustrate that in the past few decades, financing structures have become increasingly complex. In each case, the takeover was structured as a *leveraged buyout* (LBO), an acquisition structure whose popularity reached a record level in the run-up to the credit crisis. An LBO is a takeover that is mostly funded by loan capital, with financing for the takeover coming at the target company's expense. As a rule, an LBO is comprised of a large number of closely related (legal) transactions involving the takeover target, the old and the new shareholders, as well as the financing banks. The manner in which the law should stipulate limits for LBOs is the subject of discussion in many jurisdictions. The

⁷ See Ginsberg e.a. 2011, pp. 72-74.

⁸ *In re Tribune Co.*, Case No. 08-13141 (KJC) (Bankr. D. Del.), Report of Kenneth N. Klee as Examiner, Volume One, p. 18.

⁹ *Complaint, Wilmington Trust Co. v. JPMorgan Chase Bank, N.A.*, No. 10-50732 (Bankr. D. Del. Mar. 4, 2010). The *Chapter 11* procedure of *Tribune* ended in December 2012 by – very briefly – approval of a plan of reorganization providing settlement for (part of) the claim of the unsecured creditors.

¹⁰ See Chapter 2.

special, composite nature of the transaction structure gives rise to questions regarding the application of the existing system of legal standards. What stands out is that wide-ranging approaches are chosen in the various jurisdictions. For example, until recently, in many European Member States, LBOs primarily gave rise to difficult questions regarding the application of the formal capital rules; on the other hand, since the 1980s the prevailing opinion in the United States has been that in principle, LBOs comprise legitimate transactions, that nonetheless may give rise to liability on the part of the parties involved if the target company's creditors have been exposed to unreasonable risks.

22.1.3 Review of the legal framework: flexible capital rules and open standards

In the past decade, the statutory system of standards regarding the financing of a limited company has been subject to change as well. This has occurred in part as a result of the increased competition between the different national private corporate forms, as in the past few years, a variety of Member States have tried to make their national company laws more attractive to investors. In this scope, many Member States abolished or relaxed formal rules regarding the capital of a private limited company. For this reason, in many jurisdictions it is currently possible to incorporate a capital company with limited liability without contributing any equity. For example, as a result of the implementation of the *MoMiG* act in 2008, the capital rules for the *GmbH* have been extensively revised in Germany; in addition, a new 'capital light' legal form with limited liability was introduced. In the Netherlands, the coming into force of the *Flex-BV* Act on 1 October 2012 almost completely abolished the capital protection for the *BV*.¹¹ In both countries, the regulation of shareholder funding is currently primarily found in the rules regarding distributions to shareholders, which – very briefly – prescribe that shareholders may not withdraw capital from the company if it is reasonably foreseeable that as a result, the company will encounter continuity problems.

22.2 Objective of the study

22.2.1 Starting point: the shareholder's discretion to decide on the financing of the company

The two developments outlined above – the changes in the financing practice and the relaxation of the statutory system of standards for the private company – are the reasons for this study. The study aims to answer the central question to what extent,

¹¹ *Stb.* 2012, 299; *Kamerstukken* 31 058 (act adopting the *Flex-BV* Act) and *Stb.* 2012, 300; *Kamerstukken* 32 426 (act implementing the *Flex-BV* Act).

and how, the shareholder's discretion to decide on the financing of the private company (*de financieringsvrijheid van aandeelhouders*) should be limited on behalf of the interests of the other parties involved in the company, in particular when the shareholder intervenes in the company's capital structure.

Even though the term '*financieringsvrijheid*' is almost never used in the Dutch private-law doctrine,¹² I believe that the starting point is that in principle, shareholders have a discretion to determine the way in which they finance the company.¹³ This notion is more explicitly recognized in the German dogmatics. For example, Beck considers: "*Die unternehmerische Finanzierungsfreiheit ist Grundelement der Finanzverfassung der GmbH. Dem Unternehmer steht es frei, Art und Umfang der Finanzierung der Gesellschaft zu gestalten.*"¹⁴

In my opinion, the shareholder's discretion to decide on the financing of the company applies to three financial options for the shareholder. Firstly, the shareholder can freely determine the extent to which he will finance the company; in other words, the total capital that he will make available to the company. Secondly, the shareholder can determine the legal form of the financing he furnishes in accordance with his own views: does he provide capital and in this way contribute to the company's equity, or does he grant a loan to the company, possibly in exchange for security, resulting in an increase of the company's debts? Finally, the shareholder is free to withdraw equity from the company by means of formal distributions, such as payments of dividends, the repurchasing of shares or payment in the scope of a reduction of capital. In addition, the shareholder can enter into other transactions with the company that result in a reduction of the company's equity in favour of the shareholder.

22.2.2 Main question: the limits to the shareholder's discretion to decide on the financing of the company?

The shareholder's discretion to decide on the financing of the company is not unlimited; it is limited by the interests of third parties. Firstly, reference is made to the creditors of the company. Given that they can only seek redress against the assets of the legal entity, creditors have an interest in a debtor/company whose financial structure is such that their payable claims can be paid on time. This means that, to some extent, the shareholder must take the legitimate interests of the company's creditors into account in actions regarding the company's funding.

¹² The term sometimes occurs in a fiscal context, see, for example, Habermam 1993, pp. 25 ff.

¹³ Cf. *Asser/Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-IIA* 2013, no. 95.

¹⁴ Beck 2006, p. 38.

Other parties can also have an interest in maintaining the company capital, especially if the company runs a larger business with a more institutional character. For example, generally, the interests of employees, suppliers and buyers of a company are not limited to their ‘creditor’s interest’ in the payment of their payable claims; they also primarily have an interest in continuing their relationship with the company. In addition, public interests can be involved in the company’s continuity. The question of whether, under specific circumstances, the shareholder should also take these interests into account in his financing decisions, remains.

22.2.3 Sub-questions

To answer the main question of the subject study, a number of sub-questions arise. These sub-questions are addressed in the last section of this summary, offering a picture of the shareholder’s discretion to decide on the financing of the private company under Dutch law. The sub-questions are as follows:

- vi. What role does the term ‘undercapitalization’ play in the regulation of the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company?
- vii. What limits are there on the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company in terms of withdrawing capital from a company or entering into other types of transactions with a company that reduce the assets of the company?
- viii. What limits are there on the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company in terms of financing a company upon incorporation and at the start or change of business activities?
- ix. What limits are there on the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company in terms of financing a company using loan capital issued by shareholders themselves?
- x. How should complex capital withdrawals by shareholders comprised of closely related (legal) transactions be regulated?

22.3 Demarcation and justification of the study

22.3.1 The private (unlisted) company

For a number of reasons, this study is aimed at the privately held company, rather than the listed company.¹⁵ Firstly, the problems studied are especially prone to occurring in private companies. Due to the interest they hold or due to their involvement in the company on any other account, the shareholders in such companies can usually exercise considerable influence on the company’s monetary

¹⁵ The subject study starts from the statutory provisions that apply to the closed corporation, *GmbH* and *BV*. Since 1 October 2012, a *BV* can also have an ‘open character’, just as an *NV* can have a ‘closed character’.

policies. Because the interests of shareholders and company creditors do not always run in parallel, great shareholder influence can imply a larger risk that the company and its creditors will be exposed to unreasonable risks. Given that the policy of the listed company with widespread shareholdings is primarily determined by the board, this conflict of interests plays a less pertinent role here.¹⁶

The previously mentioned relaxation of the *BV*-rules also justifies the study's focus on the private company. The abolishment of capital protection and the introduction of open formulated (liability) standards give rise to the question regarding the responsibility that the shareholder bears for adequate funding. In part based on the experience with foreign flexible private company law, this study tries to work out the details of these standards.

22.3.2 *The role of the shareholder*

The role of the shareholder in funding the company is the main issue in this dissertation. The responsibility and the possible liability of directors only become an issue if the legislature allocates a specific task regarding the funding of the company to the board of directors. For further analyses of the board's role, please refer to the extensive literature on D&O liability that has been published in the past few years.¹⁷

The study focuses on the shareholder for a number of reasons. If a company encounters financial problems or is declared bankrupt, the aggrieved parties often look to the directors. That is understandable and often appropriate, given that the board is primarily responsible for the company's financial policies. However, this responsibility does not detract from the responsibility and possible liability of shareholders on account of their own involvement in the company's funding. For example, shareholders rather than the directors primarily decide on the amount of equity that is used to fund the company. In addition, it is the shareholders (as recipients of the withdrawn means) rather than the directors who are enriched by any capital withdrawals prior to the bankruptcy. Even if the company's bankruptcy was caused by the unreasonable funding of a company by loan capital, casting a critical glance at the shareholders involved is justified. After all, the shareholder is the primary beneficiary of this high-risk financing structure. Thus, in companies in a private limited context, it is frequently the shareholder who insists on a high-risk capital structure at the time the company is incorporated, in the event of a financial

¹⁶ Kraakman e.a. 2009, p. 117.

¹⁷ See, for example, Assink 2007 and Strik 2010. In particular on the role of the board in capital withdrawals by shareholders, see, *inter alia*, Lennarts 2012, Stokkermans 2012, Viëtor & Scheentjes 2012, Mol 2012, Barneveld 2012b, Raaijmakers 2011, Barneveld 2011c, Brink-van der Meer, Huizink & Ledeboer 2011, Barneveld 2009c, Huizink 2009b, Verkerk 2008, Bier & Van der Zanden 2007, Lennarts 2007, Bier 2006a, De Kluiver 2006.

restructuring or in the scope of a takeover. Placing liability consequences exclusively on directors because of inadequate funding not only ignores the formal and actual influence of many shareholders on the establishment of the financial structure, it also ignores the fact that high-risk funding primarily serves shareholder interest.

22.4 Regulation of shareholder funding from a (legal) economic perspective

The main rule that shareholders are entitled to the company's unlimited profit potential, but only share in potential losses up to their contribution, means that shareholders can externalize costs to creditors and other company stakeholders. Thus, the risks resulting from a high-risk financing structure are not only borne by the shareholder, but also – and sometimes primarily – by these parties.¹⁸ Many professional creditors, such as banks and credit companies, are perfectly able to protect themselves against these risks. For example, they usually stipulate compensation for these risks in the form of a risk premium on the interest rate that the company has to pay on the credit. In addition, the professional creditors can stipulate personal guarantees from shareholders and, in this way, contract around the limited liability shield; they may also demand security on the company's assets. Moreover, loan agreements usually impose contractual limitations on shareholders' ability to change the company's risk profile *ex post* – that is, after the credit has been furnished – for example by making distributions, raising additional loan capital or changing the risk profile of the business activities. However, there is no such thing as a totally infallible credit agreement, so that the shareholder sometimes can prejudice professional creditors by changing the company's risk profile beyond the expectations of the parties.

Not all of the company's creditors are capable of protecting themselves against a transfer of risks by shareholders. Trade creditors, employees, consumers and, in particular, involuntary creditors are frequently not in a position where they can influence the terms and conditions of their relationship with the company. This means that, to a certain degree, shareholders can externalize the costs of the business to specific creditors of the company, especially if they undercapitalize the company, withdraw capital from the company or have the company raise extra loan capital.

In the run-up to the credit crisis, it was demonstrated that shareholders sometimes prefer a (too) high-risk financing structure on rational grounds;¹⁹ this gives rise to the question regarding how the law must impose limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company. In my opinion, limited liability serves to protect shareholders from run-of-the-mill company risks and special, unforeseen risks. However, it does not aim to enable shareholders to pass on reasonably foreseeable costs to third parties. For that reason, I believe that under

¹⁸ See Chapter 3 for more details.

¹⁹ See Chapter 2 for more details.

specific circumstances, shareholders may have the responsibility to adequately fund the company at the time it is incorporated or when its activities have changed, such that the funding is in reasonable proportion to the nature and scope of the business activities and the risks resulting from this. Nor may shareholders expose creditors to risks that they reasonably did not have to allow for by capital withdrawals and leveraging. In short, the regulation of shareholder funding serves to prevent shareholders from externalizing reasonably foreseeable costs to the creditors and other stakeholders of the company.

22.5 Four doctrines that regulate the shareholder's discretion to decide on the financing of the company

22.5.1 Company law regulation of capital and distributions

In many countries, the emphasis on the regulation of shareholder funding has shifted from absolute capital protection rules to generally formulated liability standards. For example, in all three jurisdictions studied, the focus is currently on the regulation of capital withdrawals by shareholders, even though few requirements are outlined for the contribution by the shareholders. In all countries studied, distributions to shareholders must initially satisfy a balance sheet test and (de facto) an economic test.²⁰ Germany has the most stringent balance sheet test, given that distributions are only permitted to the extent that equity exceeds the *Stammkapital*. Most U.S. states have the more flexible rule that allows the *entire* equity to be distributed to the shareholders. Since the review of 1 October 2012, the Dutch rules as outlined in Section 2:216 DCC are the most flexible in this respect, because no balance sheet test is prescribed (in the absence of reserves that must be maintained by law or pursuant to the articles of association). This means that distributions in the event of or resulting in a negative equity are possible, even if there is no profit in the current financial year.

In all countries studied, the second economic test – in brief – holds that it must be reasonably foreseeable that the company's continuity will not be at issue after the distribution. This test is not grafted on the company's financial statements, but requires a reasonable opinion of the company's ability to continue to fulfil its due and payable obligations in the future. This assessment should not be limited to the company's (forecast) liquidity position; the anticipated solvency, profit margins and sales must also be included in the analysis. It is *communis opinio* that this distribution test is more imprecise and therefore leads to more uncertainty regarding the permissibility of a distribution, but also that creditors derive the most protection from this test.

20 For America, see Chapter 5; for Germany, see Chapter 11, for the Netherlands, see Chapter 17.

In all jurisdictions studied, the board fulfils a prominent role in distributions to shareholders; shareholders cannot withdraw capital from the company without the board's intervention. All countries studied provide for liability rules for directors that cooperate in or approve a distribution, even though they knew or should have foreseen that the distribution would lead to continuity problems.

The company law of the various jurisdictions also recognizes a restitution obligation for shareholders that have received an unauthorized distribution, although there are some differences between these rules. For example, the U.S. model act – the RMBCA – only offers directors who are held liable the possibility to seek redress from the shareholders who received the distribution. In most American states, under company law, a claim for repayment can only be brought against shareholders if they were aware of the unauthorized nature of the distribution. However, based on the common law rules, a claim for repayment can also be brought against shareholders who received a dividend *in good faith*, provided that the company was insolvent at the time the distribution was made.

In Germany, based on § 31 GmbHG, a claim for repayment can be brought against shareholders if the distribution was made in breach of the capital protection rules. This repayment obligation also applies to the shareholder who receives dividends in good faith. The *GmbH-Gesetz* also provides for an alternative liability of shareholders for distributions to their fellow shareholders if it proves impossible to seek redress against those fellow shareholders.

By virtue of the Dutch distribution rules in Section 2:216 (3) DCC, shareholders who received a distribution even though they knew or should have foreseen that after the distribution, the company would be unable to continue to pay its due and payable obligations, can be sued by the company to make up for the deficit that occurred as a result of the distribution, up to no more than the amount or the value of the distribution received by the shareholder, plus the statutory interest as of the day of the distribution. Even though based on the rules initially proposed in the preliminary draft of the *Flex-BV* Act, a claim for repayment could also be brought against the shareholder who acted in good faith, Section 2:216 DCC thus does not provide for liability of the shareholder who acted in good faith.

22.5.2 Bankruptcy law limits on capital withdrawals

The shareholder's discretion to decide on the financing of the company is not only regulated by company law rules; bankruptcy law also imposes limits on this discretion. By invoking bankruptcy law provisions, a trustee can sometimes challenge a capital withdrawal by a shareholder. For this reason, the bankruptcy law doctrines that serve to avoid prejudicial transactions are a functional equivalent of the distribution rules. For example, in the U.S., fraudulent transfer law plays an important role in the regulation of transactions between the company and its

shareholders.²¹ American trustees who seek to avoid a distribution rely more frequently on the bankruptcy law doctrine of fraudulent transfers than on the company law rules. In the U.S., a trustee – and sometimes an individual creditor, as well – can nullify a transfer by the company to a shareholder if the company did not receive a reasonably equivalent value in exchange and, after the transaction, became insolvent or was left with an unreasonably small capital. This does not require that the shareholder be aware of the unauthorized nature of the transaction. Even though there is no German case law in which the *Insolvenzanfechtung* is applied to distributions to shareholders, a growing number of legal authors in Germany does argue that distributions can be nullified based on this bankruptcy law doctrine.²² However, opinions differ regarding the way in which reclaiming distributions should be incorporated in the highly complex system of the *Insolvenzanfechtung*. In the Netherlands, it is common opinion that distribution resolutions can be nullified by means of an *actio pauliana*.²³ In recent years, trustees appear to be using this possibility more and more often.

22.5.3 Piercing the corporate veil

In all jurisdictions studied, the involvement by the shareholder in the financing of the company can also lead to a direct or indirect piercing of the corporate veil. The term ‘piercing the corporate veil’ expresses the fact that despite the privilege of limited liability, the shareholder is nevertheless liable to the company’s creditors or to the company itself, because the corporate veil is being pierced or because the shareholder’s acts or omissions qualify as a wrongful act. Even though the dogmatic basis and details of the ‘piercing the corporate veil’ doctrine differ for each country, there are nevertheless a number of similarities between the countries. First of all, what stands out is that in all jurisdictions the ‘piercing the corporate veil’ doctrine as developed in case law has a strongly contextual and case-based character. American judges frequently use metaphors and long lists of relevant circumstances for piercing the corporate veil, which frequently conceal the underlying considerations.²⁴ Even though the German *Bundesgerichtshof* substantiates its rulings with clear findings and extensive references to legislation, case law and literature, on a number of occasions it has significantly amended the ‘piercing the corporate veil’ doctrine.²⁵ In the Netherlands, the ‘piercing the corporate veil’ case law is also very much case based.²⁶ The Supreme Court’s findings frequently focus on the specific circumstances of the case at issue, without formulating any general rules.

21 See Chapter 6.

22 See Chapter 12.

23 See Chapter 18.

24 See Chapter 7.

25 See Chapter 13.

26 See Chapter 19.

Despite this contextual and case-based character of the ‘piercing the corporate veil’ case law, the contours of the doctrine can be outlined in general terms; a number of similarities between the various countries stand out in this regard. For example, in all jurisdictions studied, piercing the corporate veil has exclusively been assumed in private companies with a limited number of shareholders. In addition, capital withdrawals at a time when the shareholder could foresee that after the withdrawal, the company would encounter continuity problems, can constitute a reason for piercing the corporate veil in all countries studied.

However, the consequences of ‘piercing the corporate veil’ are not the same in all countries. For example, in the American veil piercing proceedings, unauthorized withdrawals usually lead to direct liability of the shareholder to a specific creditor. In Germany, *existenzvernichtenden Eingriffe* no longer lead to any direct piercing of the corporate veil, but qualify as an *unerlaubte Handlung* vis-à-vis the company, so that the claim for compensation must be lodged by the company – usually the trustee in bankruptcy. In the Netherlands, unauthorized capital withdrawals may constitute a wrongful act vis-à-vis the collective creditors. This means that both an individual creditor and the bankruptcy trustee acting on behalf of the collective creditors can commence legal action against the shareholder.

22.5.4 Special rules for shareholder loans

Under American and German law, special rules apply to loans that the shareholder makes to the company. For example, since *MoMiG*’s implementation in Germany in 2008, in a bankruptcy, all loans furnished by shareholders are subordinated to the claims of the other creditors.²⁷ Security that the company established for shareholder loans has no effect in bankruptcy; the trustee can nullify all repayments that the company made towards a shareholder loan in the period of one year prior to the bankruptcy. Thus, the German legislature opts for a very absolute regulation of shareholder credit and of the “*fragwürdige*” repayments made towards such credit. The American *Bankruptcy Code* also offers the possibility of subordinating shareholder claims and transferring the security on such claims to the bankrupt estate; however, these rules are based on a different notion.²⁸ Where the subordination rules in Germany seem to be based on a vague notion of the general financing responsibility of shareholders, the bankruptcy trustee in the US, in order to successfully invoke subordination, has to demonstrate that the shareholder can be blamed for inequitable conduct towards the company’s creditors. The American *Bankruptcy Code* also offers the possibility of nullifying payments to certain

²⁷ Loans furnished by shareholders who hold less than 10% of the shares in a company and who are not directors of the company fall outside the subordination rules.

²⁸ See Chapter 8.

shareholders; however, this requires – in brief – that the company be insolvent at the time of payment and where payment was not made “*in the ordinary course of business or financial affairs*”. Thus, on this point as well, the American rules reflect a different approach as compared to the absolute German standard. The Netherlands does not have any special standards for shareholder loans.²⁹ For this reason, some authors advocate for the introduction of rules where shareholder loans can be subordinated in the event of bankruptcy, and where payments made on those loans can be nullified. On the other hand, others argue that the current system offers sufficient tools to challenge any prejudice caused by shareholder loans.

22.6 The limits on the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company under Dutch law

Based on the analysis in the previous chapters of the four doctrines discussed above, the sub-questions formulated in the introduction of this chapter can be answered. Based on those answers, the limits on the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company are presented below.

22.6.1 What role does the term ‘undercapitalization’ play in the regulation of the shareholder’s discretion to decide on the financing of the company?

22.6.1.1 A vague term

The exact contents of the term ‘undercapitalization’ and its standard meaning are not clear. The term hardly plays any role in the Dutch regulation of shareholder funding. Even though a considerable number of legal academics believe that in the Netherlands, an unwritten rule applies to the effect that the funding of the company must be in reasonable proportion to the activities the company develops; the term is rarely used in case law. In part, this may be because different authors attach different meanings to the term.

The term *undercapitalization* is frequently used in American case law and literature; however, in the US, as well, not everyone seems to understand this term in the same way. Even though there is case law from which it may be inferred that undercapitalization may constitute grounds for the liability of shareholders, and a considerable number of American authors have advocated in favour of such a rule, based on a majority of American rulings it may be concluded that without additional circumstances, in and of itself, undercapitalization is insufficient to assume the liability of shareholders or subordination of shareholder loans. It is clear that capital withdrawals by shareholders that result in an *unreasonably small capital* can be reclaimed in bankruptcy.

²⁹ See Chapter 20.

In Germany, there is a very great deal of legal literature on *Unterkapitalisierung*, and apparently a more uniform understanding of this term. Until the review of 2008, the term ‘nominal undercapitalization’ was used if the shareholders failed to fund the company with adequate capital, but did furnish loans to satisfy the company’s financial needs. In that case, the shareholder loans had to be subordinated. Given that since 2008, shareholder loans are *automatically* subordinated, ‘nominal undercapitalization’ is no longer a legally relevant term. In Germany, the term ‘substantive undercapitalization’ refers to situations where the shareholders have failed to fund the company with adequate equity in light of the scope and nature of the activities developed. A large number of legal academics support the introduction of the standard that shareholders can be liable vis-à-vis the company’s creditors based on substantive undercapitalization. The BGH has never accepted such a rule, but did explicitly leave open the possibility that substantive undercapitalization can qualify as a *unerlaubte Handlung* of the shareholder in the sense of § 826 BGB.

22.6.1.2 The normative role of undercapitalization

In my opinion, undercapitalization has occurred if, in view of the solvency, liquidity position, forecast profitability and the insurance that the company has taken out, the company has insufficient means to safeguard its continuity. Thus, the nominal capital is not a calibration point in determining undercapitalization, given that the company can meet its capital needs by both equity and loan capital. In this definition, ‘undercapitalization’ is an objective, factual term that indicates a funding shortfall, without the cause of this shortfall playing any role. Thus, a bankrupt company that was at some point in a state of undercapitalization does not justify any liability consequences for shareholders. This does not alter the fact that the determination of undercapitalization can most certainly play a role in assessing the conduct of shareholders regarding the funding of the company.

Firstly, a situation of undercapitalization – irrespective of its cause – may mean that shareholders are limited in their discretion to decide on the financing of the company because they are no longer permitted to withdraw capital from the company or keep the company going without reservation by issuing credit. Secondly, the shareholder may be responsible for *the occurrence* of the undercapitalization, for example by capital withdrawals or by creating an inadequate financial structure. For the sake of clarity, the term ‘culpable undercapitalization’ is used for these cases in the subject study to express that the shareholder can be blamed for (the occurrence of) the undercapitalization.

22.6.2 *What are the limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company in terms of withdrawing capital from the company or entering into other types of transactions with the company?*

22.6.2.1 Limits on formal distributions

All doctrines discussed above maintain the standard that the shareholder's discretion to withdraw capital from the company ends if the shareholder knows or reasonably should realize that after the distribution, the company will encounter continuity problems. For example, by virtue of Section 2:216 (3) DCC, the shareholder must refrain from making any distribution if he knows or should foresee that as a result, the company will encounter payment problems. The shareholder who does not receive a distribution in good faith can be sued by the company for the deficit caused by the distribution. In this context, it is irrelevant whether the shareholder contributed to the establishment of the distribution by exercising his voting right. The assessment is made at the time at which the shareholder *receives* the dividend rather than the time of the decision-making process. In the event that continuity problems are not foreseeable at the time the GM adopts the distribution resolution, but can be (and should be) foreseen at the envisaged time of making the dividend payable, the shareholder should thus refrain from the (actual) withdrawal. In that case, the interests of the company's creditors in maintaining the company's capital prevail over the interests of the shareholders in the anticipated distribution.

Established case law demonstrates that under certain circumstances, by virtue of Section 6:162 DCC, shareholders can also be required to repay any unauthorized distribution. For this to apply, the shareholder must have exercised his voting rights and thus contributed to the establishment of the distribution resolution, even though at that time, he *seriously should have allowed* for a deficit. In the event of liability due to withdrawals, the Supreme Court uses a less stringent requirement of knowledge – which will thus be satisfied more readily – than in the event of liability based on a wrongful continuation of loss-making activities. For that reason, it may be possible for the company to be undercapitalized to such an extent that the shareholders are *not* (yet) acting wrongfully by having the company continue its activities, but *are* acting wrongfully if they withdraw capital from the company at that time. I believe that this distinction is correct, given that continuation of the business will usually also be in the interest of creditors and other stakeholders, as long as there is a reasonable chance of survival. On the other hand, capital withdrawals by shareholders result in prejudice to creditors without reservation if bankruptcy follows. Moreover, capital withdrawals do not serve any of the company's short-term economic or strategic objectives, and they adversely affect the company's financial resilience. Thus, in difficult financial times, withdrawals from the company's capital should not be made. In addition, in principle a wrongful

capital withdrawal does not lead to an actual piercing of the corporate veil in the sense that the shareholder can be required to pay creditors' claims against the company, but only a repayment obligation: the shareholder must repay the company the amount withdrawn – by way of compensation – and as a result, is placed in the same position he was in before the unauthorized withdrawal. In American and German case law, capital withdrawals more frequently and more quickly lead to the liability of shareholders than the continuation of a loss-making business.

To assume liability based on an unauthorized capital withdrawal, the shareholder is not required to have extensively interfered in the company's policy; the withdrawal in combination with the knowledge mentioned above is sufficient for this purpose. In the event that there is a causal link between the distribution and the company's bankruptcy, by virtue of Section 6:162 DCC the shareholder can also be sued for any damages in excess of the amount of the distribution. In that case, the shareholder is not blamed for withdrawing capital at a time when the company was already undercapitalized, but for *causing* the undercapitalization. In that case, a repayment obligation is no longer involved, but rather liability for the damages that the creditors suffered as a result of the undercapitalization.

Sections 2:216 (3) and 6:162 DCC only point to liability if the shareholder was aware or should have been aware of the unauthorized nature of the distribution. In addition, under certain circumstances, the application to set aside a fraudulent transfer offers the trustee the possibility of reclaiming a distribution that the shareholder received *in good faith*. In my opinion, the GM's distribution resolution and the approval resolution of the board qualify as voluntary legal transactions for no consideration, so that they qualify for nullification in the event that *the company* had knowledge of prejudice in the sense of Section 42 *Fw* (Dutch Bankruptcy Act) at the time of the decision-making process. If the trustee targets the approval resolution of the board, he will have to contend and prove that at the time of (approval for) the distribution, the board knew or should have realized that this would prejudice the creditors. If the bankruptcy trustee succeeds, the nullification of the resolution eliminates the legal basis for the dividend distribution, so that the distributed capital can be reclaimed from the shareholder as unduly paid. If the company is declared bankrupt within one year after the distribution, by virtue of Section 45 *Fw*, the company is presumed to have had the previously mentioned knowledge of prejudice.

The trustee who observes directors and shareholders who knew or should have realized at the time of the distribution that the company would result in continuity problems can choose which party to sue by virtue of Section 2:216 (3) DCC. If the trustee elects to initiate legal action against the directors, they can add the shareholders as third parties to the proceedings or they can seek recourse from the shareholders. After all, the ultimate obligation to contribute is borne by the shareholders, because they were enriched by the distribution. Even if *only* the board

was aware of the continuity problems and the shareholders thus received the distribution in good faith, the trustee has two options. Based on Section 2:216 (3) DCC, he can initiate legal action against the members of the board, or he can nullify the approval resolution by invoking fraudulent transfer and subsequently reclaim the distribution from the shareholders. If the trustee manages to reclaim the dividend from the shareholders, initially the directors are in the clear: after all, the repayment has eliminated the deficit that was caused by the distribution. I believe that it is reasonable that in this situation, the adverse consequences of a distribution are placed more with the beneficiaries of the transaction, and the board's obligation to contribute is *in fact* reduced to the part of the distribution that the company cannot reclaim from its shareholders. In America, as well, the shareholder who receives the distribution in good faith can be required to repay the capital withdrawal which left the company with an *unreasonably small capital*. In Germany, shareholders receiving a distribution which results in an *Unterbilanz* in good faith are also required to repay the dividend.

Finally, it is possible that due to his role in a capital withdrawal, the shareholder qualifies as a factual policymaker. In that case, based on Section 2:216 (4) in conjunction with (3) DCC, the shareholder can be sued for the full amount of the distribution, including the part that was distributed to his fellow shareholders. If a causal link between the distribution and the bankruptcy can be demonstrated, by virtue of Section 2:248 (7) DCC, the shareholder can be sued for the entire deficit in bankruptcy. The shareholder qualifies as a factual policymaker if he directly interfered in the management of the company, coupled with brushing aside the formal board. This brushing aside can be found, for example, in the actual influence that the shareholder exercises on the board. The shareholder who extensively interferes in a refinancing of the company and in so doing, in fact, imposes his will on the formal board, qualifies as a factual policymaker under certain circumstances. The fact that interference with the company board occurred only once is no limitation.

22.6.2.2 Limits on 'de facto' distributions and reducing exposure

In addition to distributions, other types of transactions between a company and its shareholders frequently occur. Section 2:216 DCC does not directly apply to such transactions, but these transactions can nevertheless also be prejudicial to creditors and thus give rise to shareholder liability. In this context, I feel that it is useful to distinguish between 'de facto' distributions and payments that only reduce the exposure of the shareholder. In my definition, a 'de facto' distribution is involved if a transaction between the company and a shareholder or a third party, in fact, results in a decrease of the risk-bearing capital of the company in favour of a shareholder. I believe that the same standard applying to formal distributions applies to these

transactions, as well: if at the time of the ‘de facto’ distribution, the shareholder seriously had to allow for a deficit, he acts wrongfully vis-à-vis the collective creditors by accepting the distribution. As a result, from the time when the shareholder must seriously allow for a deficit, intragroup transactions must be conducted at an arm’s length basis. If the company makes interest payments on a shareholder loan during this period that do not conform to market terms, the amount paid in excess can be reclaimed from the shareholder in the event of bankruptcy by virtue of Section 6:162 DCC. If in this period, the company repays a shareholder loan that should be deemed to be part of the company’s *risk-bearing* capital due to the imbalance between equity and loan capital, the shareholder can be required to repay the means received. Finally, the shareholder also acts wrongfully if at the time when he must seriously allow for a deficit, he receives security for a loan that he previously furnished to the company.

In my opinion, a payment reducing the shareholder’s *exposure* is involved if a payment by the company to (or in favour of) a shareholder does not lead to a reduction of the *risk-bearing* capital, but results in the shareholder’s *exposure* in bankruptcy being reduced. This can occur, for example, in the repayment of a regular credit furnished by a shareholder, or in the payment of regular debts to third parties that the shareholder or other group companies have warranted. In my view, restraint should be exercised in assessing these payments. If these payments are made *voluntarily* at a time when it was foreseeable that the payments would be prejudicial to the creditors, they are subject to nullification based on Section 42 Fw, in which the trustee is considerably assisted by the probable evidence of Section 43 Fw. If the company was *required* to make the payments, the fraudulent transfer in bankruptcy law generally cannot be invoked; in principle, the payments are not wrongful, either. If the company has run into difficulties and its shareholders must seriously allow for insolvency, they should refrain from making any formal or ‘de facto’ distributions, but compulsory payments to shareholders that are made in the ordinary course of business are permitted. Wrongful conduct by the shareholder can only be involved if the payments obviously serve to reduce the shareholder’s exposure, do not serve any reasonable objective of the company or if the company’s bankruptcy is inevitable.

22.6.2.3 The role of the company interest in withdrawals

A distribution that will not result in continuity problems in the foreseeable future may nevertheless be contrary to the company’s interest. This situation will not quickly occur in the one-man private company, but can certainly occur if the company runs a more institutionalized business in which more interests are involved than those of the shareholders and of the creditors with a due and payable claim. In that case, the stakeholders of the company will not only have an interest in payment of their due and payable claims, but also in a continuation of their relationship with

the company. These interests are expressed in the company's interest. The formulation of the approval authority in Section 2:216 (2) DCC and the explanation to this section suggest that directors and shareholders do not have to take the company interest into account in distributions, as long as it is not foreseeable that the company will encounter payment problems in the near future. However, I believe that in withdrawing capital, a shareholder may not always ignore the company's independent interest. In the event of a large, institutionalized enterprise, it follows from Section 2:8 DCC that the shareholder will have to refrain from any capital withdrawals that are seriously in breach of the company's strategy. In my opinion, this also follows from the OK's final decision in the *PCM* proceedings.

22.6.3 *What are the limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company in terms of financing the company upon incorporation and the start or change of the business activities?*

22.6.3.1 Culpable undercapitalization

Shareholders can not only expose creditors to unreasonable risks by withdrawing capital from the company, but they can already do so by creating an inadequate financial structure upon the company's incorporation or at the time the activities are commenced or changed. In my opinion, the fact that the law does not require (or no longer requires) a minimum equity upon incorporation of a BV does not detract from the unwritten rule that shareholders must make an effort to properly fund the company. Shareholders are not required to provide the *best possible* funding of the company. However, I believe that the shareholder who knows or should realize that the funding is *inadequate* and who can prevent or cancel the establishment of the financial structure is acting wrongfully by nevertheless rendering his assistance in the establishment or maintenance of the financial structure. Due to the risks and uncertainties that typically surround the start of a new enterprise, it should not be rashly assumed that the shareholder could have foreseen the continuity problems. If it is nevertheless established that the shareholder should have foreseen the continuity problems at the time of incorporation, culpable undercapitalization is involved in the definition that I gave. There may be a variety of causes for culpable undercapitalization. For example, the company may have been equipped with insufficient equity to absorb reasonably foreseeable setbacks. In addition, undercapitalization can result from the fact that the company's profitability is negative, because it only bears the costs of the business that is run by the group. The undercapitalization may also be caused by the fact that the company insufficiently covered foreseeable risks for third parties through insurance.

Liability by virtue of Section 6:162 DCC due to the creation of an inadequate financial structure first of all requires the shareholder to be directly involved in the setting up of the financial structure; in addition, the shareholder knew or must have realized that this structure was inadequate and that it would therefore lead to creditor prejudice. In my opinion, the shareholder who satisfies both requirements acts wrongfully vis-à-vis the collective creditors of the company, so that the trustee can also lodge a *Peeters/Gatzen* claim against the shareholder.

22.6.3.2 Undercapitalization and risk acceptance by creditors

Previously in this study, the heterogeneity of a company's creditors was highlighted; it was concluded that an inadequate financial structure is not necessarily prejudicial to *all* creditors. In my opinion, this means that the extent to which a creditor can be deemed to have accepted the risk associated with the financial structure is relevant for liability of shareholders due to culpable undercapitalization. The bank that was or could have been fully aware of the company's financial position and nevertheless proceeded to issue financing cannot bring legal action against the shareholder based on Section 6:162 DCC if the risks materialize and the company is declared bankrupt. On the other hand, trade creditors, employees and consumers will not readily be assumed to have accepted the intrinsic risks of undercapitalization.

This distinction results in difficult questions; if the trustee brings legal action against the shareholder on behalf of the collective creditors, for example, by means of a *Peeters/Gatzen* claim, or based on Section 2:248 (7) DCC. Even though as a result of the culpable undercapitalization, the shareholder acted wrongfully vis-à-vis the *collective* creditors, perceived as a unit, it would be unreasonable if owing to the trustee's intervention, creditors who could never have initiated legal action against the shareholder independently can now pass on the accepted risk to the shareholder, because they participate in the proceeds of the claim via the bankrupt estate. This problem falls outside the scope of the subject study, but Dutch law does not appear to provide a ready-made solution.

22.6.4 *What are the limits on the shareholder's discretion to decide on the financing of the company in terms of financing the company using loan capital issued by the shareholder himself?*

Given that there are no special rules for shareholder loans in the Netherlands, these loans will have to be assessed in light of the general civil system of standards previously outlined. I believe that there are no convincing arguments to simply subordinate the claims of shareholders, as is done in Germany.³⁰ Unconditional

³⁰ See Chapter 20.

subordination of shareholder loans is not in line with flexible company law that is trying to distance itself from *ex ante* regulation formulated in absolute terms due to the objections described in Chapter 3. The special risks that are intrinsic to funding using shareholder loans do not justify expanding the current statutory framework. For example, advocates of subordination rules point to the possibility of shareholders calling in their loans the moment the company runs into difficulties. However, as indicated in par. 21.4.2.2, the wrongful act and the fraudulent transfer in bankruptcy law offer sufficient protection in this regard.

Others have submitted that shareholder loans should be subordinated, because otherwise there might be an incentive for rational shareholders to finance inefficient rescue operations, and in this way keep doomed enterprises afloat. However, because a subordination rule only has a limited effect on the evaluation of risks of the shareholder of the company in financial distress, such a rule does not prevent all rescue operations with a negative value (seen objectively); sometimes, this rule does stand in the way of rescue operations with a positive value (seen objectively). Moreover, for creditors, the wrongful act in itself offers considerable protection from the risk that an enterprise that is certain to fail is continued. The shareholder who enables a company to enter into new obligations by furnishing financing, even though he knows or should realize that the company does not have any reasonable chance of survival, acts wrongfully vis-à-vis these 'new' creditors if he fails to ensure that their claims are paid. In addition, under those circumstances, any security established in favour of the shareholder is exposed to the risk of being nullified by invoking the fraudulent transfer. Rather than an unconditional subordination of all shareholder loans that were furnished in a crisis or a general prohibition of shareholder security, inefficient rescue operations should be prevented by the threat of the wrongful act and the fraudulent transfer (in bankruptcy law). These two doctrines are supported by open standards that enable the judge to assess in retrospect whether a rescue operation had a fair chance of success.

In my opinion, a more difficult issue is involved in the situation in which the financing of the company is adequate, but virtually the *entire* company risk will be borne by the unsecured creditors *upon incorporation or at the start of the activities in the event that* the company goes bankrupt. With this financing method, the creditors are not exposed to any unreasonable bankruptcy risk, but the prejudice of the creditors lies in the fact that the shareholder limited his own exposure to the detriment of the creditors. I believe that it in a bankruptcy case, if there is an obvious imbalance between equity and loan capital, a judge will rule that part of the shareholder's contribution should have been contributed as risk-bearing capital, and that for this reason, the shareholder acted wrongfully by making this part available to the company as a loan.

22.6.5 *How should complex capital withdrawals by shareholders comprising a complex of closely related legal transactions be regulated?*

Finally, this leads to the question regarding the standardization of capital withdrawals by shareholders consisting of complex, closely related (legal) transactions, in particular *leveraged buyouts*. As indicated before, a *leveraged buyout* generally consists of an extensive capital withdrawal, without necessarily using the formal distribution possibilities. For example, the actual withdrawal may be in the fact that the target company furnishes an unsecured loan to a marginally capitalized acquisition vehicle, which immediately uses the means acquired in this way to pay the purchase price of the shares. In the event that the unsecured creditors of the company are exposed to unreasonable risks by the LBO, Section 2:216 (3) DCC does not offer any help. Even if the capital withdrawal did have the form of a formal dividend distribution or repurchase of shares, the target company's trustee in bankruptcy can do little with Section 2:216 (3) DCC or the fraudulent transfer in bankruptcy law. After all, the capital was formally withdrawn from the target by the acquisition company; as a rule, the latter company does not offer any recourse.

In the United States, LBOs and other complex transactions with shareholders are nevertheless principally regulated by the insolvency law doctrine of *fraudulent transfer law*. The fact that this doctrine, which is based on a two-party relationship, managed to capture an important role in the regulation of LBOs is primarily due to the willingness of American judges to 'consolidate' the LBO for the application of the doctrine: the judge assesses the LBO as if one transfer by the target company to the selling shareholders was involved. This is an attractive approach, because it takes into account the net effect of the entire transaction and puts the contents above the form. Nevertheless, this approach leads to difficult questions and new problems. How should the multistep transaction be qualified for the application of the *fraudulent transfer* rules? Exactly what are the consequences of impairing the entire transaction? Is it reasonable that only the shareholders who alienated their shares in the scope of the LBO are required to repay the funds they received or should the buyer of the shares, who effectuated an important part of the LBO, also be liable under certain circumstances? Finally, is it reasonable that the bank that was closely involved in setting up the new financial structure shares in the proceeds of the *fraudulent transfer claim*? Because the consequence of successfully invoking the *fraudulent transfer* rules is quite absolute (nullification), the application of this doctrine to complex transactions offers the judge insufficient discretion to take the specific circumstances of the case into account in the *ex post* assessment of the financing structure, in particular if more than two parties were involved in the transaction. I believe that this problem would equally occur in a 'consolidated' application of the Dutch fraudulent transfer in bankruptcy law to complex capital withdrawals by shareholders.

I feel that the doctrine of the wrongful act is more suitable for assessing the acts of shareholders in an LBO. The flexibility of the wrongful act standard offers more

room to standardize complex capital withdrawals subject to all relevant factors and circumstances of the specific case and makes it possible to place the substantive contents of the transaction above its formal structure. In my view, the primary issue in this assessment is the question regarding whether the company's financial resilience after the LBO was sufficient to bear the reasonably foreseeable risks. Was the LBO based on reasonable, realistic forecasts that offered sufficient room for setbacks? In the event that the LBO took unreasonable risks, can the selling shareholders and the new (purchasing) shareholders be liable to pay compensation to the collective creditors?³¹ I believe that liability of the selling shareholder is not precluded by the fact that formally, the withdrawals from the capital of the company only occurred *after* the shares were transferred to the purchasing shareholder. The selling shareholders act wrongfully if they were aware of the fact that the purchase price would be financed by withdrawals from the company's capital, and seriously had to allow for a deficit as a result. Generally, the purchasing shareholder is formally a marginally capitalized acquisition company, but is, in fact, the underlying investor. In practice, this investor is quite frequently the architect of the financing structure and often has a leading role in realizing the financing, such as in the negotiations with the financing bank. In my opinion, the fact that it is not the underlying investor itself, but an acquisition company that he incorporated for the LBO that acquires the shares in the target company should not preclude his liability without reservation. As a rule, the acquisition company can be designated as an undercapitalized company that is fully controlled by the investor, so that it is possible to 'pierce the corporate veil' to the underlying investor; the latter is acting wrongfully by creating an inadequate financial structure, while he should seriously allow for a shortfall.

22.7 Finally: the newspaper industry continues to be in some disarray

The motivation for conducting this study was borne from the public discussion and the legal proceedings generated by the *leveraged buyout* of *PCM Uitgevers* in 2004. The recent developments around the *NRC Handelsblad*, which was still being published by *PCM* in 2004, demonstrate that financing and capital withdrawal by shareholders continues to be a current topic. The *NRC* is currently in the hands of investment company *Egeria* and 'media tycoon' Derk Sauer. At the time of this book's completion, a fierce discussion was raging between the *NRC*'s works council and its directors and shareholders regarding the distribution of a considerable super dividend of almost two-and-a-half times the annual profit, even though the paper's earning model is under pressure and there have been several cuts in the paper's

31 Moreover, in this case, as well, the question regarding whether it is reasonable that all creditors benefit via the bankrupt estate from the compensation paid by the shareholders (see par. 21.4.3.2 above) also plays a role. For example, with an LBO, the financing bank will usually have been perfectly aware of the transactions and the associated risk.

staffing levels. According to the Works Council, the distribution would erode the company's solvency and liquidity position, while the shareholders take the position that the capital withdrawal is in line with the agreements made when they became shareholders. This dispute illustrates all the more the interest of a clear normative framework in re the shareholder's discretion to decide on the financing of the company.

AFKORTINGEN

1 st Cir.	United States Court of Appeal for the First Circuit
2 nd Cir.	United States Court of Appeal for the Second Circuit
3 rd Cir.	United States Court of Appeal for the Third Circuit
4 th Cir.	United States Court of Appeal for the Fourth Circuit
5 th Cir.	United States Court of Appeal for the Fifth Circuit
6 th Cir.	United States Court of Appeal for the Sixth Circuit
7 th Cir.	United States Court of Appeal for the Seventh Circuit
9 th Cir.	United States Court of Appeal for the Ninth Circuit
10 th Cir.	United States Court of Appeal for the Tenth Circuit
11 th Cir.	United States Court of Appeal for the Eleventh Circuit
II ZR	Der Zweite Zivilsenats des Bundesgerichtshofes
Aant.	Aantekening
A.2d	Atlantic Reporter, 2 nd Series
A.L.R.	American Law Reports
A-G	Advocaat-Generaal
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
App.Ct.	Appellate Court
AV	Algemene Vergadering
AVA	Algemene Vergadering van Aandeelhouders
B.R.	Bankruptcy Reporter
Bankr.	United States Bankruptcy Court
BC	Bankruptcy Code
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BV	Besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
C.D. Cal.	Central District of California
Cal.	Supreme Court of California
Cal.2d	California Reports, 2 nd Series
CCC	California Corporation Code
Ch.	Chancery Division
Ch.D.	Chancery Division
Conn.	Supreme Court of Connecticut
curs.	Cursief

D.	District
Del.	Delaware
DGCL	Delaware General Corporation Law
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
e.a.	en anderen
E.D.	Eastern District
e.v.	en verder
EBITDA	Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization
EBOR	European Business Organization Law Review
ECL	European Company Law
EG	Europese Gemeenschap
F. Supp.	Federal Supplement
F.2d	Federal Reporter, 2 nd Series
F.3d	Federal Reporter, 3 rd Series
F.Cas	Federal Cases 1789-1880
FIP	Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk
Fw	Faillissementswet
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
GWR	Gesellschaft- und Wirtschaftsrecht
HR	Hoge Raad
HvJ	Hof van Justitie van de Europese Unie
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
IW	Invorderingswet 1990
JB	Jaap Barneveld
JOR	Jurisprudentie Onderneming & recht
L. Ed.	United States Supreme Court Reports, Lawyers' Edition
L. Ed.2d	United States Supreme Court Reports, Lawyers' Edition, 2 nd Series
LBO	Leveraged buyout
LJN	Landelijk Jurisprudentie Nummer
LLC	Limited Liability Company
M.D.	Middle District
MAB	Maandblad voor accountancy en bedrijfseconomie
MBCA	Model Business Corporation Act
MBO	Management buyout
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
MvT	Memorie van Toelichting
N.D.	Northern District

N.E.	North Eastern Reporter
N.E.2d	North Eastern Reporter, 2 nd Series
N.W.	North Western Reporter
N.W.2d	North Western Reporter, 2 nd Series
N.Y.	Supreme Court of New York County
N.Y.	New York Reports
N.Y.S. 2d	New York Reports, Supplement Second Series
N.Y.S.	New York Reports, Supplement
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
nr.	(rand)nummer
NTBR	Nederlands Tijdschrift voor Burgerlijk Recht
NV	Naamloze vennootschap
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
O&F	Onderneming en Financiering
OK	Ondernemingskamer
Onderstr.	Onderstreping
OR	Ondernemingsraad
P.2d	Pacific Reporter, 2 nd Series
P.3d	Pacific Reporter, 3 rd Series
par.	paragraaf
PbEG	Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen
PbEU	Publicatieblad van de Europese Unie
q.q.	qualitate qua
r.o.	rechtsoverweging
Rb.	Rechtbank
red.	redactie
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
RO	Rechtspraak Ondernemingsrecht
ROA	return on assets
ROE	return on equity
RvC	Raad van Commisarissen
RvdW	Rechtspraak van de Week
S. Ct.	Supreme Court Reporter
S.D.	Southern District
S.E.2d	South Eastern Reporter, 2 nd Series
S.W.3d	South Western Reporter, 3 rd Series
Stb.	Staatsblad
TOP	Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk
TvAO	Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming
TvI	Tijdschrift voor Insolventierecht

TvOB	Tijdschrift voor vennootschapsrecht, rechtspersonenrecht en ondernemingsbestuur
TVVS	Maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen
U.S.	United States Reports
UFCA	Uniform Fraudulent Conveyance Act
UFTA	Uniform Fraudulent Transfer Act
USC	Code of Laws of the United States of America
V&O	Vennootschap & Onderneming
Vgl.	Vergelijk
VOC	Vereenigde Oostindische Compagnie
W.D.	Western District
Wet Flex-BV	Wet tot vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht, Stb. 2012, 299 (vaststellingswet) en Stb. 2012, 300 (invoeringswet).
Wis.2d	Wisconsin Reports, 2 nd Series
WL	Westlaw Citations
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
WvK	Wetboek van Koophandel
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium

LITERATUURLIJST

Abendroth 2006: R.J. Abendroth, 'Herfinanciering van noodlijdende ondernemingen', in: G. van Solinge e.a., *De financiering van de onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 51-65.

Abrams & Keren 2010: K. Abrams & H. Keren, 'Who is Afraid of Law and the Emotions?', *Minnesota Law Review* 2010/94, p. 1997-2074.

Ackerman & Sterret 1976: T.C. Ackerman & J.K. Sterret, 'California's New Approach to Dividends and Reacquisitions of Shares', *U.C.L.A. Law Review* 1976/23, p. 1052-1093.

Altmeyden 2005: H. Altmeyden, 'Änderungen der Kapitalersatz- und Insolvenzsverschleppungshaftung aus "deutsch-europäischer" Sicht', *NJW* 2005/58, p. 1911-1915.

Altmeyden 2007: H. Altmeyden, 'Abschied vom "Durchgriff" im Kapitalgesellschaftsrecht', *NJW* 2007/37, p. 2657-2660.

Altmeyden 2008a: H. Altmeyden, 'Zur vorsätzlichen Gläubigerschädigung, Existenzvernichtung und materiellen Unterkapitalisierung in der GmbH', *ZIP* 2008/27, p. 1201-1207.

Altmeyden 2008b: H. Altmeyden, 'Das neue Recht der Gesellschafterdarlehen in der Praxis', *NJW* 2008, p. 3601-3608.

Amess & Wright 2007: K. Amess & M. Wright, 'The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK', *International Journal of the Economics and Business* 2007/14, p. 179-195.

Andres, Leithaus & Dahl 2011: D. Andres, R. Leithaus & M. Dahl, *Insolvenzordnung (InsO). Kommentar*, München: Beck 2011.

Armour 2000: J. Armour, 'Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law', *The Modern Law Review* 2000, p. 355-378.

Armour, Black & Cheffins 2010: J. Armour, B.S. Black & B.R. Cheffins, 'Is Delaware Losing its Cases?', *Northwestern Law & Economics Research Paper No. 10-03*, 25 maart 2010, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1578404.

Asquith & Wizman: P. Asquith & T.A. Wizman, 'Event risk, covenants and bondholders returns in leveraged buyouts', *Journal of Financial Economics* 1990/27, p. 195-213.

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-I* 2008: A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht, Verbintenissenrecht, Deel I, De verbintenis in het algemeen, eerste gedeelte*, Deventer: Kluwer 2008.

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-III* 2010: A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht, Verbintenissenrecht, Deel III, Algemeen overeenkomstenrecht*, Deventer: Kluwer 2010.

Asser/Maeijer 2-III 2000: J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, Deel III, De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Tjeenk Willink 2000.

Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009: J.M.M. Maeijer, G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht, Rechtspersonenrecht, Deel II, De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Asser/Van der Grinten/Maeijer 2-II 1997: J.M.M. Maeijer, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, Deel II, De rechtspersoon*, Deventer: Tjeenk Willink 1997.

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIA 2013: G. Van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk recht, Rechtspersonenrecht, NV en BV, Deel IIA, Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer: Kluwer 2013.

Assink 2007: B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag. Binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware*, Deventer: Kluwer 2007.

Assink 2009: B.F. Assink, 'Facetten van verantwoordelijkheid in hedendaags ondernemingsbestuur', in: *Preadviezen voor de Vereeniging 'Handelsrecht'*, Deventer: Kluwer 2009, p. 5-195.

Assink 2010: B.F. Assink, *De Januskop van het ondernemingsrecht, over facilitëring en regulering van ondernemerschap* (oratie Rotterdam), Deventer: Kluwer 2010.

Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach 2010: U. Axelson, T. Jenkinson, P.J. Strömberg & M.S. Weisbach, 'Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts' (10 oktober 2012), *Charles A. Dice Center Working Paper No. 2010-9, Fisher College of Business Working Paper No. 2010-03-009*, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1596019.

Bainbridge 2001: S.M. Bainbridge, 'Abolish Veil Piercing', *Journal of Corporation Law* 2001/26, p. 479-535.

Bainbridge 2002: S.M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press 2002.

Bainbridge 2005: S.M. Bainbridge, 'Abolish LLC Veil Piercing', *University of Illinois Law Review* 2005, p. 77-106.

Bainbridge 2009: S.M. Bainbridge, *Corporate Law*, New York: Thomson/West 2009.

Baird & Jackson 1985: D.G. Baird & T.H. Jackson, 'Fraudulent Conveyance Law and its Proper Domain', *Vanderbilt Law Review* 1985/38, p. 829-855.

Baird & Morrison 2005: D.G. Baird & E.R. Morrison, 'Serial Entrepreneurs and Small Business Bankruptcies', *Columbia Law Review* 2005, p. 3210-2368.

Baird 1994: D.G. Baird, 'Security Interests Reconsidered', *Virginia Law Review* 1994, p. 2249-2271.

Baird 2006: D.G. Baird, 'Legal Approaches to Restricting Distributions to Shareholders: The Role of Fraudulent Transfer Law', *EBOR* 2006/7, p. 199-215.

Bakker & Wassenaar 2010: P.S. Bakker & I. Wassenaar, 'Comsys: doorbraak zonder peildatum', *TOP* 2010, p. 24-29.

Ballantine 1946: H.W. Ballantine, *Ballantine on Corporations*, Chicago: Callaghan 1946.

Bamberger/Roth 2012: H.G. Bamberger & H. Roth, *Beck'scher Online-Kommentar*, München: Beck 2012 (stand: 1 mei 2012).

Barber 1981: D.H. Barber, 'Piercing the Corporate Veil', *Willamette Law Review* 1981/17, p. 371-404.

Barneveld 2009a: J. Barneveld, 'PCM & private equity. Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR* 2009/6791, p. 230-238.

Barneveld 2009b: J. Barneveld, 'Legal Capital and Creditor Protection. Some Comparative Remarks', in: D.F.M.M. Zaman e.a. (red), *The European Private Company (SPE). A Critical Analysis of the EU Draft Statute*, Antwerpen: Intersentia 2009, p. 81-102.

Barneveld 2009c: J. Barneveld, 'Flexibele regels inzake uitkeringen. Over doorbraak, restitutie & aansprakelijkheid', *WPNR* 2009/6809, p. 693-701.

Barneveld 2011a: J. Barneveld, 'De leveraged buy-out van PCM Uitgevers: wanbeleid. Noot bij Hof Amsterdam 27 mei 2010, LJN BM5928', *Ondernemingsrecht* 2010/91.

Barneveld 2011b: J. Barneveld, 'Leveraged buy-out & faillissement. Over risico-afwenteling door aandeelhouders', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 195-213.

Barneveld 2011c: J. Barneveld, 'Dividend, decharge & disculpatie', *WPNR* 2011/6874, p. 559-563.

Barneveld 2012a: J. Barneveld, 'Survival of the fattest? Over financiering van systeembanken met risicodragend vermogen', *Nederlands Juristenblad* 2012/586, p. 651-661.

Barneveld 2012b: J. Barneveld, 'Aansprakelijkheid van bestuurders en accountants vanwege uitkeringen onder een flexibel BV-recht', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2012/2, p. 47-51.

Barneveld 2012c: J. Barneveld, 'De toekomst van kapitaalregels: verhaal verzekerd?', in: *Piet Sanders. Een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom 2012, p. 55-61.

Barneveld 2013a: 'De AIFM-richtlijn: geen verbod op *asset stripping*, maar een bestuursrechtelijke uitkeringsregeling', *WPNR* 2013/6963, p. 127-131.

Barneveld 2013b: J. Barneveld, 'Financiering van de flex-BV en de aansprakelijkheid van derden. Voordracht voor de Vereniging *Corporate Litigation*', in: M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2012-2013*, Deventer: Kluwer 2013, p. 169-182.

Bartman & De Groot 2012: S.M. Bartman & C. de Groot, 'De aanwijzingsbevoegdheid van de algemene vergadering van aandeelhouders, een lastig leerstuk', in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 247-274.

Bartman 1989: S.M. Bartman, *Concernbeleid en aansprakelijkheid*, Deventer: Kluwer 1989.

Bartman 1992: S.M. Bartman, *Onderneming in (kort) geding 1990/1991*, Arnhem: Gouda Quint 1992.

Bartman 2000: S.M. Bartman, 'Onrechtmatige daad en vereenzelviging: een interactief paar', *WPNR* 2000/6422, p. 795-797.

Bartman 2010: S.M. Bartman, 'Gevaarzetting en doorbraak van aansprakelijkheid', *Ars Aequi* 2010, p. 102-105.

Bartman 2011: S.M. Bartman, 'Bestuurdersaansprakelijkheid wegens selectieve (wan)betaling. Een klusje voor de business judgment rule', *Ars Aequi* 2011, p. 126-130.

Bartman/Dorresteyn 2009: S.M. Bartman & A.F.M. Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2009.

Bauman 2010: J.D. Bauman, *Corporations Law and Policy*, Thomson/West 2010.

Baumbach/Hueck 2013: A. Baumbach & A. Hueck, *GmbH-Gesetz*, München: Beck 2013.

Baums 2011: T. Baums, 'Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung', *ZHR* 2011/175, p. 161-204.

Bayer & Lieder 2005: W. Bayer & J. Lieder, 'Darlehen der GmbH an Gesellschafter und Sicherheiten aus dem GmbH-Vermögen für Gesellschafterverbindlichkeiten', *ZGR* 2005, p. 133-153.

Bayer & Schmidt 2009: W. Bayer & J. Schmidt, 'Die Reform der Kapitalaufbringung bei der Aktiengesellschaft durch das ARUG', *ZGR* 2009, p. 805-846.

- Bayer 2007:** W. Bayer, 'Moderner Kapitalschutz', *ZGR* 2007, p. 220-240.
- Bebchuck & Fried 1996:** L.A. Bebhuck & J.M. Fried, 'The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy', *Yale Law Journal* 1996/105, p. 857-934.
- Beck 2006:** S.M. Beck, *Kritik des Eigenkapitalersatzrechts*, Frankfurt: Peter Lang 2006.
- Beckman & Krens 2010:** H. Beckman & F. Krens, *Compendium voor de jaarrekening*, Deventer: Kluwer 2010.
- Beckman 1994:** H. Beckman, 'Decharge en interne aansprakelijkheid', in: J.R. Glasz, H. Beckman & J.A.M. Bos, *Bestuur en toezicht*, Deventer: Kluwer 1994, p. 247-310.
- Beckman 2004:** H. Beckman, 'Minimumkapitaal, aansprakelijkheid en publiciteit: wat moet de crediteur hiermee?', *Ondernemingsrecht* 2004, p. 22-24.
- Beckman 2006:** H. Beckman, 'Inleiding ondernemingsfinanciering', in: Van Solinge e.a., *De financiering van de Onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 1-21.
- Beckman 2012:** H. Beckman, 'De uitkeringstoets', *Ondernemingsrecht* 2012/117, p. 632-636.
- Bekkers 2003:** W.M.J. Bekkers, 'Over de toepasselijkheid van artikel 2:105 en 2:216 BW heen', *TvI* 2003, p. 224-228.
- Belinfante 1890:** Staatscommissie tot Herziening van het Wetboek van Koophandel, *Ontwerpen van wetten op de vennootschappen en andere: met toelichtingen*, Den Haag: Belinfante 1890.
- Ben-Dror 1983:** Y. Ben-Dror, 'An Empirical Study of Distribution Rules Under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected?', *Davis Law Review* 1982/16, p. 375-418.
- Berle & Means 1932:** A.A. Berle & G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.
- Berle 1929:** A.A. Berle, 'Investors and the Revised Delaware Corporation Act', *Columbia Law Review* 1929, p. 563-581.
- Bier & Van der Zanden 2007:** P.M. van der Zanden & B. Bier, 'Besluitvorming van het bestuur rondom uitkeringen in de flexibele BV', *TvOB* 2007/1, p. 11-14.

Bier 2003: B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2003.

Bier 2004a: B. Bier, 'De verrassingen rondom de stortingsplicht op aandelen', *O&F* 2004/64, p. 32-37.

Bier 2004b: B. Bier, 'Kapitaalbescherming: overbodig of nodig?', *Ondernemingsrecht* 2004/5, p. 10-16.

Bier 2006a: B. Bier, 'Het verleden, heden en de toekomst van de kapitaalbescherming', in: T.P. van Duuren & B. Bier, *De Vereenvoudigde BV (Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht')*, Deventer: Kluwer 2006, p. 181-283.

Bier 2006b: B. Bier, 'De marge van decharge', in: M.J. Kroeze e.a. (red.), *Verantwoording aan Hans Beckman*, Deventer: Kluwer 2006, p. 37-48.

Bier 2007a: B. Bier, 'Kapitaalbescherming nieuwe stijl', *TOP* 2007/6, p. 252-257.

Bier 2007b: B. Bier, 'Tot inkeer over de uitkering', in: H. Beckman e.a., *De nieuwe macht van de kapitaalverschaffer*, Deventer: Kluwer 2007, p. 105-120.

Bier 2008: B. Bier, 'Kapitaal en kapitaalbescherming', in: F.J. Oranje e.a., *Het nieuwe BV-recht voor de praktijk. Preadvies KNB*, Den Haag: SDU Uitgevers 2008, p. 169-281.

Bier 2010: B. Bier, 'Rondom decharge', *TOP* 2010/8, p. 299-305.

Bier 2012: B. Bier, 'Betekent winstrecht ook recht op winst?', in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 163-208.

Bier 2013: B. Bier, 'No asset-stripping?', *Ondernemingsrecht* 2013/74.

Billet, Jiang & Lie 2008: M.T. Billet, Z. Jiang & E. Lie, 'The role of bondholder wealth expropriation in lbo transactions', 2008, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1107448.

Black 2010: B. Black, *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, Thomson/West (update 2010).

Blair & Stout 1999: M.M. Blair & L.A. Stout, 'A Team Production Theory of Corporate Law', *Virginia Law Review* 1999, p. 247-328.

Blair & Stout 2005: M.M. Blair & L.A. Stout, 'Specific Investment and Corporate Law', *EBOR* 2006/7, p. 473-500.

Blair 2003: M.M. Blair, 'Locking In Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century', *U.C.L.A. Law Review* 2003, p. 387-455.

Blomkwist 2007: J.W.H. Blomkwist, 'De functie van het bankkrediet', *TvI* 2007/19, p. 102-108.

Blumberg 1986: P.I. Blumberg, 'Limited Liability and Corporate Groups', *Journal of Corporation Law* 1986/11, p. 573-631.

Blumberg e.a. 2010: P.I. Blumberg, K.A. Strasser, N.L. Georgakopoulos & E.J. Gouvin, *Blumberg on Corporate Groups*, Aspen Publishers (tot update 2010).

Böcker 2006: P. Böcker, '§§ 30, 31 GmbHG im Wandel. Zwei Jahre nach BGHZ 157, 72 – auch positive Impulse?', *ZGR* 2006, p. 213-239.

Boot & Cools 2007: A.W.A. Boot & K. Cools, 'Private equity en activistische aandeelhouders: Bestuur onder vuur', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme, preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam 2007, p. 15-56.

Boot 2005: A.W.A. Boot, 'De financieringstheorie na Limpberg', *MAB* 2005, p. 141-147.

Bork 2007: R. Bork, 'Abschaffung des Eigenkapitalersatzrechts zugunsten des Insolvenzrechts?', *ZGR* 2007/2, p. 250-270.

Borrius 2013: Y. Borrius, 'Bestuurdersaansprakelijkheid en de uitkering van winst bij de B.V.', *Ondernemingsrecht* 2013/79.

Boschma & Schutte-Veenstra 2012a: H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'De tanden van het vennootschapsrecht; een eerste verkenning van het sanctiearsenaal', *Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS* 2012/2, p. 51-73.

Boschma & Schutte-Veenstra 2012b: H.E. Boschma & J.N. Schutte-Veenstra, 'De BV uit de steigers!', *Ondernemingsrecht* 2012/116, p. 623-631.

Boschma, Lennarts & Schutte-Veenstra 2005: H.E. Boschma, M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming. Eindrapport*, 18 augustus 2005.

Boyd & Hoffman 2010: C.L. Boyd & D.A. Hoffman, 'Disputing Limited Liability', *Northwestern University Law Review* 2010/104, p. 853-916.

Bratton 2006: W.W. Bratton, 'Bond Covenants and Creditor Protection: Economics, Law, Theory and Practice, Substance and Process', *EBOR* 2006/7, p. 39-87.

Bratton 2008: W.W. Bratton, *Corporate Finance*, New York: Foundation Press 2008.

Brealey & Myers 2003: R.A. Brealey & S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill 2003.

Brealey, Myers & Marcus 2007: R.A. Brealey, S.C. Myers & A.J. Marcus, *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill 2007.

Brecht, Mayer & Wagner 2007: M. Becht, C. Mayer & H.F. Wagner, 'Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry', *ECGI Law Working Paper no. 70/2006*, 2007.

Briggs 1933: L.L. Briggs, 'Stockholders' Liability for Unlawful Dividends', *Temple Law Quarterly* 1933/8, p. 145-184.

Brink 2009: M. Brink, 'Van wie is de winst?', in: P.H.J. Essers & G.T.M.J. Raaijmakers, *Met Recht. Liber Amicorum Th. Raaijmakers*, Deventer: Kluwer 2009, p. 53-61.

Brink-van der Meer, Huizink & Ledeboer 2011: J.E. Brink-van der Meer, J.B. Huizink & P.A. Ledeboer, 'Dividend & decharge', *WPNR* 2011/6874, p. 123-124.

Bruining, Boselie, Wright & Bacon 2005: H. Bruining, P. Boselie, M. Wright & N. Bacon, 'The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buyouts in the UK and the Netherlands', *International Journal of Human Resource Management* 2005, p. 345-365.

Bruloot 2012: D. Bruloot, *Schuldeisersbescherming in het vennootschapsrecht: een onderzoek naar de effectiviteit van de Europese voorschriften inzake vennootschapskapitaal en van alternatieve beschermingstechnieken* (dissertatie Gent) 2012.

Buchner 1994: H. Buchner, 'Die Haftung im qualifizierten faktischen Konzern', *DNotZ* 1994, p. 580-606.

Buck 2005: C. Buck. *Die Kritik am Eigenkapitalersatzgedanken*, Baden-Baden: Nomos 2005.

Burrough & Helyar 1990: B. Burrough & J. Helyar, *Barbarians at the gate*, London: Jonathan Cape 1990.

Cahn & Donald 2010: Cahn & D.C. Donald, *Comparative Company Law*, Cambridge: University Press 2010.

Cahn 2006: A. Cahn, 'Equitable Subordination of Shareholder Loans?', *EBOR* 2006, p. 287-300.

Calabresi 1961: G. Calabresi, 'Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts', *Yale Law Journal* 1961, p. 499-553.

Calabresi 1970: G. Calabresi, *The Costs of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven: Yale University Press 1970.

Carney 1998: W.J. Carney, 'The Production of Corporate Law', *Southern California Law Review* 1998/71, p. 715-777.

Carney 1999: W.J. Carney, 'Limited Liability', in: *Encyclopedia of Law and Economics*, p. 659-691.

Casper 2008: M. Casper, 'Liability of the Managing Director and the Shareholder in the GmbH (Private Limited Company) in Crisis', *German Law Journal* 2009/9, p. 1125-1140.

Casper 2009: M. Casper, 'Insolvenzverschleppungs- und Insolvenzverursachungshaftung des Geschäftsführers und der Gesellschafter', in: M. Casper e.a., *Das MoMiG in Wissenschaft und Praxis*, Köln: RWS 2009, p. 187-231.

Caughan 2010: P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New Jersey: John Wiley & Sons 2010.

Cheffins & Armour 2007: B.R. Cheffins & J. Armour, 'The Eclipse of Private Equity', *ECGI Law Working Paper no. 082/2007*, beschikbaar op [ssrn.com/abstract+982114](http://ssrn.com/abstract=982114).

Choper, Coffee & Gilson 2008: J.H. Choper, J.C. Coffee & R.J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, New York: Aspen Publishers 2008.

Clark 1977: R.C. Clark, 'The Duties of the Corporate Debtor to its Creditors', *Harvard Law Review* 1977, p. 505-562.

Clark 1986: R.C. Clark, *Corporate Law*, Boston: Little Brown 1986.

Cook e.a. 2009: M.L. Cook, L.D. Paris, A. Ranney-Marinelli & K.A. Marafioti, *Fraudulent Transfers, Commercial Law and Practice Course Handbook Series* 2009.

Cook, Axelrod & Frankel 1992: M.L. Cook, B.J. Axelrod & G.S. Frankel, 'The Judicially Created "Innocent Shareholder" Defense To Constructive Fraudulent Transfer Liability In Failed Leveraged Buyouts', *South Carolina Law Review* 1992/43, p. 777-804.

Cooper Alexander 1992: J. Cooper Alexander, 'Unlimited Shareholder Liability Through a Procedural Lens', *Harvard Law Review* 1992, p. 387-445.

Cox & Hazen 2011: J.D. Cox & T.L. Hazen, *Treatise on the Law of Corporations*, Thomson/West (update 2011).

Crocker & Agsten 2010: R.D. Crocker & S.A. Agsten, 'Seventh Circuit Addresses Reasonably Equivalent Value in LBOS', *American Bankruptcy Institute Journal* 2010/29, p. 22.

Damodaran 2001: A. Damodaran, *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley 2001.

Davies 2008: P.L. Davies, *Gower and Davies' principles of modern company law*, London: Sweet & Maxwell 2008.

Davis & Kucera 2012: S.J. Davis & W.R. Kucera, 'Protecting Target Directors Who Approve a Cash Merger When the Debt Incurred in the Merger Causes the Target to Fail', *Insights* 2012/1, p. 1-6.

Davis e.a. 2011: S.J. Davis, J. Haltiwanger, R. Jarmin, J. Lerner & J. Miranda, 'Private equity and employment', *CES 08-07R* 2011, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1107175.

De Geus, Klumper & Scholten 2006: P.R. de Geus, C. Klumper & J. Scholten, *Jaarrekeninglezen voor juristen*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006.

De Jong e.a. 2007: A. de Jong e.a., *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland*, Rotterdam: Erasmus University 2007.

De Jongh 2009: J.M. de Jongh, 'Aandeelhoudersactivisme avant la lettre. De dolerende participanten van de VOC', in: M.J.A. Duker, L.J.A. Pieterse & A.J.P. Schild (red.), *WelBeraden. Beschouwingen over de rechtsontwikkeling in de rechtspraak van de Hoge Raad der Nederlanden*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2009, p. 247-271.

De Jongh 2011: J.M. de Jongh, 'Redelijkheid en billijkheid en het evenredigheidsbeginsel, in het bijzonder in de verhouding van aandeelhouders tot het bestuur', *Ondernemingsrecht* 2011/124, p. 608-618.

De Jongh 2014: J.M. de Jongh, *Tussen societas en universitas. De beursvennootschap en haar aandeelhouders in historisch perspectief* (diss. Leiden), Deventer: Kluwer 2014 (te verschijnen).

De Kluiver 2006: H.J. de Kluiver, 'Vermogensbescherming bij de BV: modernisering in internationaal perspectief', *WPNR* 2006/6676, p. 571-580.

De Kluiver 2009: H.J. de Kluiver, 'Vennootschappelijke repliek op Timmerman's grondslagen', *Ondernemingsrecht* 2009/4, p. 17-20.

De Kluiver 2013: H.J. de Kluiver, 'Het einde van de rechtspersoonlijkheid: een rechtseconomisch perspectief', in: G. van Solinge e.a., *Relativering van rechtspersoonlijkheid. Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres van het Van der Heijden Instituut op 11 en 12 november 2011*, Deventer: Kluwer 2012, p. 87-98.

De Kluiver e.a. 2004: H.J. de Kluiver e.a., *Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht. Rapport van de expertgroep ingesteld door de Minister van Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken*, 6 mei 2004.

De Korte 1984: J.P. de Korte, *De jaarlijkse financiële verantwoording in de VOC*, Leiden: Nijhoff 1984.

De Pinto 1876: A. De Pinto, *Handleiding tot het wetboek van koophandel*, Utrecht: Van der Post 1876.

De Savornin Lohman 2009: A.E.C. de Savornin Lohman, 'Struisvogelpolitiek bij het wetsvoorstel flexibilisering BV-recht', *V&O* 2009, p. 141-145.

De Weijs & Barneveld 2010: R.J. de Weijs & J. Barneveld, 'Aantasting van dividend in schijnbaar complexe transacties', *TvI* 2010/7, p. 38-47.

De Weijs 2007: R.J. de Weijs, 'Naar een flexibele benadering van wetenschap van benadeling onder de pauliana', *WPNR* 2007/6726, p. 848-857.

De Weijs 2008: R.J. de Weijs, 'Vooruit met de achterstelling: over de positie van aandeelhoudersleningen in én voor faillissement', *WPNR* 2008/6751, p. 313-320.

De Weijs 2010a: R.J. de Weijs, *Faillissementspauliana, Insolvenzanfechtung & Transaction Avoidance in Insolencies*, Deventer: Kluwer 2010.

De Weijs 2010b: R.J. de Weijs, 'Financieren met garanties door aandeelhouders: vergeten problematiek', *FIP* 2010, p. 160-165.

De Weijs 2011 (Groene Serie): R.J. de Weijs, in: *Faillissementswet, Groene Serie Privaatrecht*, Aantekeningen bij art. 42-46 Fw, Deventer: Kluwer 2011.

Dearborn 2009: M. Dearborn, 'Enterprise Liability: Reviewing and Revitalizing Liability for Corporate Groups', *California Law Review* 2009/97, p. 195.

Delfos-Roy 2007: Y.L.L.A.M. Delfos-Roy, 'Selectieve betaling', *Ondernemingsrecht*, 2007/4, p. 125-131.

Den Heijer 2005: H. den Heijer, *De geotrooieerde compagnie: de VOC en de WIC als voorlopers van de naamloze vennootschap*, Deventer: Kluwer 2005.

DeNatale & Abram 1985: A. Denatale & P.B. Abram, 'The Doctrine of Equitable Subordination as Applied to Nonmanagement Creditors', *Business Lawyer* 1985/40, p. 417-448.

Dickens 1987: J.W. Dickens, 'Equitable Subordination and Analogous Theories of Lender Liability: Toward a New Model of 'Control'', *Texas Law Review* 1987/65, p. 801-868.

Dieleman 2011: A. Dieleman, 'Flex-BV - Accountantsrol bij dividenduitkering krijgt formele status', *Accountancynieuws* 2011/20, p. 16-17.

Dieleman 2012: A. Dieleman, 'Dé uitkeringstoets voor dividenduitkeringen bestaat niet', *Accountancynieuws* 2012, p. 17-19.

Diephuis 1874: G. Diephuis, *Handboek voor het Nederlandsch handelsregt*, Groningen: Wolters 1874.

Dijstelbloem 1998: H.G.M. Dijstelbloem, 'Vermomde uitkeringen', *De Naamloze Vennootschap* 1998, p. 33 en 74-75.

Dix 1958: M.J. Dix, 'Adequate Risk Capital: The Consideration for the Benefits of Separate Incorporation', *Northwestern University Law Review* 1958/53, p. 478-494.

Dorresteyn 2006: A.F.M. Dorresteyn, 'Minder kapitaal, meer aansprakelijkheid?', *WPNR* 2006/6676, p. 590-591.

Dorsman 2003: A.B. Dorsman, 'Achtergesteld vermogen is niet altijd garantievermogen', *MAB* 2003, p. 119-121.

Dortmond 2009: P.J. Dortmond, 'De tweede nota van wijziging bij het wetsvoorstel flexibilisering BV-recht', *Ondernemingsrecht* 2009/43, p. 200-203.

Dortmond 2012: P.J. Dortmond, 'Wet flexibilisering BV-recht aangenomen', *Ondernemingsrecht* 2012/83, p. 460-462.

Duffhues 2002: P.J.W. Duffhues, 'Bedrijfseconomische aspecten van hybride vermogen', *Tijdschrift voor Fiscaal Ondernemingsrecht* 2002/13.

Duffhues 2006: P.J.W. Duffhues, *Ondernemingsfinanciering, corporate governance en Tobin's Q*, Afscheidsrede Universiteit Tilburg 2006.

Easterbrook & Fischel 1985: F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Limited Liability and the Corporation', *University of Chicago Law Review* 1985/52, p. 89-117.

Easterbrook & Fischel 1986: F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, 'Close Corporations and Agency Costs', *Stanford Law Review* 1986, p. 271-301.

Easterbrook & Fischel 1991: F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge: Harvard University Press 1991.

Eckhold 2002: T. Eckhold, *Materielle Unterkapitalisierung. Zur Gesellschafterverantwortlichkeit in der Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, Köln: Carl Heymanns 2002.

Eidenmüller 2006: H. Eidenmüller, 'Gesellschaftsstatut und Insolvenzstatut', *RabelsZ* 2006, p. 475-503.

Eidenmüller 2007: H. Eidenmüller 2007, 'Die GmbH im Wettbewerb der Rechtsformen', *ZGR* 2007, p. 168-211.

Eidenmüller 2007b: H. Eidenmüller, 'Private Equity, Leverage und die Effizienz des Gläubigerschutzrechts', *ZHR* 2007, p. 644-683.

Eidenmüller, Grunewald & Nock 2006: H. Eidenmüller, B. Grunewald & U. Noack, 'Minimum capital in the system of legal capital', in: M. Lutter (red.), *Legal Capital in Europe. European Company and Financial Law Review Special Volume 1*, p. 17-40.

Eijsbouts & Kemp 2012: A.J.A.J. Eijsbouts & B. Kemp, 'Over maatschappelijk verantwoord ondernemen, waardecreatie, ondernemingsrecht en vennootschappelijk belang', *TvOB* 2012, p. 120-132.

Eijsbouts 2010: A.J.A.J. Eijsbouts, *Elementaire beginselen van verantwoord Ondernemerschap* (Preadvies Nederlandse Juristen Vereniging), Deventer: Kluwer 2010.

Emmerich & Habersack 2010: V. Emmerich & M. Habersack, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, München: Beck 2010.

Engert 2004: A. Engert, 'Die ökonomische Rechtfertigung der Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensfinanzierung', *ZGR* 2004, p. 813-841.

Engert 2006: A. Engert, 'Life Without Legal Capital: Lessons from American Law', *Working Paper* 2006, beschikbaar op ssrn.com/abstract=882842.

Enriques & Macey 2001: L. Enriques & J.R. Macey, 'Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules', *Cornell Law Review* 2001-86, p. 1165-1204.

Faber 2005: N.E.D. Faber, *Verrekening*, Deventer: Kluwer 2005.

Faure 2005: M.G. Faure, 'Economic criteria for compulsory insurance', 2005, beschikbaar op ssrn.com/abstract=977463.

Ferran 1999: E. Ferran, 'Creditors' interests and "core" company law', *Company Lawyer* 1999, p. 314-323.

Ferran 2008: E. Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford: University Press 2008.

Fleischer & Goette 2010: H. Fleischer & W. Goette, *Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG. Band 1. §§ 1-34*, München: Beck 2010.

Fletcher 2010: W.M. Fletcher, *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, Thomson/West (update 2010).

Fox 2010: I.V. Fox, 'Settlement Payment Exception to Avoidance Powers in Bankruptcy: an Unsettling Methof of Avoiding Recovery from Shareholders of Failed Closely Held Company LBOS', *American Bankruptcy Law Journal* 2010, p. 571-609.

Franken & Louwerier 2012: M.J.M. Franken & B.F. Louwerier, 'De uitkeringstest bij aandeelhoudersleningen: (g)een brug te ver?', in: C.J.A. van Geffen & E.H.J. Vaassen, *De grenzen opzoekend. Een omnivoer in de wereld van accountancy, het jaarrekeningenrecht en het ondernemingsrecht. Liber Amicorum P.M. van der Zanden*, Tilburg 2012, p. 201-213.

Freedman 2000: J. Freedman, 'Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms', *The Modern Law Review* 2000/63, p. 317-354.

Frentrop 2002: P. Frentrop, *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC. Corporate Governance 1602-2002*, Prometheus: Amsterdam 2002.

Frijns & Maatman 2007: J. Frijns & R. Maatman, 'Private equity en governance vraagstukken', in: *Private equity en aandeelhoudersactivisme, preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Amsterdam 2007, p. 61-109.

Fuhrmann 2004: L. Fuhrmann, 'Kreditgewährung an Gesellschafter: Ende des konzernweiten Cash-Managements?', *NZG* 2004, p. 552-555.

Gabilando 2009: J. Gabilando, 'Leveraged Liquidity: Bear Raids and Junk Loans in the New Credit Market', *Journal of Corporation Law* 2009, p. 448-511.

Geerts 2004: P.G.F.A. Geerts, *Enkele formele aspecten van het enquêterecht*, Deventer: Kluwer 2004.

Geibel 2008: S.J. Geibel, 'Haftung eines GmbH-Gesellschafters wegen existenzvernichtenden Eingriffs', *ZJS* 2008/1, p. 90-91.

Gelb 2009: H. Gelb, 'Limited Liability Policy and Veil Piercing', *Wyoming Law Review* 2009/2, p. 551.

Gelderblom, De Jong & Jonker 2012: O. Gelderblom, A. de Jong & J. Jonker, 'The formative years of the modern corporation: The dutch East India Company VOC, 1602-1623', beschikbaar op <http://hdl.handle.net/1765/32952>.

Gelter 2005: M. Gelter, 'The subordination of shareholder loans in bankruptcy', *Harvard Olin Fellows' Discussion Paper Series No. 4, 1/2005*, beschikbaar op SSRN.com/abstract=654222, tevens verschenen in *International Review of Law and Economics* 2006, p. 478-502.

Gevurtz 2000: F.A. Gevurtz, *Corporation Law*, St. Paul: West Group 2000.

Ginsberg e.a. 2011: J.H. Ginsberg, Z.R. Caldwell, D.R. Czerwonka & M.K. Burgess, 'Befuddlement Betwixt Two Fulcrums: Calibrating the Scales of Justice to Ascertain Fraudulent Transfers in Leveraged Buyouts', *American Bankruptcy Institute Law Review* 2011, p. 71-112.

Gitmans 1979: W.J.M. Gitmans, 'Samenvatting van de discussie', in: J.M.M. Maeijer e.a., *Het vennootschapsrecht en de tweede E.E.G.-richtlijn*, Deventer: Kluwer 1979, p. 67-75.

Glenn 1931: G. Glenn, *The Law of Fraudulent Conveyances*, New York: Baker, Voorhis & Co. 1931.

Goehausen 2005: H.A. Goehausen, 'You Said You Were Going to Do Wat to My Loan? The Inequitable Doctrine Of Recharacterization', *DePaul Business & Commercial Law Journal* 2005, p. 117-142.

Goette 2008: W. Goette, *Einführung in das neue GmbH-Recht*, München: Beck 2008.

Grigoleit 2006: H.C. Grigoleit, *Gesellschafterhaftung für interne Einflussnahme im Recht der GmbH*, München: Beck 2006.

Groenewegen 1907: N. Groenewegen, *Winstbepaling in het vennootschapsrecht*, 1907.

Groffen 2003: C.J. Groffen, 'Stortingsperikelen', *JOR plus* 2003, p. 3-6.

Grosheide 1931: G.H.A. Grosheide, *De bestaande naamloze vennootschappen en de nieuwe wet en de balansnovelle*, Amsterdam: Ten Have 1931.

Groß & Amen 2003: P.J. Groß & M. Amen, 'Das Bewijsmaß der 'überwiegenden Wahrscheinlichkeit' im Rahmen der Glaubhaftungmachung einer Fortbestehensprognose', *Die Wirtschaftsprüfung Der Berater der Wirtschaft* 2003/56, p. 67-89.

Gungormez 2008: M. Gungormez, 'Wijziging kapitaalbeschermingsregels NV', *V&O* 2008/11, p. 223-228.

Haak 2012: F. Haak, 'Achterstelling vanuit bancaire perspectief', *WPNR* 2012/6938, p. 526-532.

Haas 2006a: U. Haas, 'Grigoleit, Gesellschafterhaftung für interne Einflusnahme im Recht der GmbH', *ZHR* 2006, p. 478-486.

Haas 2006b: U. Haas, 'Kapitalerhaltung, Insolvenzanfechtung, Schadenersatz und Existenzvernichtung - wann wächst zusammen, was zusammengehört?', *ZIP* 2006, p. 1373-1382.

Haberman 1993: A.M. Haberman, *Fiscale aspecten van vreemd vermogen verstrekt door aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 1993.

Habersack 2008: M. Habersack, 'Trihotel – Das Ende der Debatte?', *ZGR* 2008, p. 533-559.

Habersack 2009: M. Habersack, 'Gesellschafterderlehen nach MoMiG: Anwendungsbereich, Tatbestand und Rechtsfolgen', in: M. Casper e.a., *Das MoMiG in Wissenschaft und Praxis*, Keulen: RWS Verlag 2009.

Hackney & Benson 1981: W.P. Hackney & T.G. Benson, 'Shareholder Liability for Inadequate Capital', *University of Pittsburgh Law Review* 1982/43, p. 837-901.

Halpern, Trebilcock & Turnbull 1980: P. Halpern, M.L. Trebilcock & S. Turnbull, 'An economic analysis of limited liability in corporation law', *University of Toronto Law Journal* 1980/30, p. 117-150.

Hamilton & Freer 2011: R.W. Hamilton & R.D. Freer, *The Law of Corporations*, Thomson/West 2011.

Hamilton 1985: R.W. Hamilton, 'The Revised Model Business Corporation Act: Comment and Observation: Reflections of a Reporter', *Texas Law Review* 1985/63, p. 1455-1470.

Handschin 2011: L. Handschin, 'Corporate Risks, Risk Bearing Ability and Equity', *European Business Law Review* 2011, p. 189-210.

Handschin 2012: L. Handschin, 'Risk-Based Equity Requirements: How Equity Rules For The Financial Sector Can Be Applied to the Real Economy', *Journal of Corporate Law Studies* 2012, p. 255-293.

Hanks 2011: J.J. Hanks, 'Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning', *Law and Contemporary Problems* 2011-74, p. 210-230.

Hansmann & Kraakman 1991: H. Hansmann & R. Kraakman, 'Towards unlimited shareholder liability for corporate torts', *Yale Law Journal* 1991, p. 1879-1933.

Hansmann & Kraakman 2000: H. Hansmann & R. Kraakman, 'The essential role of organizational law', *Yale Law Journal* 2000, p. 387-440.

Harris 2009: R. Harris, 'Law, finance and the first corporations', beschikbaar op ssrn.com/abstract=1330459.

Heaton 2007: J.B. Heaton, 'Solvency Tests', *The Business Lawyer* 2007/62, p. 983-1006.

Heckschen 2009: H. Heckschen, *Das MoMiG in der notariellen Praxis*, München: Beck 2009.

Hekman & De Koning Gans 2012: T. Hekman & J. de Koning Gans, 'Ongewenste paulianadreiging voor redders in nood', *O&F* 2012, p. 5-16.

Henckel 2008: W. Henckel, *Anfechtung im Insolvenzrecht*, Berlin: De Gruyter Recht 2008.

Hentzen & Schwandtner 2009: M. Hentzen & C. Schwandtner 2009, 'Für eine Vereinfachung des Rechts der Kapitalaufbringung!', *ZGR* 2009, p. 1007-1029.

Hentzen 2005: M. Hentzen, 'Konzerninnenfinanzierung nach BGHZ 157, 72', *ZGR* 2005, p. 480-527.

Herzog & Zweibel 1961: A.S. Herzog & J.B. Zweibel, 'The Equitable Subordination of Claims in Bankruptcy', *Vanderbilt Law Review* 1961/15, p. 83-113.

Hesse 2007: G.G. Hesse, 'Section 546(e) and the Return of the LBO', *American Bankruptcy Institute Journal* 2007, p. 22-23.

Hijma & Olthof 2008: Jac. Hijma & M.M. Olthof, *Compendium Nederlands vermogensrecht*, Deventer: Kluwer 2008.

Hillman 1992: R.W. Hillman, 'Limited Liability and Externalization of Risk: A Comment on the Death of Partnership', *Washington University Law Review* 1992, p. 477-487.

Hoff 2009: G.T.J. Hoff, 'De aandeelhouder als schuldeiser: een ongenode gast?', in: I. Spinath, J.E. Stadig & M. Windt (red.), *Curator en Crediteuren. Insolad Jaarboek* 2009, Deventer: Kluwer 2009, p. 19-37.

Hoffmann 2002: J. Hoffmann, 'Das GmbH-Konzernrecht nach dem Bremer Vulkan-Urteil', *NZG* 2002, p. 68-74.

Hommelhoff & Teichmann 2008: P. Hommelhoff, & C. Teichmann, 'Eine GmbH für Europa: Der Vorschlag der EUKommission zur Societas Privata Europaea (SPE)', *GmbH-Rundschau* 2008, p. 897-911.

Hommelhoff 1988: P. Hommelhoff, 'Das Gesellschafterdarlehen als Beispiel institutioneller Rechtsfortbildung' *ZGR* 1988, p. 460-493.

Hommelhoff 2006: P. Hommelhoff, 'Für eine minimalinvasive und dennoch höchst effektive Reform des Eigenkapitalersatzrechts', in: P. Behrens e.a., *Die GmbH-Reform in der Diskussion*, Keulen: Otto Schmidt 2006, p. 115-141.

Honée 2008: Ch.E. Honée, 'Private equity op de korrel van de Ondernemingskamer? OK 10 januari 2008', *Ondernemingsrecht* 2008/37, p. 127-132.

Hooft 2011: K. Hooft, 'The Financial Assistance Prohibition: Origins, Evolution, and Future', *ECL* 2011/4, p. 157-160.

Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993: L.G.H.J. Houwen, A.P. Schoonbrood-Wessels & J.A.W. Schreurs, *Aansprakelijkheid in concernverhoudingen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1993.

Huang & Ritter 2009: F. Huang & J.R. Ritter, 'Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2009, p. 237-271.

Huiskes 2003: C.R. Huiskes, 'Art. 2:216 BW – Uitkeringen ten laste van de winst en reserves', *TvI* 2003, p. 216-224.

Huizink 2002: J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid bij zwaar weer', *TvI*, 2002/3, p. 167-177.

Huizink 2005: J.B. Huizink, 'Uitkeringen aan aandeelhouders', *O&F* 2005/65, p. 49-58.

Huizink 2009a: J.B. Huizink, 'Bestuurdersaansprakelijkheid, één pot nat?', *O&F* 2009/17, p. 100-113.

Huizink 2009b: J.B. Huizink, 'Het vennootschapsrecht en de werkelijkheid', *WPNR* 2009/6803, p. 531-533.

Huizink 2012: J.B. Huizink, 'Art. 2:216 volgens het wetsvoorstel flex-BV: niet doen!', *TvI* 2012/8.

Hunt 1902: E.S. Hunt, 'The trust fund theory and some substitutes for it', *Yale Law Journal* 1902/12, p. 63-81.

Huussen-de Groot 1976: F.M. Huussen-de Groot, *Rechtspersonen in de 19e eeuw een studie van privaatrechtelijke rechtspersonen in de 19e-eeuwse wetgeving van Frankrijk, Nederland en Duitsland*, Den Haag: Universitaire Pers Leiden 1976.

Janssen & Boeve 2009: M.A.J.G. Janssen & G.G. Boeve, 'Enkele aspecten van de Peeters/Gatzen-vordering', *FIP* 2009/4, p. 118-122.

Janssen & Schollen 2005: M.A.J.G. Janssen & M.J.W. Schollen, 'Selectieve betaling van schuldeisers', *Journaal IF&Z*, 2005/160, p. 183-160.

Jarigsmas 2007: R.W. Jarigsmas, 'Pay us our money back. We've got shareholders too', in: I.P. Asscher-Vonk e.a. (red.), *Onderneming en integriteit*, Deventer: Kluwer 2007, p. 121-151.

Jensen & Meckling 1976: M.C. Jensen & W.H. Meckling, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 1976/4, p. 305-360.

Jensen 1989: M.C. Jensen, 'Eclipse of the Public Corporation', *Harvard Business Review* 1989 (herzien in 1997), beschikbaar op papers.ssrn.com/abstract=146149.

Jungmann 2006: C. Jungmann, 'Solvenztest – versus Kapitalschutzregeln', *ZGR* 2006, p. 639-682.

Kaemingk 2008: H.L. Kaemingk, 'Private equity in/na de kredietcrisis', *Ondernemingsrecht* 2008/108, p. 374-379.

Kahan 2009: D.R. Kahan, 'Shareholder Liability for Corporate Torts: A Historical Perspective', *The Georgetown Law Journal* 2009, p. 1085-1110.

Kaplan & Strömberg 2009: S.N. Kaplan & P. Strömberg, 'Leveraged Buyouts and Private Equity', *Journal of Economic Perspectives* 2009, p. 121-146.

Käpplinger 2010: M. Käpplinger, 'Upstream-Darlehen an Akquisitionsvehikel: Sind diese wirklich mit § 30 GmbHG unvereinbar?', *NZG* 2010, p. 1411-1414.

Karl 2009: R. Karl, *Umfang und Grenzen des Weisungsrechts von GmbH-Gesellschaftern*, Grin 2009.

Karsten 2004: F. Karsten, 'Berücksichtigung von Rückstellungen in einer Überschuldungsbilanz und Ausfallhaftung eines GmbH-Gesellschafters', *Neue Justiz* 2004, p. 127-128.

Karsten Schmidt e.a. 2009: K. Schmidt e.a., *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, Köln: Dr. Otto Schmidt 2009.

Keay 2003: A. Keay, 'Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors', *The Modern Law Review* 2003, p. 665-699.

Kehl 1976: D. Kehl, *Corporate Dividends*, 1976.

Keller 2010: B. Keller, 'Einführung in das Insolvenzrecht - Teil 2', *ZJS* 2010/2, p. 178-184.

Kerber 2005: M.C. Kerber, 'Die Beurteilung von Cash-Pool-Verträgen im Lichte höchstrichterlicher Rechtsprechung', *ZGR* 2005, p. 437-449.

Kersting 2008: C. Kersting, 'Verdeckte Sacheinlage', *Arbeitspapiere des Instituts für Unternehmensrecht (IUR)*, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1314983.

Kinney 1981: K. Kinney, 'Equitable Subordination of Shareholder Debt to Trade Creditors: a Reexamination', *Boston University Law Review* 1981/61, p. 433-451.

Kist 1875: J.G. Kist, *Beginselen van handelsregt volgens de Nederlandsche wet. Derde deel. Handelsverbindtenissen uit overeenkomst*, Amsterdam: J.H. Gebhard 1975.

Kist/Visser 1914: J.G. Kist/L.E. Visser, *Beginselen van Handelsrecht volgens de Nederlandsche wet. Derde deel*, Den Haag: Belifante 1914.

Kist/Visser 1929: J.G. Kist/L.E. Visser, *Beginselen van handelsrecht volgens de Nederlandsche wet*, 's-Gravenhage: Belifante 1929.

Klein, Coffee & Partnoy 2010: W.A. Klein, J.C. Coffee & F. Partnoy, *Business Organization and Finance*, New York: Foundation Press 2010.

Kleindiek 2006: D. Kleindiek, 'Krisenvermeidung in der GmbH: Gesetzliches Mindestkapital, Kapitalschutz und Eigenkapitalersatz', *ZGR* 2006, p. 335-365.

Kleindiek 2008: D. Kleindiek, 'Materielle Unterkapitalisierung, Existenzvernichtung und Deliktshaftung – GAMMA', *NZG* 2008, p. 686-690.

Knof 2007a: B. Knof, 'Die neue Insolvenzverursachungshaftung nach § 64 Satz 3 RegE-GmbHG (Teil I)', *DStR* 2007, p. 1536-1542.

Knof 2007b: B. Knof, 'Die neue Insolvenzverursachungshaftung nach § 64 Satz 3 RegE-GmbHG (Teil II)', *DStR* 2007, p. 1580-1586.

Kortmann & Faber 1995: S.C.J.J. Kortmann & N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet. Wetswijzigingen*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1995.

Kosman 2011: J. Kosman, *The Buyout of America*, New York: Penguin Group 2011.

Koster & Van de Streek 2012: H. Koster & J.L. van de Streek, 'De nieuwe uitkeringstest voor de besloten vennootschap in civiel en fiscaal perspectief', *WPNR* 2012/6947, p. 718-728.

Kraakman 2006: R. Kraakman, 'Concluding remarks on creditor protection', *EBOR* 2006, p. 465-471.

Kraakman e.a. 2009: R. Kraakman e.a., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford: University Press 2009.

Kraus & Litzenberger 1973: A. Kraus and R.H. Litzenberger, 'A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage', *Journal of Finance* 1973, p. 911-922.

Kroeze 2004: M.J. Kroeze, *Afgeleide schade* (dissertatie), Deventer: Kluwer 2004.

Kroeze 2006: M.J. Kroeze, 'Bange bestuurders' (oratie Rotterdam), *Ondernemingsrecht* 2006/3.

Kroeze 2012: M.J. Kroeze, 'De historian's fallacy en Fortis', *Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS* 2012-3, p. 113-114.

Kuhn 1964: O. Kuhn, *Strohmanngründung bei Kapitalgesellschaften*, Berlin: Mohr 1964.

Kummert 1980: R.O. Kummert, 'State Statutory Restrictions on Financial Distributions by Corporations to shareholders. Part I', *Washington Law Review* 1980-55, p. 359.

Kummert 1983: R.O. Kummert, 'State Statutory Restrictions on Financial Distributions by Corporations to shareholders. Part II', *Washington Law Review* 1983-59, p. 185.

Landers 1975: J. Landers, 'A Unified Approach to Parent, Subsidiary, and Affiliate Questions in Bankruptcy', *U. Chi. L. Rev* 1975-42, p. 589-652.

Landers 1976: J. Landers, 'Another word on Parents, Subsidiaries and Affiliates in Bankruptcy', *U. Chi. L. Rev.* 1976-43, 527-540.

Lanfermann & Richard 2008: G. Lanfermann, & M. Richard, 'Kapitalschutz der Europäischen Privatgesellschaft', *Der Betriebsberater* 2008, p. 1610-1614.

Latty 1936: E.R. Latty, *Subsidiaries and Affiliated Corporations*, Chicago: Foundation Press 1936.

Leebron 1991: D.W. Leebron, 'Limited Liability, Tort Victims, and Creditors', *Columbia Law Review* 1991, p. 1565-1650.

Lennarts & Boschma 2009: M.L. Lennarts & H.E. Boschma, 'Tweede nota van wijziging Flex-BV: een merkwaardige tournure van de wetgever', *WPNR* 2009/6791, p. 227-229.

Lennarts & Roest 2012: M.L. Lennarts & J. Roest, 'Europees vennootschapsrecht: waar staan we en waar moeten we naar toe?', in: *Europa! Europa?* Preadviezen Vereniging Handelsrecht 2012, p. 2-88.

Lennarts & Schutte-Veenstra 2004: M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht. Eindrapport*, 31 maart 2004.

Lennarts 1999: M.L. Lennarts, *Concernaansprakelijkheid*, Deventer: Kluwer 1999.

Lennarts 2002: M.L. Lennarts, 'Wat weet een (concern)vennootschap?', in: L. Timmerman e.a., *Concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 2002, p. 57-70.

Lennarts 2006a: M.L. Lennarts, 'Enige kanttekeningen bij de voorstellen tot wijziging van het kapitaalbeschermingsrecht bij de BV', *O&F* 2006/72, p. 32-43.

Lennarts 2006b: M.L. Lennarts, 'Nogmaals Montedison, maar dan in het licht van de voorgestelde regeling van uitkeringen aan aandeelhouders', in: H. Beckman e.a., *Ondernemingsrecht door en voor Mick den Boogert*, Deventer: Kluwer 2006, p. 127-137.

Lennarts 2006c: M.L. Lennarts, *De Twilight Zone: het schemergebied tussen vennootschaps- en insolventierecht* (oratie Utrecht), Deventer: Kluwer 2006.

Lennarts 2007: M.L. Lennarts, 'De voorgestelde regeling van uitkeringen aan aandeelhouders van een bv nader beschouwd', *WPNR* 2007/6731, p. 966-975.

Lennarts 2008: M.L. Lennarts, 'Een wens van Molengraaff vervuld: een eigen regeling voor de bv!', in: M.C. Bijl e.a., *Molengraaff 150 jaar: terugkijken en vooruitzien*, Den Haag: BJU 2008, p. 79-90.

Lennarts 2009: M.L. Lennarts, 'HR 19 december 2008, nr. C07/071, LJN BG1117, (Pannevis en van Apeldoorn q.q./Air Holland)', *TvI* 2009/24, p. 139-.

Lennarts 2010: M.L. Lennarts, 'Onrechtmatige daadsaansprakelijkheid van de moedervennootschap jegens schuldeisers van haar failliete dochter', *FIP* 2010, p. 188-192.

Lennarts 2012: M.L. Lennarts, 'Het nieuwe art. 2:216 BW: de goedkeuringsbevoegdheid van het bestuur en het daaraan verbonden aansprakelijkheidsrisico', *TvOB* 2012, p. 179-187.

Limmer 1993: P. Limmer, 'Der qualifizierte faktische GmbH-Konzern nach TBB', *DStR* 1993, p. 765-770.

Link 2007: J. Link, 'Droht dem Verkäufer von GmbH-Anteilen bei Leveraged-Buyout-Transaktionen eine Haftung für Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft?', *ZIP* 2007, p. 1397-1401.

Liss 1987: K.J. Liss, 'Fraudulent Conveyance and Leveraged Buyouts', *Columbia Law Review* 1987/87, p. 1491-1514.

Long 1993: L.J. Long, 'Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing', *Journal of Law and Commerce* 1993/13, p. 97-142.

LoPucki 1998: L.M. LoPucki, 'The Essential Structure of Judgement Proofing', *Stanford Law Review* 1998, p. 147-160.

Löwensteyn 1970: F.J.W. Löwensteyn, 'De naamloze vennootschap als raakpunt van contraire belangen', in: *Bundel Honderd jaar rechtsleven*, Nederlandse Juristen Vereniging 1870-1970, Zwolle: Tjeenk Willink 1970.

Lutter & Banerja 2003: M. Lutter & N.R. Banerja, 'Die Haftung wegen Existenzvernichtung', *ZGR* 2003, p. 402-440.

Lutter 1964: M. Lutter, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe: Müller 1964.

Lutter/Hommelhoff 2009: W. Bayer e.a., *Lutter/Hommelhoff GmbH-Gesetz Kommentar*, Köln: Dr. Otto Schmidt 2009.

Maeijer 1964: J.M.M. Maeijer, 'Het belangenconflict in de naamloze vennootschap (Inaugurele rede KU Nijmegen 1964)', in: C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen & G. van Solinge (red.), *Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer*, p. 383-393.

Maeijer 1979: J.M.M. Maeijer, 'De oprichting; het bijeenbrengen van het kapitaal', in: J.M.M. Maeijer e.a., *Het vennootschapsrecht en de tweede E.E.G.-richtlijn*, Deventer: Kluwer 1979, p. 3-17.

Maeijer 1989: J.M.M. Maeijer, *25 jaren belangenconflict in de naamloze vennootschap*, Zwolle: Tjeenk Willink 1989.

Maeijer e.a. 2008: J.M.M. Maeijer e.a., *Flexibele rechtsvormen*, Deventer: Kluwer 2008.

Mankowski 2006: P. Mankowski, 'Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?', in: M. Lutter (red.), *Legal Capital in Europe. European Company and Financial Law Review Special Volume 1*, p. 394-410.

Manne 1967: Henry G. Manne, 'Our Two Corporation Systems: Law and Economics', *Virginia Law Review* 1967, p. 262-65.

Manning & Hanks 1990: B. Manning & J.J. Hanks, *Legal Capital*, New York: Foundation Press 1990.

Manning 1984: B. Manning, 'Assets in and Assets out: Chapter VI of the Revised Model Business Corporation Act', *Texas Law Review* 1984/63, p. 1527-1535.

Markell 1988: B.A. Markell, 'Toward True and Plain Dealing: A Theory of Fraudulent Transfers Involving Unreasonably Small Capital', *Indiana Law Review* 1988/21, p. 469-508.

Markell 2001: B.A. Markell, 'Following Zaretsky: Fraudulent Transfers and Unfair Risk', *American Bankruptcy Law Journal* 2001/75, p. 317-332.

McPherson & Raja 2010: R. McPherson & N. Raja, 'Corporate Justice: an Empirical Study of Piercing Rates and Factors Courts Consider When Piercing The Corporate Veil', *Wake Forest Law Review* 2010/45, p. 931-969.

Mellenbergh 2003: R. Mellenbergh, 'De selectieve betaling van schuldeisers door de vennootschap: een nadere objectivering van de normen waarnaar de bestuurder van de vennootschap dient te handelen', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 48-51.

Mendel & Oostwouder 2013: M.M. Mendel & W.J. Oostwouder, 'Het vennootschappelijk belang na recente uitspraken van de Hoge Raad', *NJB* 2013/1776.

Mendel 1989: M.M. Mendel, *Het vennootschappelijk belang: mede in concernverband beschouwd*, Deventer: Kluwer 1989.

Mendelson 2002: N.A. Mendelson, 'A Control-Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts', *Columbia Law Review* 2002/102, p. 1203-1304.

Michalski 2010: L. Michalski, *Kommentar Zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz)*, München: Beck 2010.

Micklethwait & Wooldridge 2005: J. Micklethwait & A. Wooldridge, *The Company. A Short History of a Revolutionary Idea*, New York: The Modern Library 2005.

Miller 1988: M.H. Miller, 'The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years', *The Journal of Economic Perspectives* 1988, p. p. 99-120.

Miller 1998: K. Miller, 'Piercing the Corporate Veil Among Affiliated Companies in the European Community and in the U.S.: A Comparative Analysis of U.S., German, and U.K. Veil-Piercing Approaches', *American Business Law Journal* 1998/36, p. 73-149.

Millon 2007: D. Millon, 'Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability', *Emory Law Journal* 2007/56, p. 1305-1382.

Modigliani & Miller 1958: F. Modigliani & M.H. Miller, 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *The American Economic Review* 1958, p. 261-297.

Modigliani & Miller 1963: F. Modigliani & M.H. Miller, 'Corporate Income Taxes and the Costs of Capital: A Correction', *American Economic Review* 1963, p. 433-443.

Mol 2010: S. Mol, 'Top 10 juridische issues bij private equity transacties', *TOP* 2010, p. 146-153.

Mol 2012: S. Mol, 'Grenzen aan een LBO', *Ondernemingsrecht* 2012/3, p. 109-116.

Molengraaff 1903: W.L.P.A. Molengraaff, 'Beschouwingen over de herziening van het vereenigingsrecht' (Diesrede, 1903), *Rechtsgeleerd Magazijn* 1903.

Molengraaff 1919: W.L.P.A. Molengraaff, *Leidraad bij de beoefening van het Nederlandsche Handelsrecht. Eerste Deel*, Haarlem: De Erven F. Bohn 1919.

Molengraaff 1953: W.L.P.A. Molengraaff, *Leidraad bij de beoefening van het Nederlandse handelsrecht. Eerste deel*, Haarlem: Bohn 1953.

Möller 2005: C. Möller, *Die materiell unterkapitalisierte GmbH*, München: Beck 2005.

Morrissey 2007: D.J. Morrissey, 'Piercing all the Veils: Applying an Established Doctrine to a New Business Order', *Journal of Corporation Law* 2007, p. 530-563.

Mülbert & Birke 2002: P.O. Mülbert & M. Birke, 'Legal Capital – is there a case against the European legal capital rules?', *EBOR* 2002/4, p. 695-732.

Mülbert 2006: P.O. Mülbert, 'A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High Level Framework for Corporate Creditor Protection', *EBOR* 2007/7, p. 357-408.

Müller & Winkeljohann 2009: W. Müller & N. Winkeljohann, *Beck'sches Handbuch der GmbH*, München: Beck 2009.

Muro 2007: S.A. Muro, 'Economic Reasons for the nonhindrance of Creditors Per Se Rule? A Reply', *European Business Organization Law Review* 2007/8, p. 401-411.

Myers & Majluf 1984: S. Myers & N.S. Majluf, 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,' *Journal of Financial Economics* 1984/2, p. 187-221.

Myers 1977: S. Myers, 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics* 1977/5 p. 147-175.

Myers 1984: S.C. Myers, 'The Capital Structure Puzzle', *The Journal of Finance* 1984/3, p. 575-592.

Myers 2000: S.C. Myers, 'Capital Structure: Some Legal and Policy Issues', OECD/OCDE 2000 beschikbaar op <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857283.pdf>.

Myers 2001: S.C. Myers, 'Capital Structure', *The Journal of Economic Perspectives* 2001, p. 81-102.

Nassal 2010: W. Nassal, 'Kapitalersatz bei der GmbH – Abschied für immer oder Wiederkehr in anderer Gestalt?', *NJW* 2010, p. 2305-2311.

Nerlich/Römermann 2011: J. Nerlich & V. Römermann, *Insolvenzordnung. Kommentar*, München: Beck 2011.

Neus & Walter 2008: W. Neus & A. Walter, 'Lines of research in fifty years of corporate financial theory', *Zeitschrift für Betriebswirtschaft special issue* 2008/6, p. 1-38.

Ng, Smith & Smith 1999: C.K. Ng, J.K. Smith & R.L. Smith, 'Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade', *Journal of Finance* 1999/54, p. 1109-1129.

Noack & Beurskens 2008: U. Noack & M. Beurskens, 'Modernising the German GmbH – Mere Window Dressing or Fundamental Redesign?', *EBOR* 2008/9, p. 97-124.

Noack & Beurskens 2010: U. Noack & M. Beurskens, 'Of tradition and change – the modernization of the german GmbH in the face of european competition', in: J.A. McCahery, E.P.M. Vermeulen & L. Timmerman (e.d.), *Private Company Law Reform. International and European Perspectives*, Den Haag: Asser Press 2010, p. 157-180.

Norton 2004: W.L. Norton Jr., *Annual Survey of Bankruptcy Law*, Thomson/West 2004.

Norton 2011: W.L. Norton Jr., *Norton Bankruptcy Law and Practice 3d*, Thomson/West (update 2011).

Nozemack 1999: M. Nozemack, 'Making Sense out of Bankruptcy Courts' Recharacterization of Claims: Why Not Use § 510(c) Equitable Subordination?', *Washington and Lee Law Review* 1999/56, p. 689-720.

Nyzio 1986: L.E. Nyzio, 'Mobile Steel and Beyond: Trends in Equitable Subordination', *South Carolina Law Review* 1986/37, p. 627-677.

O'Neal & Thompson 2010: F.H. O'Neal & R.B. Thompson, *O'Neal and Thompson's Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, Thomson/West (update 2010).

Ogus 1980: A. Ogus, 'Economics, Liberty and the Common Law', *Journal of the Society of Public Teachers of Law* 1980/15, p. 42-57.

Oh 2010: P.B. Oh, 'Veil-Piercing', *Legal Studies research Paper Series Working Paper No. 2010-06*, 2010, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1557972.

Oh 2013: P.B. Oh, 'Veil-Piercing Unbound', *Boston University Law Review* 2013, p. 90-295.

Olaerts 2007: M. Olaerts, *Vennootschappelijke beleidsbepaling in geval van financiële moeilijkheden; de positie van bestuurders en aandeelhouders*, Intersentia 2007.

Olthoff 1995: M.A. Olthoff, 'Beyond the Form – Should the Corporate Veil be Pieced?', *University of Missouri-Kansas City Law Review* 1995/64, p. 311-336.

Oostwouder 1996: W.J. Oostwouder, *Management buy-out*, Deventer: Kluwer 1996.

Oostwouder 2003: W.J. Oostwouder, 'Management Buy-out: privaatrechtelijke en ondernemingsrechtelijke aspecten', *O&F* 2003, p. 82-98.

Orval & De Groot 2011: M.J.H. Orval & M.N. de Groot, 'De achtergestelde aandeelhouder(s)lening', *FIP* 2011, p. 102-105.

Overkleef 2012: F.G.K. Overkleef, 'De regeling over asset stripping in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn', *V&O* 2012, p. 107-111.

Paefgen 2009: G. Paefgen, 'Kapitalerhaltungshaftung von GmbH-Geschäftsführern und Gesellschaftern', *DZWIR* 2009, p. 177-180.

Patrone 2011: M.R. Patrone, 'Directors' Fiduciary Duties in the Zone of Insolvency and Actual Insolvency: To Whom, What, and When?', *Working Paper* 23 mei 2011, beschikbaar op ssrn.com/abstract=1851103.

Paulus 1996: C.G. Paulus, 'Konzernrecht und Konkursanfechtung', *ZIP* 1996, p. 2141-2148.

Pitlo/Reehuis & Heisterkamp 2006: W.H.M. Reehuis & A.H.T. Heisterkamp, met bijdragen van G.E. van Maanen & G.T. de Jong, *Pitlo. Het Nederlands burgerlijk recht. Deel 3. Goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Polak 1935: M. Polak, *Handboek voor het Nederlandsche Handels- en Faillissementsrecht. Eerste deel*, Groningen: Batavia 1935.

Polak Pannevis, Insolventierecht 2011: N.J. Polak/M. Pannevis, *Insolventierecht*, Deventer: Kluwer 2011.

Posner 1976: R.A. Posner, 'The Rights of Creditors of Affiliated Corporations', *University of Chicago Law Review* 1976/43, p. 499-526.

Posner 2007: R.A. Posner, *Economic analysis of law*, New York: Aspen Publishers 2007.

Presser 2010: S.B. Presser, *Piercing the Corporate Veil*, Thomson/West (tot update 2010).

Priester 2005: H.J. Priester, 'Die deutsche gmbH nach 'Inspire Art': brauchen wir eine neue? Bemerkungen zur 'Entrümpelungs'-Debatte', *Der Betrieb* 2005/58, p. 1315-1320.

Priester 2006: H.J. Priester, 'Mindestkapital und Sacheinlageregeln', in: P. Behe-rens e.a., *Die GmbH-Reform in der Diskussion*, Köln: Dr. Otto Schmidt, p. 1-25.

Queenan 1989: J.F. Queenan, 'The Collapsed Leveraged Buyout and the Trustee in Bankruptcy', *Cardozo Law Review* 1989, p. 1-49.

Raaijmakers 1977: M.J.G.C. Raaijmakers, 'Over verschuivingen in het toerekeningspatroon bij rechtspersonen', in: *Handelingen 1977 der Nederlandse Juristen-Vereniging deel 1, eerste stuk*, Zwolle: Tjeenk Willink 1977, p. 7-80.

Raaijmakers 2006: M.J.G.C. Raaijmakers, *Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2006.

Raaijmakers 2007: M.J.G.C. Raaijmakers, 'De VOC in de ontwikkeling van het Nederlandse ondernemingsrecht' (bespreking van: H.J. den Heijer, *De geotroieerde compagnie: De VOC en de WIC als voorlopers van de naamloze vennootschap*, Prometheus: Amsterdam 2002), *WPNR* 2007/6696, p. 116-120.

Raaijmakers 2011: M.J.G.C. Raaijmakers, 'De Rouw: strekking en reikwijdte decharge als verweer tegen bestuurdersaansprakelijkheid in faillissement', *Ars Aequi* 2011, p. 214-220.

Rickford 2006: J. Rickford, 'Legal approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests', *EBOR* 2006, p. 135-179.

Rijckenberg 2009: C. Rijckenbergh, 'Selectieve betalingen tijdens de verdachte periode van faillissement', in: N.E.D. Faber e.a., *De bewindvoerder, een octopus*, Deventer: Kluwer 2009, p. 239-268.

Ringleb & Wiggins 1990: A. Ringleb & S. Wiggins, 'Liability and large-scale, long-term hazards', *Journal of Political Economy* 1990, p. 574-595.

Röck 2011: S. Röck, *Die Rechtsfolgen der Existenzvernichtungshaftung*, Tübingen: Mohr Siebeck 2011.

Röck 2012: S. Röck, 'Die Anforderungen der Existenzvernichtungshaftung nach Trihotel – Eine Zwischenbilanz', *DZWIR* 2012-3, p. 97-103.

Roe 1989: M.J. Roe, 'Commentary on "On the Nature of Bankruptcy"; Bankruptcy, Priority, and Economics', *Virginia Law Review* 1989.

Roelvink 1977: H.L.J. Roelvink, 'Door rechtspersonen heen kijken', in: *Handelingen 1977 der Nederlandse Juristen-Vereniging deel 1, eerste stuk*, Zwolle: Tjeenk Willink 1977, p. 81-148.

Roest 2011: J. Roest, 'Het EU vennootschapsrecht in het tweede decennium van de 21^e eeuw', *WPNR* 2011/6902, p. 837-839.

Romaer 2009: J. Romaer, *De Geldpers*, Amsterdam: Prometheus 2009

Romano 1993: R. Romano, *The Genius of Corporate Law*, Washington: AEI Press 1993.

Rose-Ackerman 1991: S. Rose-Ackerman, 'Risk taking and ruin: bankruptcy and investment choice', *Journal of Legal Studies* 1991/20, p. 277-310.

Ross, Westerfield & Jaffe 2002: S.A. Ross, R. W. Westerfield & J.F. Jaffe, *Corporate finance*, New York: McGraw-Hill/Irwin 2002.

Roth & Altmeyden 2012: H. Altmeyden & G.H. Roth, *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG)*, München: Beck 2012.

Sahyian 2006: R.K. Sahyian, 'The Myth of the Zone of Insolvency: *Production Resources Group v. NCT Group*', *Hastings Business Law Journal* 2006/3, p. 181-196.

Sanders 1984: P. Sanders, 'Iets over de naamloze vennootschap', in: E.A.A. Luijten & W.C.L. van der Grinten (red.), *Goed en trouw : opstellen aangeboden aan W.C.L.*

van der Grinten ter gelegenheid van zijn afscheid als hoogleraar aan de Katholieke Universiteit Nijmegen, Zwolle: Tjeen Willink 1984, p. 201-215.

Sauer 1911: A.J. Sauer, *Winstverdeling bij Naamloze Vennootschappen*, Middelburg: Kröber 1911.

Schaepman & Spinhof 2008: K. Schaepman & H. Spinhof, *De grootste kraak in krantenland*, Amsterdam: NwA'Dam 2008.

Schalast & Stalkowski 2008: C. Schalast & I. Stalkowski, '10 Jahre deutsche Buyouts', *Frankfurt School Workin Paper Series* 2008.

Schall 2009a: A. Schall, *Kapitalgesellschaftsrechtlicher Gläubigerschutz*, München 2009.

Schall 2009b: A. Schall, 'Kapitalaufbringung nach em MoMiG', *ZGR* 2009, p. 125-155.

Schechter 2009: D. Schechter, 'Asset Purchase Is Recharacterized as LBO and Is Avoided as Fraudulent Transfer, When Acquired Entity Is Left with Unreasonably Small Assets', *Commercial Finance Newsletter* 2009, p. 98-100.

Schenk 2007: H. Schenk, 'Hefbomen van het moderne financierskapitalisme', *Ondernemingsrecht* 2007/59, p. 180-185.

Schimmelpenninck 2003: R.J. Schimmelpenninck, 'Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?', *TvI* 2003, p. 239-246.

Schlag 1985: P. Schlag, 'Rules and Standards', *UCLA Law Review* 1985, p. 379-430.

Schleifer & Vischny 1991: A. Shleifer & R.W. Vishny, 'The takeover wave of the 1980s', *Journal of Applied Corporate Finance* 1991, p. 49-56.

Schön 2004: W. Schön, 'The Future of Legal Capital', *EBOR* 2004, p. 429-448.

Schön 2006: W. Schön, 'Balance sheet tests of solvency tests – or both?', *EBOR* 2006, p. 181-198.

Schonis 2006: H.M.N. Schonis, 'Fiscale aspecten van eigen vermogen en vreemd vermogen', in: in: Van Solinge e.a., *De financiering van de Onderneming*, Deventer: Kluwer 2006, p. 67-77.

Schoonbrood & Van de Hoek 2011: J.D.M. Schoonbrood & J.R. van de Hoek, 'Kan een juridische splitsing worden vernietigd op grond van de actio pauliana?', *WPNR* 2011/6904, p. 883-885.

Schoonbrood-Wessels 1996a: A.P. Schoonbrood-Wessels, 'De aansprakelijkheid van de moeder voor de schulden van de dochter: de stand van zaken (I)', *De Naamlooze Vennootschap* 1996, p. 2-7.

Schoonbrood-Wessels 1996b: A.P. Schoonbrood-Wessels, 'De aansprakelijkheid van de moeder voor de schulden van de dochter: de stand van zaken (II)', *De Naamlooze Vennootschap* 1996, p. 37-48.

Schoordijk 1992: H.C.F. Schoordijk, 'De normen van maatschappelijke betamelijkheid in het vennootschaps en faillissementsrecht', *WPNR* 1992/6049 p. 357-360.

Schoordijk 2009: H.C.F. Schoordijk, 'Gebruik en misbruik van private equity', *NJB* 2009/6, p. 358-362.

Schouten 2012: M.C. Schouten, *The Decoupling of Voting and Economic Ownership* (diss. UvA), Deventer: Kluwer 2012.

Schulz 2005: I. Schulz, 'Kein existenzvernichtender Eingriff durch typische Finanzierung bei Leveraged Buy-out', *NZG* 2005, p. 329-333.

Schutte-Veenstra 1991: J.N. Schutte-Veenstra, *Harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht*, Deventer: Kluwer 1991.

Schutte-Veenstra 1997: J.N. Schutte-Veenstra, *Europese richtlijnen vennootschapsrecht*, Deventer: Kluwer 1997, p. 39-64.

Schutte-Veenstra 2003: J.N. Schutte-Veenstra, 'De curator en kapitaalvermindering', *TvI* 2003, p. 209-216.

Schutte-Veenstra 2012: J.N. Schutte-Veenstra, 'Uitkeringsperikelen', *Ondernemingsrecht* 2012-35, p. 183-184.

Schutte-Veenstra 2013: J.N. Schutte-Veenstra, 'Richtlijn 2013/30/EU codificeert tweede EEG-richtlijn betreffende kapitaalbescherming', *Ondernemingsrecht* 2013/54.

Serick 1955: R. Serick, *Rechtsform und Realität juristischer Personen*, Berlin: Siebeck 1955.

Sheel & Ganguly: A. Sheel & M. Ganguly, 'Rise and Fall of Securitised Structured Finance', *Economic and Political Weekly* 2008, p. 44-51.

Sheinfeld & Goodman 1993: M.M. Sheinfeld & D. H. Goodman, 'LBO: Legitimate Business Organization or Large Bankruptcy Opportunity?', *Journal of Bankruptcy Law and Practice* 1993/2, p. 799-838.

Shivdasani & Wang 2009: Anil Shivdasani & Y. Wang, 'Did Structured Credit Fuel the LBO Boom?', (24 april 2009), beschikbaar op: ssrn.com/abstract=1394421.

Silverman 1999: J.N. Silverman, 'In re Munford and the Trustee in Bankruptcy: Should Georgia's distribution statute apply to leveraged buyouts?', *Bankruptcy Developments Journal* 1999/15, p. 519-553.

Simkovic & Kaminetzky 2011: M. Simkovic & B. Kaminetzky, 'Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution', *Columbia Business Law Review* 2011/1, p. 118-221.

Simon 1957: H. Simon, "A Behavioral Model of Rational Choice", in: *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in a Social Setting*, New York: Wiley 1957.

Skeel & Krause-Vilmar 2006: D.A. Skeel Jr. & G. Krause-Vilmar, 'Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors', *EBOR* 2006/7, p. 259-285.

Slagter 1988: W.J. Slagter, *Enkele rechtsvergelijkende beschouwingen over moeder-dochterverhoudingen. Preadvies voor de Nederlandse Vereniging voor Rechtsvergelijking*, Deventer: Kluwer 1988.

Slagter 2012: W.J. Slagter, 'Bad law drives out good law', *Ondernemingsrecht* 2012/113, p. 601-602.

Smit & Van den Bergh 2007: H.T.J. Smit & W.A. van den Berg, 'De private-equitygolf', *MAB* 2007, p. 303-311.

Smith & Warner 1979: C.W. Smith & J. B. Warner, 'On Financial Contracting. An analysis of Bond Covenants', *Journal of Financial Economics* 1979/7, p. 117-161.

Smith 1776: A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford: University Press. 1976, heruitgave 2008.

Snijders & Rank-Berenschot 2000: H.J. Snijders & E.B. Rank-Berenschot, *Goederenrecht*, Deventer: Kluwer 2000.

Söhner 2011: M. Söhner, 'Leveraged-Buy-outs und Kapitalschutz', *ZIP* 2011, p. 2085-2091.

Speetjens 1947: Th.W.F. Speetjens, *Het Kapitaal der Naamlooze Vennootschap naar Nederlandsch Recht*, Roermond: H. van der Marck's Uitgeversmij. 1947.

Stearn & Kandestin: R.J. Stearn & C.D. Kandestin, 'Delaware's Solvency Test: What Is It and Does It Make Sense? A Comparison of Solvency Tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law', *Delaware Journal of Corporate Law* 2011/36, p. 165-187.

Stearn 2007: R.J. Stearn, 'Proving Solvency: Defending Preferences and Fraudulent Transfer Litigation', *Business Lawyer* 2007, p. 359-395.

Steffek 2011: F. Steffek, *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft*, Tübingen: Mohr Siebeck 2011.

Stiglitz 1972: J.E. Stiglitz, 'Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs', *Bell Journal of Economic and Management Science* 1972, p. 458-482.

Stiglitz 2010: J.E. Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets, and the sinking of the World Economy*, New York: Norton 2010.

Stokkermans 2012: C.M. Stokkermans, 'Verantwoorde uitkeringen', *WPNR* 2012/6933, p. 415-418.

Stout 2003: L.A. Stout, 'The Shareholder As Ulysses: Some Empirical Evidence on Why Investors In Public Corporations Tolerate Board Governance', *Cornell Law Faculty Publications. Paper 451*, 2003.

Strik 2010: D.A.M.H.W. Strik, *Grondslagen bestuurdersaansprakelijkheid. Een maatpak voor de boardroom*, Deventer: Kluwer 2010.

Sykes 2000: R. Sykes, 'Financial Assistance', *Company Lawyer* 2000/2, p. 65-66.

Teichmann 2010: C. Teichmann, 'Modernizing the GmbH: Germany's Move in Regulatory Competition', *European Company Law* 2010/7, p. 20-24.

Tekstra 2009: A.J. Tekstra, 'De praktische afwikkeling van intercompany verhoudingen bij insolventies', *FIP* 2009, p. 26-29.

Ten Berg 2008: J.A.M. ten Berg, 'De kapitaalbescherming op de helling', *O&F* 2008/3, p. 88-108.

Ter Beek-Ehren & Laagland 2011: M.M.S. ter Beek-Ehren & F.J. Laagland, 'Voorziet de Ontvanger minder snel een faillissement dan een bank?!', *FIP* 2011/7, p. 188-193.

Terng & Oosterhoff 2008: A. Terng & I. Oosterhoff, 'Onderkapitalisatie', *NJB* 2008/1385, p. 1708-1714.

Thole 2010: C. Thole, *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht*, Tübingen: Mohr Siebeck 2010.

Thompson 1991: R.B. Thompson, 'Piercing the Corporate Veil: an Empirical Study', *Cornell Law Review* 1991/76, p. 1036-1074.

Thompson 1994: R.B. Thompson, 'Unpacking Limited Liability: Direct and Vicarious Liability of Corporate Participants for Torts of the Enterprise', *Vanderbilt Law Review* 1994/47, p. 1-41.

Thompson 1999: R.B. Thompson, 'Piercing the Veil within Corporate Groups: Corporate Shareholders as Mere Investors', *Connecticut Journal of International Law* 1999, p. 379-396.

Thompson 2005: R.B. Thompson, 'Piercing the Corporate Veil: is the Common Law the Problem?', *Connecticut Law Review* 2005/37, p. 619-635.

Tillman 2008: T. Tillmann, 'Upstream-Sicherheiten der GmbH im Lichte der Kapitalerhaltung - Ausblick auf das MoMiG', *NZG* 2008, p. 401-405.

Timmerman & Lennarts 1997: L. Timmerman & M.L. Lennarts, 'Überschuldung: een zinnig idee voor het Nederlandse recht?', *De Naamloze Vennootschap* 1997, p. 302-309.

Timmerman 1988: L. Timmerman, *Over multinationale ondernemingen en medezeggenschap van werknemers*, Deventer: Kluwer 1988.

Timmerman 1990: L. Timmerman, 'De aansprakelijkheid van de moeder voor schulden van de dochter', *De Naamloze Vennootschap* 68/1 1990, p. 13-20.

Timmerman 1991: L. Timmerman, *De nieuwe algemene bepalingen van Boek 2 BW (preadvies Vereniging Handelsrecht)*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1991.

Timmerman 1994: L. Timmerman, 'Twee opvattingen over concernrecht', *TVVS* 1994/111, p. 179-183.

Timmerman 2001: L. Timmerman, 'Vereenzelviging als strijdmiddel in vennootschapsrechtelijke aansprakelijkheidsprocedures', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 294-300.

Timmerman 2003: L. Timmerman, 'Van digitaal naar analoog vennootschapsrecht en de gevolgen daarvan voor de concurrentie tussen vennootschapssystemen' (oratie), *Ondernemingsrecht* 2003/2, p. 38-42.

Timmerman 2005: L. Timmerman, 'Gedragrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht. Wat moet dwingend blijven in het vennootschapsrecht van de toekomst?', *Ondernemingsrecht* 2005/2, p. 2-8.

Timmerman 2009: L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/2, p.

Tollenaar 2008: N.W.A. Tollenaar, 'Debt for equity swaps', in: N.E.D. Faber e.a., *De Bewindvoerder, een octopus*, Deventer: Kluwer 2008, p. 61-88.

Treurniet 1976: W.C. Treurniet, 'De departementale richtlijnen 1976', *De Naamloze Vennootschap* 1976, p. 169-170.

Tucker 2010: M.R. Tucker, 'Debt Recharacterization During an Economic Trough: Trashing Historical Tests to Avoid Discouraging Insider Lending', *Ohio State Law Journal* 2010/71, p. 187-228.

Tuil 2009: M.L. Tuil, 'Syndicaatsleningen: veel eenvoudiger als vennootschap', *WPNR* 2009/6812, p. 758-769.

Tung 2000: F. Tung, 'Limited Liability and Creditors' Rights: the Limits of Risk Shifting to Creditors', *Georgia Law Review* 2000/34, p. 547-569.

Uhlenbruck, Hirte & Vallender 2010: W. Uhlenbruck, H. Hirte & H. Vallender, *Insolvenzordnung. Kommentar*, München: Verlag Franz Vahlen.

Ulmer 1986: P. Ulmer, 'Gläubigerschutz im qualifizierten faktischen GmbH-Konzern', *NJW* 1986, p. 1579-1586.

Utlik & Carrol 2010: G.V. Utlik & S.G. Carroll, 'The Safe Harbor Provided for "Settlement Payments" by Section 546(e)', *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice* 2010, p. 3-8.

Van Andel 2006: W.J.M. van Andel, 'De Peeters/Gatzen-vordering', in: *Preadviezen voor de Vereniging voor Burgerlijk Recht*, Deventer: Kluwer 2006, p. 1-87.

Van Andel 2013: W.J.M. van Andel, 'Het vennootschappelijk belang: méér dan 'enlightened shareholder value'', *Ondernemingsrecht* 2013/18.

Van Berkum 1942: P.P. van Berkum, 'Is het gewenscht en mogelijk, ter voorkoming van misbruik van de aansprakelijkheidsbeperking, de keuze van de naamlooze vennootschap als ondernemingsvorm aan normen te binden, welke het afwijken van het ook maatschappelijk zoo belangrijke beginsel der persoonlijke verantwoordelijkheid rechtvaardigen?', in: *Aansprakelijkheidsbeperking in de Naamlooze Vennootschap* (Preadviezen voor de Vereeniging tot het bevorderen van de beoefening der wetenschap onder de katholieken in Nederland), 's-Gravenhage: Uitgevers MIJ 1942, p. 1-31.

Van Daelen & Huybens 2010: M.M.A. van Daelen & J.H. Huybens, 'Europese ontwikkelingen en (de hervorming van) het BV-recht in verschillende lidstaten', *TvOB* 2010/4, p. 99-117.

Van den Ingh 1994: F.J.P. van den Ingh, 'Intra-groepstransacties en de positie van minderheidsaandeelhouders', *De Naamlooze Vennootschap* 1994, p. 15-23.

Van den Ingh 1998: F.J.P. van den Ingh, 'Men gaat deur hovaardy ver boven 't kappetael', in: *Drie Nijmeegse redes. Beschouwingen over financiering, enquête-recht en privatisering*, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-36.

Van den Ingh 2002: F.J.P. van den Ingh, 'De bevelstructuur in de vennootschap', in: L. Timmerman e.a., *Concernverhoudingen*, Deventer: Kluwer 2002, p. 13-28.

Van der Elst & Vermeulen 2007: C.F. van der Elst & E.P.M. Vermeulen, 'Vennootschapsrecht' in: W.C.T. Weterings, *De economische analyse van het recht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2007, p. 157-180.

Van der Feltz 1896: G.W. van der Feltz, *Geschiedenis van de Wet op het faillissement en de surseance van betaling, deel I*, Haarlem: 1896.

Van der Grinten 1942: W.C.L. van der Grinten, 'Misbruik van aansprakelijkheidsbeperking door gebruik van de N.V. als ondernemingsvorm', in: *Aansprakelijkheidsbeperking in de Naamlooze Vennootschap* (Preadviezen voor de Vereeniging tot het bevorderen van de beoefening der wetenschap onder de katholieken in Nederland), 's-Gravenhage: Uitgevers MIJ 1942, p. 33-83.

Van der Heijden 1908: E.J.J. van der Heijden, *De ontwikkeling van de Naamloze Vennootschap in Nederland vóór de codificatie* (diss. Utrecht), Amsterdam: Van der Vecht 1908.

Van der Heijden 1919: E.J.J. van der Heijden, 'De definitie der naamlooze vennootschap', *Rechtsgeleerd Magazijn* 1919, p. 309-334, opgenomen in: C.J.H. Jansen & G. van Solinge, *Verspreide geschriften van E.J.J. van der Heijden*, Deventer: Kluwer 2001, p. 27-42.

Van der Heijden 1936: E.J.J. van der Heijden, *Handboek voor de naamlooze vennootschap naar nederlandsch recht*, s-Gravenhage: Belifante 1936.

Van der Heijden/Van der Grinten/Dortmond 2013: E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten/P.J. Dortmond, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2013.

Van der Heijden/Van der Grinten 1984: E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en besloten vennootschap*, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1984.

Van der Heijden/Van der Grinten 1955: E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamlooze vennootschap*, W.E.J. Tjeenk Willink: Zwolle 1955.

Van der Heijden/Van der Grinten 1992: E.J.J. van der Heijden/W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamlooze vennootschap*, W.E.J. Tjeenk Willink: Zwolle 1992.

Van der Sangen 2003: G.J.H. van der Sangen, 'Aandeelhoudersovereenkomsten in besloten verhoudingen', *SV&V* 2003/1, p. 32-43.

Van der Sangen 2011: G.J.H. van der Sangen, 'De curator in het vennootschapsrecht: onderstromen en schuivende panelen', *TvOB* 2011/2, p. 60-68.

Van der Weijden 2012: R.J. van der Weijden, *De faillissementspauliana*, Deventer: Kluwer 2012.

Van der Zanden 2006: P.M. van der Zanden, 'Het nieuwe kapitaalbeschermingsrecht vanuit accountancy perspectief', *WPNR* 2006/6676, p. 580-585.

Van der Zanden 2007: P.M. van der Zanden, 'Een economisch en accountancy perspectief op het nieuwe BV-recht, meer in het bijzonder de kapitaalbescherming', *WPNR* 2007/6731, p. 975-980.

Van der Zanden 2012: P.M. van der Zanden, 'De riskante rol van de accountant bij de Flex BV en de notitie Uitkeringstoets van het NTP', *WPNR* 2012/6933, p. 419-422.

Van Dijk 2006: G. van Dijk, *De faillissementspauliana: revisie van een relict*, Nijmegen: Wolf Legal Publishes 2006.

Van Dongen 1995: R.C. van Dongen, *Identificatie in het rechtspersonenrecht, Rechtsvergelijkende beschouwingen over 'Piercing the corporate veil' in het interne en internationaal privaatrecht van Nederland, Duitsland, Zwitserland, New York*, Deventer: Kluwer 1995.

Van Empel & Huizink 2002: G. van Empel & J.B. Huizink, *Betaling, waardepapier en documentair krediet*, Deventer: Kluwer 2002.

Van Geffen 2002: C.J.A. van Geffen, 'Tussentijdse dividenduitkering', *O&F* 2002/54, p. 67-72.

Van Geffen 2004: C.J.A. van Geffen, 'De grens tussen eigen en vreemd vermogen', *Ondernemingsrecht* 2004/72, p. 207-211.

Van Geffen 2010: C.J.A. van Geffen, 'Wettelijke reserves: achtergrond en betrekkelijkheid, mede in verband met de flex-BV', *Tijdschrift voor Jaarrekeningenrecht* 2010/3, p. 82-87.

Van Ginneken & Timmerman 2011: M.J. van Ginneken & L. Timmerman, 'De betekenis van het evenredigheidsbeginsel voor het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011/123, p. 601-607.

Van Ginneken 2010: Van Ginneken, *Vijandige overnames. De rol van de vennootschapsleiding in Nederland en de Verenigde Staten*, Deventer: Kluwer 2010.

Van Hees 1998: A. van Hees, 'Voorwaarden voor het instellen van de Pauliana', in: L. Timmerman (red.), *Vragen rond de faillissementspauliana*, Deventer: Kluwer 1998, p. 1-11.

Van Hees 2006: J.J. van Hees, 'De wetenschap van de pauliana', in: S.C.J.J. Kortmann e.a., *10 jaar JOR: Alsnog geannoteerd*, Den Haag: SDU Uitgevers 2006, p. 142-148.

Van Hooff 2006: J.E.P.A. van Hooff, 'Naar aanleiding van HR 16 september 2005 (De Bont/Bannenberg q.q.): kan de curator een vordering instellen in een beklamel-situatie?', *Maandblad voor Vermogensrecht* 2006, p. 66-71.

Van Koppen 1998: F.P. van Koppen, *Actio Pauliana en onrechtmatige daadvordering*, Deventer: Kluwer 1998.

Van Limburg Stirum 1829: T.H. van Limburg Stirum, *Iets over de Naamlooze Maatschappijen*, 's Gravenhage: de gebroeder van Cleef 1829.

Van Schilfgaarde 1976: P. van Schilfgaarde, *Van de naamloze en de besloten vennootschap*, Arnhem: Gouda Quint 1976.

Van Schilfgaarde 1988: P. Van Schilfgaarde, 'Vennootschapsrecht na 27 jaren', in: *Tot Vermaak van Slagter*, Deventer: Kluwer 1988, p. 253-267.

Van Schilfgaarde 1995: P. van Schilfgaarde, 'Behoeft artikel 2:138/248 BW aanvulling met het oog op eigen schuld van een benadeelde crediteur?', in: P. van Schilfgaarde e.a., *Knelpunten in de vennootschapswetgeving*, Deventer: Kluwer 1995, p. 1-5.

Van Schilfgaarde/Winter 2009: P. Van Schilfgaarde/J. Winter, *Van de NV en de BV*, Deventer: Kluwer 2009.

Van Slooten 1900: G. Van Slooten, *Verplichte openbaarmaking van balans en winst- en verlies-rekening van naamloze vennootschappen*, 's-Gravenhage: Grb. Belifante 1900.

Van Veen 2012: W.J.M. van Veen, 'Vermogensbescherming bij de flex-BV: back to basics!', *TvOB* 2012/2, p. 25-31.

Van Zanden 1996: J.L. van Zanden, 'Over de rationaliteit van het ondernemersgedrag van de VOC: enkele empirische bevindingen', in: C.A. Davids, W. Fritschy & L.A. van der Valk (red.), *Kapitaal, ondernemerschap en beleid studies over economie en politiek in Nederland, Europa en Azië van 1500 tot heden*, Amsterdam: NEHA 1996, p. 409-422.

Van Zanten & Assink 2008: T.T. van Zanten & B.F. Assink, 'Art. 2:9 BW in faillissement: tijd voor herwaardering!', *TvI* 2008/25, p. 165-167.

Vandekerckhove 2007: K. Vandekerckhove, *Piercing the Corporate Veil: a Transnational Approach*, Deventer: Kluwer 2007.

Verdam 2006: A.F. Verdam, 'Vennootschappelijk belang: op de korte termijn?' *NTBR* 2006/28, p. 201.

Verkerk 2008: B. Verkerk, 'Aansprakelijkheid in verband met uitkeringen in het vereenvoudigde BV-recht', *O&F* 2008, p. 43-53.

Vermue 2011: B. Vermue, 'Wetenschap en de pauliana na HR *ABN AMRO-Van Dooren q.q. III*', *TvI* 2011/9, p. 39-47.

Verse 2008: D.A. Verse, 'Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem', *German Law Journal* 2008/9, p. 1109-1124.

Verstijlen 1999: F.M.J. Verstijlen, 'De aansprakelijkheid voor de selectieve voldoening door schuldeisers', *WPNR* 1999/6355, p. 301-308.

Verstijlen 2001: F.M.J. Verstijlen, 'De onrechtmatige-daadsvordering wegens de benadeling van schuldeisers van een failliete schuldenaar: één voor allen of ieder voor zich?', *Ondernemingsrecht* 2001, p. 85-90.

Verstijlen 2002: F.M.J. Verstijlen, 'De onrechtmatige-daadsvordering wegens de benadeling van schuldeisers binnen faillissement: één voor allen én ieder voor zich', *WPNR* 2002/6502, p. 617-626.

Verstijlen 2009: F.M.J. Verstijlen, 'Wie weet het telefoonnummer van de gezamenlijke schuldeisers?', *TvI* 2009/19, p. 103.

Vetter 2005: J. Vetter, 'Grundlinien der GmbH-Gesellschafterhaftung', *ZGR* 2006/6, p. 788-830.

Vetter 2009: J. Vetter, 'Kapitalerhaltung nach MoMiG', in: M. Casper e.a., *Das MoMiG in Wissenschaft und Praxis*, Köln: RWS 2009, p. 107-125.

Viëtor & Scheentjes 2012: D.A. Viëtor & D.A. Scheentjes, 'Bestuurdersaansprakelijkheid en bancaire aansprakelijkheid in het kader van een acquisitiefinanciering', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012/6, p. 192-200.

Viëtor & Van der Zanden 2008: D.A. Viëtor & M. van der Zanden, 'De effecten van de credit crunch op de financiering van leveraged buyouts', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2008, p. 167-175.

Viëtor 2007: D.A. Viëtor, 'Leveraged buyouts', *Ondernemingsrecht* 2007/60, p. 185-190.

Viëtor 2007b: D.A. Viëtor, 'Persoonlijke aansprakelijkheid en doeloverschrijding bij het verlenen van financiële steun', *Ondernemingsrecht* 2007/144, p. 493-499.

Visser 1902: L.E. Visser, *Op welke wijze behooren de voorschriften van het Wetboek van Koophandel betreffende samenstelling en behoud van het kapitaal der Naamlooze Vennootschap te worden herzien? praeadvies*, 's-Gravenhage: Belifante 1902.

Visser 2005: B.B. Visser, 'Leveraged buy outs: financiering met vreemd vermogen. Op naar een leven zonder financial assistance?', *Ondernemingsrecht* 2005, p. 590-594.

Vriesendorp & Van den Sigtenhorst 2013: R.D. Vriesendorp & R. van den Sigtenhorst, 'Herstructurering in de moderne financieringspraktijk: Nederland vs. de V.S.', *Nederlands Tijdschrift voor Handelsrecht* 2013/2, p. 94-101.

Vriesendorp 1996: R.D. Vriesendorp, 'Art. 47 Fw: een geamputeerde tentakel of verdient de curator meer? Enige opmerkingen naar aanleiding van HR 24 maart 1995, NJ 1995, 628 (Gispen q.q./IFN) in verband met HR 18 december 1992, NJ 1993, 169 (Kin/Emmerig q.q.)', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *De curator, een octopus*, Deventer: Tjeenk Willink 1996, p. 65-80.

Vroom & Kerstens 2013: V.R. Vroom & L.J.J. Kerstens, 'De stelplicht van de curator bij de Peeters/Gatzen-vordering', *FIP* 2013, p. 165-170.

Waaier 2006: B.C.M. Waaier, 'De vennootschappelijke lakmoesproef voor crediteurenbescherming nieuwe stijl: de liquiditeitstest', *WPNR* 2006/6676, p. 586-590.

Wagner 2006: G. Wagner, 'Distributions to Shareholders and Fraudulent Transfer Law', *EBOR* 2006, p. 217-231.

Wahl & Wahl 1990: J.B. Wahl & E.T. Wahl, 'Fraudulent Conveyance and Leveraged Buyouts: Remedy or Insurance Policy?', *William Mitchell Law Review* 1990/16, p. 343-382.

Waitz 2009: B. Waitz, *Existenzvernichtender Eingriff bei der GmbH durch Leverage Buy-Out-Transaktionen*, Aachen: Shaker Verlag 2009.

Walker & Dean 2009: I.E. Walker and G.D. Dean, 'Structuring a Sale of Privately Held Stock to Reduce Fraudulent-Transfer Claims Risk', *American Bankruptcy Institute Journal* 2009, p. 71-73.

Warga & Welch 1993: A. Warga & I. Welch, 'Bondholder Losses in Leveraged Buyouts', *Review of Financial Studies* 1993, p. 960-982.

Warren 1923: E.H. Warren, 'Saveguarding the Creditors of Corporations', *Harvard Law Review* 1923/5, p. 509-547.

Wassenaar 2007: I. Wassenaar, 'Noodlijdende dochters en aansprakelijkheid van hun moeders', *TOP* 2007, p. 174-178.

Weitzel & Socher 2010: M. Weitzel & O. Socher, 'Cash-Pooling-Risiken für die GmbH-Geschäftsführung und ihre Vermeidung', *ZIP* 2010/22, p. 1069-1071.

Wessels 2004: B. Wessels, 'De faillissements-pauliana en het vennootschapsrecht; verkenning op het grensvlak van insolventierecht en rechtspersonenrecht', *Ondernemingsrecht* 2004/56, p. 162-169.

Wessels 2007: B. Wessels, 'Actio Pauliana en wetenschap van benadeling: drie voorstellen tot verbetering', *Vermogensrechtelijke Annotaties* 2007/2, p. 55-78.

Wessels 2011: B. Wessels, 'Geen selectieve belangenbehartiging door de faillissementscurator', *WPNR* 2011/6897, p. 680-682.

Wessels III 2010: B. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (2)*, Deventer: Kluwer 2010.

Westrik & Van Dooren 2011: R. Westrik & S.M.M. van Dooren, 'De 'samen-gestelde rechtshandeling' en de Actio Pauliana', *WPNR* 2011/6879, p. 246-254.

Wezeman 2004: J.B. Wezeman, 'Faillissementsaansprakelijkheid van bestuurders in 2004', *O&F* 2004/64, p. 54-58.

Wibier 2003: R.M. Wibier, 'De centrale plaats van de wetenschap in de pauliana', *WPNR* 2003/6548, p. 732-740.

Wibier 2010: R.M. Wibier, 'Faillissementspauliana in de rechtspraak van de Hoge Raad', *TOP* 2010/6, p. 225-232.

Wicke 2011: H. Wicke, *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG)*, München: Beck 2011.

Wiedemann 2003: H. Wiedemann, 'Reflexionen zur Durchgriffshaftung', *ZGR* 2003/2, p. 283-297.

Wierenga 2012: M.M. Wierenga, 'Renteaftrekbeperking voor overnameholdings', *V&O* 2012/5, p. 77-81.

Wilton & Moeller-Sally 2007: J.M. Wilton & S. Moeller-Sally, 'Debt Recharacterization Under State Law', *The Business Lawyer* 2007/62, p. 1257-1280.

Windbichler 2009: C. Windbichler, *Gesellschaftsrecht*, München: Beck 2009.

Winter 1992: J.W. Winter, *Concernfinanciering*, Deventer: Kluwer 1992.

Witz 1947: D.A. Witz, 'Shareholders' liability for dividends improperly declared and paid', *Texas Law and Legislation* 1947, p. 220-237.

Wolf 2013: R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV*, Deventer: Kluwer 2013.

Wormser 1912: I.M. Wormser, 'Piercing the Veil of Corporate Entity', *Columbia Law Review* 1912/12, p. 496-518.

Zaretsky 1994: B.L. Zaretsky, 'Fraudulent Transfer Law as Arbiter of Unreasonable Risk', *South Carolina Law Review* 1994/46, p. 1165-1201.

Ziemons/Jaeger 2011: H. Ziemons & C. Jaeger, *GmbHG. Beck'scher Online-Kommentar*, München: Beck 2011-9 (update 1 november 2011).

JURISPRUDENTIEREGISTER

Hierna volgt een register van de belangrijkste jurisprudentie. Daarin wordt verwezen naar paragraafnummers.

Nederland

Hoge Raad

HR 30 juni 1944, <i>NJ</i> 1944, 465 (<i>Wennex</i>)	17.4.3
HR 1 april 1949, <i>NJ</i> 1949, 465 (<i>Doetinchemse Ijzergieterij</i>)	17.4.2
HR 13 november 1959, <i>NJ</i> 1960, 472 (<i>Melchers</i>)	17.4.3
HR 19 februari 1960, <i>NJ</i> 1960, 473 (<i>Aurora</i>)	17.4.3
HR 25 september 1981, <i>NJ</i> 1982, 443 (<i>Osby/LVM</i>)	19.4.1 19.4.2 19.7.4 19.9 20.7
HR 14 januari 1983, <i>NJ</i> 1983, 597 (<i>Peeters q.q./Gatzen</i>)	19.3.2 19.5.6 19.8.3 19.9.2) 21.4.3.2
HR 2 november 1984, <i>NJ</i> 1985, 446 (<i>Blok/De Haan</i>)	19.8.6
HR 9 mei 1986, <i>NJ</i> 1986, 792 (<i>Keulen/BLG</i>)	19.5.4.1 19.6.2.3
HR 19 februari 1988, <i>NJ</i> 1988, 487 (<i>Albada Jelgersma</i>)	19.3.1.1 19.8.3
HR 6 oktober 1989, <i>NJ</i> 1990, 286 (<i>Beklamel</i>)	19.3.1.1 19.5.4.2
HR 8 november 1991, <i>NJ</i> 1992, 174 (<i>Nimox/Van den End q.q.</i>)	17.5.3 17.6.2.1 19.5.1 19.5.2 19.5.4.1 19.5.4.2 19.5.5.1 19.5.6 19.6.2.1 19.8.1 20.2.4
HR 23 december 1994, <i>NJ</i> 1996, 628 (<i>Notaris M./Curatoren THB</i>)	19.9.2
HR 24 maart 1995, <i>NJ</i> 1995, 628 (<i>Van Dooren q.q. I</i>)	18.2.2.3
HR 9 juni 1995, <i>NJ</i> 1996, 213 (<i>Krijger/Citco</i>)	19.2.2
HR 16 juni 1995, <i>NJ</i> 1996, 214 (<i>Bato's Erf</i>)	19.8.6
HR 3 november 1995, <i>NJ</i> 1996, 215 (<i>Rocco/Staat</i>)	19.2.2
HR 12 juni 1998, <i>NJ</i> 1998, 727 (<i>Coral-Stalt</i>)	19.6.3.1
HR 28 april 2000, <i>NJ</i> 2000, 41, <i>JOR</i> 2000/128 (<i>Montedison</i>)	17.7.2 19.10.1
HR 21 december 2001, <i>NJ</i> 2005, 96, <i>JOR</i> 2002/38 (<i>Sobi/Hurks</i>)	19.3.1.1 19.3.1.2 19.8.3 19.8.5.2
HR 21 december 2001, <i>JOR</i> 2002/37 en 38, <i>TvI</i> 2002/173 (<i>Lunderstädt/De Kok</i>)	19.5.6

HR 29 november 2002, <i>NJ</i> 2003, 455 (<i>Schwandt/Berghuizer Papierfabriek</i>)	17.5.1
HR 6 februari 2004, <i>JOR</i> 2004/67 (<i>Reinders/Didam</i>)	17.3.2.2 17.5.2
HR 5 juli 2005, <i>NJ</i> 2005, 457 (<i>Van Dooren q.q./ABN AMRO II</i>)	19.7.4
HR 9 juni 2006, <i>NJ</i> 2007, 21 (<i>Smit/A. van Hees q.q.</i>)	18.10.2 18.10.3.4
HR 9 juli 2007, <i>JOR</i> 2010/228 (<i>ASMI</i>)	17.4.2
HR 13 juli 2007, <i>JOR</i> 2007/178 (<i>ABN-Amro</i>)	17.4.2
HR 12 september 2008, <i>JOR</i> 2008/297 (<i>Coutts</i>)	19.2.3 19.5.5.1 19.7.1
HR 19 december 2008, <i>JOR</i> 2009/172, <i>NJ</i> 2009, 220 (<i>Air Holland</i>)	18.3.1 18.4.2 18.10.3
HR 11 september 2009, <i>JOR</i> 2009/309 (<i>Comsys</i>)	19.8.3 19.8.5 19.9.2 20.8
HR 22 december 2009, <i>NJ</i> 2010, 273, <i>JOR</i> 2011/19 (<i>Van Dooren q.q. III</i>)	18.7.1
HR 2 juli 2010, <i>NJ</i> 2012, 194 (<i>Reinders/advocaat</i>)	17.5.1
HR 2 september 2011, <i>RI</i> 2012/1 (<i>ARG/Van Schuppen q.q.</i>)	17.8.1
HR 20 januari 2012, <i>JOR</i> 2012/97 (<i>DCC/Illinois</i>)	20.2.4

Hof

Hof Arnhem 29 april 1997, <i>JOR</i> 1997/93 (<i>Pelco/Sturkenboom</i>)	19.8.1
Hof Amsterdam 26 november 1998, <i>JOR</i> 1999/10 (<i>Montedison</i>)	19.10.1
Hof 's-Gravenhage 8 juni 1999, <i>JOR</i> 2000/93 (<i>Panmo</i>)	19.5.1
Hof Arnhem 19 februari 2002, <i>JOR</i> 2002/56 (<i>Reinders/Didam</i>)	17.3.2.2
Hof Amsterdam 5 november 2005, <i>JOR</i> 2007/51, (<i>Carrier I</i>)	20.3.1.1
Hof Arnhem 30 mei 2006, <i>JOR</i> 2006/320 (<i>Coutts</i>)	19.7.1
Hof 's-Gravenhage 7 augustus 2007, <i>JOR</i> 2008/71 (<i>Montedison</i>)	19.10.1
OK 10 januari 2008, <i>JOR</i> 2008/39, <i>Ondernemingsrecht</i> 2008/37 (<i>PCM I</i>)	17.4.3 17.4.4
Hof 's-Hertogenbosch 31 maart 2009, <i>JOR</i> 2009/158 (<i>Poelman q.q./AIM</i>)	19.7.3
OK 27 mei 2010, <i>JOR</i> 2010/189, <i>Ondernemingsrecht</i> 2010/91 (<i>PCM II</i>)	1.1.1 17.4.3 17.4.4
Hof 's-Hertogenbosch 13 september 2011, <i>LJN</i> BV2214	20.4.2
Hof Amsterdam 14 februari 2012, <i>JOR</i> 2012/209 (<i>Etirc</i>)	19.6.3.1
Hof Arnhem 27 maart 2012 (niet gepubliceerd) (<i>Udo Holding</i>)	18.3.1 18.4.2 18.5.1
Hof Leeuwarden 31 juli 2012, <i>JOR</i> 2013/34 (<i>Magista</i>)	17.5.2

Rechtbank

Rb. Amsterdam 15 april 1987, rolnr 84.7140	19.6.2.4
Rb. Arnhem 7 september 1995 (<i>Sturkenboom/Pelco</i>)	19.8.1

Rb. Utrecht 7 augustus 1996, <i>JOR</i> 1996/98 (<i>Montedison</i>)	19.5.5.2 19.10.1
Rb. Rotterdam 15 maart 1999, <i>JOR</i> 1999/168 (<i>Onnekink</i>)	17.3.2.2 17.5.2
Rb. Arnhem 14 juli 2004, <i>JOR</i> 2004/293 (<i>Janssen q.q./Meerpaal</i>)	17.6.2.5
Rb. Zutphen 27 oktober 2004, <i>JOR</i> 2005/4 (<i>Coutts</i>)	19.7.1
Rb. Dordrecht 17 november 2004, <i>LJN</i> AR6141	19.5.1
Rb. Amsterdam 26 juli 2005, zie <i>JOR</i> 2007/51 (<i>Carrier 1</i>)	20.3.1.1
Rb. Utrecht 12 december 2007, <i>JOR</i> 2008/66 (<i>Ceteco vrijwaring</i>)	19.9.2
Rb. Amsterdam 17 december 2008, <i>JOR</i> 2009/171 (<i>One.Tel/Bink q.q.</i>)	20.3.2
Rb. Rotterdam 8 april 2009, <i>JIN</i> 2009, 446	17.5.2
Rb. Amsterdam 21 april 2010, <i>JOR</i> 2011/1 (<i>Kemp q.q./Idee BV</i>)	17.5.3
Rb. Utrecht (vr) 23 april 2010, <i>JOR</i> 2011/91	
(<i>Boers q.q./Kasberg Beheer</i>)	18.3.1 18.4.3 18.5.2
Rb. Breda 7 juli 2010, <i>JOR</i> 2010/293	
(<i>Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.</i>)	20.3.1.2
Rb. Arnhem 13 oktober 2010, <i>LJN</i> BO1632 (<i>Vastgoed BV</i>)	17.3.2.4 17.5.3
Rb. Almelo 2 februari 2011, <i>RO</i> 2011/36 (<i>Dru BV</i>)	17.5.3
Rb. Amsterdam 23 maart 2011, <i>RO</i> 2011/48, <i>JOR</i> 2011/270	
(<i>De Weijs q.q./Shato Beheer</i>)	20.7
Rb. Den Haag 11 mei 2011, <i>JOR</i> 2012/1 (<i>Van Leuveren q.q./Bouwman</i>)	19.6.2.5
Rb. 's-Gravenhage 1 juni 2011, <i>RO</i> 2011/61 (<i>HTC</i>)	19.8.4
Rb. Utrecht 12 oktober 2011, <i>RO</i> 2012/6, <i>JOR</i> 2011/382	
(<i>Aukema q.q./ING Commercial Finance</i>)	2.5.3.1 19.6.2.1
Rb. Rotterdam 25 januari 2012, <i>JOR</i> 2012/167 (<i>Watt</i>)	19.3.1.2 19.9.2
Rb. Rotterdam 15 februari 2012, <i>JOR</i> 2012/166	
(<i>Combi/Woortman</i>)	17.5.3 19.5.6
Rb. Amsterdam 25 april 2012, <i>JOR</i> 2012/177 (<i>KPNQWest</i>)	19.9.1
Rb. Arnhem 23 mei 2012, <i>RO</i> 2012/55 (<i>Hage q.q./Kelderman</i>)	17.3.2.2
Rb. Den Haag 9 januari 2013, <i>JOR</i> 2013/96	
(<i>Berntsen q.q./Van Noorden</i>)	17.3.2.5 18.3.1 18.4.3 20.5.2
Rb. Midden-Nederland 16 januari 2013, <i>JOR</i> 2013/97	
(<i>De Vries q.q./Tijhuis</i>)	18.3.1
Rb. Utrecht 23 mei 2013, <i>LJN</i> CA0803 (<i>Trinitas</i>)	19.5.1

Verenigde Staten

Supreme Court of the Unites States

<i>McDonald v. Williams</i> , 174 U.S. 397, 19 S. Ct. 743, 43 L. Ed. 1022 (1899)	5.7.2.1
<i>Taylor v. Standard Gas & Electric Co.</i> , 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939)	8.2.2.1
<i>Pepper v. Litton</i> , 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939)	8.2.2.2 8.4.2 8.5.1 9.3.2
<i>Arnold v. Phillips</i> , 117 F.2d 497, 503 (5th Cir. 1941)	8.5.2

Anderson v. Abbot, 321 U.S. 349, 321 U.S. 804 (1944) | 7.4.2
Comstock v. Group of Inst. Investors, 335 U.S. 211 (1948) | 8.2.2.3 | 8.7
U.S. v. Byrum, 408 U.S. 125, 92 S. Ct. 2382, 33
 L.Ed. 2d 238 (1972) | 5.3.3
U.S. v. Bestfoods, 524 U.S. 51, 118 S. Ct. 1876,
 141 L. Ed. 2d 43, 157 A.L.R. Fed. 735 (1998) | 7.2.3

United States Court of Appeals (federaal)

Costello v. Fazio, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958) | 8.5.3
Dewitt Truck Brokers, Inc. v. W. Ray Flemming Fruit Co.,
 540 F.2d 681 (4th Cir. 1976) | 7.3.3 | 7.3.4 | 7.5.3
In re Mobile Steel Co., 563 F.2d 692
 (5th Cir. 1977) | 8.3.1 | 8.3.2 | 8.5.4 | 8.5.5 | 8.6.1
U.S. v. Jon-T Chemicals, Inc., 768 F.2d 686 (5th Cir. 1985) | 7.7.2
United States v. Tabor Court Realty Corp., 803
 F.2d 1288 (3d Cir. 1986) | 6.4.4
Kupetz v. Wolf, 845 F.2d 842 (9th Cir. 1988) | 6.4.5 | 6.9.2
Secon Serv. Sys., Inc. v. St. Joseph Bank & Trust Co.,
 855 F.2d 406 (7th Cir. 1988) | 7.3.2 | 7.5.3
Kaiser Steel Corp. v. Charles Schwab & Co., Inc., 913
 F.2d 846, 848 (10th Cir. 1990) | 6.9.3
Mellon Bank, N.A. v. Metro Communications, Inc. 945 F.2d 635
 (3d Cir. 1991) | 6.4.4 | 6.6.2.2
Kinney Shoe Corp. v. Polan, 939 F.2d 209 (4th Cir. 1991) | 7.7.3
Radaszewski v. Telecom Corp., 981 F.2d 305 (8th Cir. 1992) | 7.4.3.2
Moody v. Security Pac. Business Credit, Inc., 127 Bankr. 958
 (WD Pa. 1991), 1992 WL 187398 (3d Cir. 1992) | 6.6.2.2 | 6.8.2.1
In re CT of Virginia, 958 F.2d 606 (4th Cir. 1992) | 5.8.1
Meeks v. PRN, Inc., 35 F.3d 571 (Court of Appeals 9th cir. 1994) | 5.3.4 | 6.3.2
HBE Leasing Corp. V. Frank, 48 F.3d 623 (2d Cir. 1995), p. 635 | 6.4.3
Munford v. Valuation Research Co. (In re Munford), 97 F.3d 456
 (11th Cir. 1996) | 5.8.2
Lifschultz Fast Freight, Matter of, 132 F.3d 339
 (7th Cir. 1997) | 8.5.5 | 8.6.1 | 19.4.3
Browning-Ferris Industries of Illinois, Inc. v. Ter Maat, 195 F.3d 953
 (7th Cir. 1999) | 7.7.2 | 7.8.1.2
Matter of S.I. Restructuring, Inc., 2008 U.S. App. LEXIS 13140
 (5th Cir. 2008) | 8.6.2 | 19.7.4
Boyer v. Crown Stock Distribution Inc., et al., 587 F.3d 787
 (7th Cir. 2009) | 2.5.1 | 6.6.2.2 | 6.8.4 |

QSI Holdings, Inc. v. Alford (In re *QSI Holdings*), 571 F.3d 545 (6th Cir. 2009) | 6.9.3
In re Plassein Int'l Corp. (In re *Plassein*), 590 F.3d 252 (3d Cir. 2009) | 6.9.3

District Court en Bankruptcy Court (federaal)

United States v. Gleneagles Inv. Co., 565 F.Supp. 556 (M.D. Pa. 1983) | 6.6.2.1
Credit Managers Ass'n of Southern California v. Federal Co., 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985) | 6.4.5 | 6.8.2.1
Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein, 94 Bankr. 488, 497 (Bankr. N.D. Ill. 1988) | 6.4.5 | 6.9.2
In re O'Day Corp., 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991) | 6.8.2.2
In re Best Products Co., 168 B.R. 35 (Bankr.S.D.N.Y.1994) | 6.4.6
In re Bay Plastics, Inc., 187 B.R. 315, 334, 27 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 1067 (Bankr. C.D. Cal. 1995) | 6.4.3
Vadnais Lumber Supply, Inc. v. Byrne (In re *Vadnais Lumber Supply, Inc.*), 100 B.R. 127 (Bankr. D. Mass. 1989) | 6.6.2.1
MFS/Sun Life Trust High Yield Series v. Van Dusen Airport Services Co., 910 F.Supp. 913 (S.D.N.Y. 1995) | 6.8.1 | 6.8.4
In re CNB Intern., Inc., 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008) | 6.8.3
In re Mervyn's Holdings, LLC, 426 B.R. 488 (Bankr. D. Del. 2010) | 6.9.3

State Court en overig

Mackay v. Douglas, 14 L.R.-Eq. 106, 26 L.T.R. (n.s.) 721 (Ch. 1872) | 6.2.1
Wood v. Dummer, 30 F.Cas 435 (no. 17,944) (C.C.D. Me. 1824) | 5.2.1
Carpenter v. Roe, 10 N.Y. 227., Court of Appeals of New York 1851 | 6.2.1
Hospes v. Northwestern Mfg. & Car Co., 48 Minn. 174, 180, 50 N.W. 1117 (1892) | 5.2.1
Powers v. Heggie, 268 Mass. 233, 167 N.E. 314 (1929) | 5.7.2.2
Bartlett v. Smith, 160 A. 440 (Md. 1932) | 5.7.2.2
Randall v. Bailey, 23 N.Y.S. 2d 173 (N.Y. Sup. Ct. 1940) | 5.5.2
Automotiz Del Golfo De California S. A. De C. V. v. Resnick, 47 Cal. 2d 792 P.2d 1, 4, 63 A.L.R. 2d 1042 (1957) | 7.6.2.1
Minton v. Cavaney, 56 Cal. 2d 576, 15 Cal. Rptr. 641, 864 P.2d 473 (1961) | 7.6.2.2
Walkovszky v. Carlton, 223 N.E.2d 6 (N.Y. 1966) | 3.5.2 | 7.8.1.1
Zaist v. Olson, 227 A.2d 552 (Conn. 1967) | 7.3.1
Harris v. Curtis, 8 Cal. App. 3d 837, Cal. Rptr. 614 (1970) | 7.6.2.3
Consumer's Co-Op v. Olsen, 419 N.W.2d 211 (Wis. 1988) | 7.5.2 | 7.7.3
Credit Lyonnais Bank Nederland NV v. Pathe Commc'ns Corp., 1991 WL 277613, (Del. Ch. Dec. 30, 1991) | 5.6.6
Klang v. Smith's Food and Drug Centers Inc., 702 A.2d 150 (Del. 1997) | 5.4.2

<i>In re Oracle Corp Derivative Litigation</i> , 824 A.2d 917 (Court of Chancery of Delaware 2003)	3.1
<i>Peschel Family Trust v. Colonna</i> , 317 Mont. 127, 75 P.3d 793 (2003)	7.7.1
<i>Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.</i> , 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004)	5.6.6
<i>Mobius Management Systems, Inc. v. West Physician Search, L.L.C.</i> , 175 S.W.3d 186 (Mo. Ct. App. E.D. 2005)	7.7.1
<i>Am. Catholic Educ. Programming Found. Inc. v. Gheewalla</i> , 930 A.2d 92 (Del. 2007)	5.6.6
<i>Axtmann v. Chillami</i> , 740 N.W.2d 838, 834-44 (N.D. 2007)	7.8.2
<i>Coughlin Const. Co. Inc. v. Nu-Tec Indus., Inc.</i> , 755 N.W.2d 867 (N.D. 2008)	7.5.3 7.7.3

Duitsland

Bundesgerichtshof

BGH 14 december 1959, II ZR 187/57	14.2.1.1
BGH 15 maart 1972, VIII ZR 159/7	12.2.3
BGH 5 juni 1975, II ZR 23/74 (<i>ITT</i>)	13.2.1.2
BGH 26 november 1979, II ZR 104/77	14.2.3 14.3.4
BGH 21 september 1981, II ZR 104/80, <i>BGHZ</i> 1981, 311	11.5.1
BGH 26 maart 1984, II ZR 14/84	14.2.1.2
BGH 16 september 1985, II ZR 275/48 (<i>Autokran</i>)	13.2.1.3
BGH 20 maart 1986, II ZR 114/85, <i>NJW</i> 1986, 1293	11.5.1 11.6.3
BGH 20 februari 1989, II ZR 167/88 (<i>Tiefbau</i>)	13.2.1.3
BGH 23 september 1991, II ZR 135/90 (<i>Video</i>)	13.2.1.3
BGH 29 maart 1992, II ZR 265/91 (<i>TBB</i>)	13.2.1.3
BGH 10 mei 1993, II ZR 74/92, <i>BGHZ</i> 122, 333	11.8.2.1
BGH 7 november 1994, II ZR 270/93	14.2.3 14.4.1
BGH 13 november 1995, II ZR 113/94	11.5.1
BGH 29 mei 2000, II ZR 347/97	11.8.2.1
BGH 29 mei 2000, II ZR 118/98	11.8.2.1
BGH 17 september 2001, II ZR 178/99 (<i>Bremer Vulkan</i>)	13.2.2.1
BGH 25 februari 2002, II ZR 196/00 (<i>L-Kosmetik</i>)	11.8.2.2 13.2.2.2
BGH 24 juni 2002, II ZR 300/00 (<i>KBV</i>)	13.2.2.3
BGH 22 september 2003, II ZR 229/02	11.8.1.1 11.8.2.2
BGH 24 november 2003, II ZR 171/01	11.5.2.2
BGH 13 december 2004, II ZR 256/02	13.3.1
BGH 24 mei 2005, IX ZR 123/04, <i>NJW</i> 2005, 3062	11.7.1.2
BGH 5 februari 2007, II ZW 234/05	11.7.1.2
BGH 18 juni 2007, II ZR 86/06	11.5.3.3 11.9.5
BGH 16 juli 2007, II ZR 3/04 (<i>Trihotel</i>)	13.2.3.1 13.3.2 13.3.3 13.3.5
BGH 17 maart 2008, II ZR 24/07	11.8.2.1

BGH 28 april 2008, II ZR 264/06, *NJW* 2008, 2437
(*Gamma*) | 13.2.3.2 | 13.4.4
BGH 2 juni 2008, II ZR 104/07 | 13.3.1
BGH 29 september 2008, II ZR 234/07 | 11.6.1
BGH 9 februari 2009, II ZR 292/07 (*Sanitary*) | 13.2.3.2 | 13.3.4.1
BGH 23 april 2012, II ZR 252/10 | 13.3.3 | 13.3.7

Oberlandesgericht

OLG Köln 18 december 2008, 18 U 162/06, *DStR* 2009, 1490 | 13.3.1
OLG Brandenburg 15 januari 2009, 5 U 170/06, *GWR* 2009, 276517 | 13.3.4.1

TREFWOORDENREGISTER

Hierna volgt een trefwoordenregister. Daarin wordt verwezen naar paragraafnummers en naar hele hoofdstukken.

Aandeelhouderslening	
– In Nederland	H20
– In de VS zie ‘equitable subordination’	
– In Duitsland zie ‘Gesellschafterdarlehen’	
Achterstelling zie ‘aandeelhouderslening’	
Acquisitiefinanciering zie ‘leveraged buyout’ en ‘financiële steunverlening’	
Ausschüttungen	11.4 11.5
Collapsing the transaction-doctrine	6.4.3
Contractuele crediteurenbescherming	3.4.4 3.4.5 3.5.3 3.8.2
Distributions zie ‘uitkering (VS)’	
Dividendvordering	
– In Nederland	17.3.2.5 18.4.3 19.5.5.1
– In de VS	5.3.6
– In Duitsland	11.4.3
Doorbraak van aansprakelijkheid	
– In Nederland	H19
– In de VS zie ‘veil piercing’	
– In Duitsland zie ‘existenzvernichtender Eingriff’	
Eigen vermogen	2.2.1 2.2.2
Equitable subordination	H8
Existenzvernichtender Eingriff	H13 15.2.3 15.3.4 19.2.4
Externaliteiten	3.2.2 3.3.2.2 3.4 3.5 3.7
Financiële steunverlening	
– Introductie 2:207c BW	16.9.4
– Leningen aan aandeelhouders	17.8.1 19.6.2.1
– Normering zonder 2:207c BW	17.8
– Zekerheden aan aandeelhouders	19.7.4 20.6.2

– In Duitsland	11.5.3.2 11.5.3.3 11.9 13.5
– In de VS	6.4
Financieringsvrijheid	1.2.1
Flex-BV	16.10 17.2
Fraudulent transfer/conveyance law	H6 9.2.2
 Gesellschafterdarlehen	H14 15.2.4
Insolvenzanfechtung	H12 15.2.2
 Kapitaalbescherming	
– In rechtseconomisch perspectief	3.8
– In de Tweede Richtlijn	16.9
– Kritiek op kapitaalbescherming	16.10.1
– In Nederland	H16
– In Duitsland	H11 15.2.1
– In de VS	5.2 5.4 9.2.1
 Leverage zie ‘vreemd vermogen’	
Leveraged buyout	
– Financiële en juridische structuur	2.5.1
– Ontwikkeling van de LBO	2.5.2
– Effecten van een LBO	2.5.3
– Financiële steunverlening zie ‘financiële steunverlening’	
– Fraudulent transfer law en LBO	6.4 6.8 6.9
– Insolvenzanfechtung en LBO	12.4
– Pauliana en LBO	18.11
– Onrechtmatige daad en LBO	19.10
– Materiële uitkering en LBO	17.8.1.1
 Materiële uitkeringen	17.8
Modigliani & Miller	2.3 2.4
MoMiG	10.3.1 11.5.3 14.3
 Onderkapitalisatie	
– Bij oprichting	19.8
– Bij reddingsfinanciering	19.7
– Bij vermogensonttrekking	19.5 19.6
Open normen	3.8
 Pauliana	H18
PCM-zaak	1.1.1 17.4.4 19.10
Peeters/Gatzen-vordering	19.3.2 19.5.6 19.9.2
Piercing the corporate veil	H7 9.2.3 9.3.4

Reddingsfinanciering	19.7 20.6
Redelijkheid en billijkheid	17.4.3 17.4.4
Return on assets	2.3.1
Return on equity	2.3.1
Samengestelde vermogensonttrekking	
– Onrechtmatige daad	19.10
– Pauliana	18.10 18.11
– Doorbraak van aansprakelijkheid	19.10
– Dividend rules (VS)	5.8
– Fraudulent transfer law	6.4.3
– Existenzvernichtender Eingriff	13.5
– Insolvenzanfechtung	12.4
– Kapitaalbescherming (NL)	17.8
– Kapitaalbescherming (DL)	11.9
Schijn van kredietwaardigheid	19.3.1
Uitkering (NL)	
– Balanstest	17.3.1
– Bestuurdersaansprakelijkheid	17.5
– Bevoegdheid	17.2.3
– Materiële uitkering	17.8
– Pijlmoment uitkeringstest	17.3.2.5
– Resitutieverplichting aandeelhouders	17.6
– Terugleenconstructie	17.3.2.5
– Uitkeringstest	17.3.2
Uitkering (DL)	
– Balanstest	11.5
– Bestuurdersaansprakelijkheid	11.6 11.7.2
– Bevoegdheid	11.4
– Pijlmoment balanstest	11.4.3
– Resitutieverplichting aandeelhouders	11.8
Uitkering (VS)	
– Balanstest	5.3.4
– Bestuurdersaansprakelijkheid	5.6
– Bevoegdheid	5.3.3
– Equity insolvency test	5.3.5
– Pijlmoment uitkeringstest	5.3.6
– Resitutieverplichting aandeelhouders	5.7
Undercapitalization (VS)	6.8 7.4 7.5 7.6 7.7 7.8 8.5 9.4
Unterkapitalisering (DL)	12.5 13.4 14.2.2 14.4.3 15.4

Veil piercing	H7 9.2.3 9.3.4 19.2.4
Vennootschappelijk belang	17.4.2 17.4.4
Vereenzelviging	19.2.2
Vermogensonttrekking zie ‘uitkering’	
Voidable preference	8.9
Voortzetting van verlieslatende activiteiten	19.3.1
Vreemd vermogen	2.2.3 2.3 2.4 2.5

OVER DE PROMOVENDUS

Jaap Barneveld is op 1 september 1982 geboren te Amstelveen.

Na afronding van het Voorbereidend Wetenschappelijk Onderwijs (VWO), studeerde hij tussen 2001 en 2007 rechten aan de Vrije Universiteit en aan de Universiteit van Amsterdam (UvA). Daarnaast studeerde hij in 2003 aan *Columbia University* te New York. In juli 2007 behaalde hij zijn doctoraalbul aan de UvA, met als afstudeerrichting privaatrecht.

Vanaf september 2007 tot september 2013 was hij als Junior Docent en Onderzoeker verbonden aan de faculteit rechtsgeleerdheid van de UvA. In die hoedanigheid trad hij op als docent in het universitaire ondernemingsrechtelijke onderwijs, en verzorgde hij cursussen en lezingen aan advocaten en notarissen. In het kader van zijn promotieonderzoek was hij in 2010 als *visiting researcher* verbonden aan de *Yale Law School* te New Haven. Jaap Barneveld publiceert regelmatig op het gebied van het ondernemingsrecht en het insolventierecht.

Na een wereldreis is Jaap Barneveld sinds 2014 advocaat bij *De Brauw Blackstone Westbroek* te Amsterdam.

Serie vanwege het Van der Heijden Instituut te Nijmegen onder redactie van prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme en prof. mr. C.D.J. Bulten.

1. Mr. W.J.M. Noldus, Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap (1969)
2. Mr. P.A.L.M. van der Velden, De vereniging-rechtspersoon en haar leden (1969)
3. Mr. P.R. Smits, De externe gebondenheid van het vennootschapsvermogen (1969)
4. Mr. J.A.Th.J.M. Duynstee, Beschouwingen over de stichting naar Nederlands privaatrecht (1970)
5. Mr. J.H.F.J. Cremers, Prioriteitsaandelen (1971)
6. Mr. M.M. Mendel, Het statutaire doel van de naamloze vennootschap (1971)
7. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W. Westbroek, prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. P. Sanders, Het nieuwe vennootschapsrecht (1972)
8. Mr. A.M. Brenninkmeijer, Stemovereenkomsten van aandeelhouders (1973)
9. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. S.J.H. Huijben en mr. A.G. Lubbers, De nieuwe structuur van de grote NV en BV (1973)
10. Prof. mr. C.Æ. Uniken Venema, Misbruik van voorwetenschap (1974)
11. Mr. A. Plate, Niet volgestorte aandelen (1974)
12. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. J.M. Jansen, Statuten van de grote NV en BV (1975)
13. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. dr. W. Albeda, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. drs. H.W. Lambers, Problemen bij fusie van NV en BV (1975)
14. Mr. M.J.G.C. Raaijmakers, Joint ventures (1976)
15. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. P.F.M. van Lierop, De ondernemingsraad (1977)
16. Prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. J. Ronse, De vertegenwoordiging van rechtspersonen naar Nederlands en Belgisch recht (1978)
17. Mr. T.J. van der Ploeg, Het Burgerlijk Recht en de vrijwillige organisaties. Beschouwingen n.a.v. de regeling van de vereniging en de stichting in Boek 2 BW (1978)
18. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. W. Westbroek, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en mr. Y. Scholten, Het vennootschapsrecht en de Tweede EEG-Richtlijn (1979)
19. Mr. H.J.M.N. Honée, De benoeming van commissarissen bij grote vennootschappen (1979)
20. Prof. drs. J.W. Schoonderbeek, prof. dr. W. van Bruinessen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W.J.M. Gitmans, De jaarrekening en de Vierde EEG-Richtlijn (1981)
21. Mr. H.J.M.N. Honée, Concernrecht en medezeggenschapsregelingen (1981)
22. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. H.J.M.N. Honée, mr. A.G. van Solinge, mr. G.M.J. Ackermans, Ondernemingsraad en Vennootschap (1982)
23. Mr. dr. P. Vlas, Rechtspersonen in het internationaal privaatrecht (1982)
24. Mr. F.K. Buijn, De oprichting van de NV en de BV (1984)
25. Prof. dr. M. Lutter, mr. W. Westbroek, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. G.M.J. Ackermans, De besloten vennootschap (1985)
26. Prof. mr. H.J.M.N. Honée, Contacten tussen commissarissen en ondernemingsraad (1986)
27. Mr. C.A. Schwarz, Blokkering van aandelen (1986)

28. Mr. J. Lievens, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. drs. H. Langman, mr. J. Bloemarts, mr. G. Noordraven, mw. mr. M.J. Zeldenrust-Visch, Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (1987)
29. Mr. Th.C.M. Hendriks-Jansen, Vermogensbescherming en persoonlijke aansprakelijkheid bij de besloten vennootschap (1988)
30. Misbruik van voorwetenschap. Uitgave op initiatief van Actioma, Juridisch Faculteitsblad Katholieke Universiteit Nijmegen, ter gelegenheid van zijn 10-jarig bestaan (1989)
31. Mr. P.J. Dortmund, Enige beschouwingen rondom aandelen (1989)
32. Mr. R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen (1989)
33. Mr. M.P. van Achterberg, De juridische definitie van het economische verschijnsel concern (1989)
34. Dr. K. Geens, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. R.P. Voogd, mr. A.G. van Solinge, mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.H.V. Stuyck, mr. J.A.W. Schreurs, Beschermingsconstructies (1990)
35. Mr. F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap (1991)
36. Mr. G. Noordraven, De regeling van de Überschuldung (1991)
37. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. drs. H. Beckman, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, mr. F.H.A. Arisz, mr. M.E. Engelaar, Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten (1991)
38. Mr. A. Voûte, Aandelen voor werknemers (1991)
39. Mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. H.J. de Bijll Nachenius, dr. H.O.C.R. Ruding, mr. M.W. den Boogert, mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. H.M.N. Schonis, mw. mr. M.E. Engelaar, mr. J.A.W. Schreurs, Grensoverschrijdende samenwerking van ondernemingen (1992)
40. Mr. D.R. Doorenbos, Financieel strafrecht (1992)
41. Mr. B.C.M. Waaijer, Statuten en statutenwijziging (1993)
42. Mr. L.G.H.J. Houwen, mr. drs. A.P. Schoonbrood-Wessels, mr. J.A.W. Schreurs, Aansprakelijkheid in concernverhoudingen (1993)
43. Mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, drs. M.J.M. Buiting, mr. N.E.D. Faber, mr. R.W.Th. Norbruis, mr. J.W. van der Staay, Converteerbare obligaties en aandelen (1993)
44. Mr. Gerard van Solinge, Grensoverschrijdende juridische fusie (1994)
45. Mr. R.J.C. van Helden, mr. O.L.O. de Witt Wijnen, mr. A.G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.J.M.N. Honée, mr. E. Boswinkel, mw. mr. J. Roest, Problemen rondom de algemene vergadering (1994)
46. Mr. M.E. Schreurs-Engelaar, Organen van de coöperatie (1995)
47. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. dr. A.H.M. Daniels, prof. dr. P.H.J. Essers, Fiscale en civielrechtelijke aspecten van de commanditaire vennootschap (1996)
48. Mr. J. Roest, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten (1996)

49. Mr. J.J.A. Hamers, Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen (1996)
50. Prof. mr. J.R. Schaafsma, prof. mr. S. Perrick, mr. D.H. Cross, prof. mr. L. Timmerman, mr. F.G.B. Graaf, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.M.L. Dings, mw. mr. J. Roest, Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (1996)
51. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. S. Perrick (1996)
52. Mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. F.J.P. van den Ingh, Parlementaire Geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (1996)
53. Mr. M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (1996)
54. Mr. J.W. Bellingwout, Zetelverplaatsing van rechtspersonen (1996)
55. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1996, Bewaring en eigendom van effecten, mr. W.A.K. Rank, mr. E.M. van Ardenne-Stachiw, mr. Ch.W. le Rûtte (1997)
56. Mr. Y.L.L.A.M. Delfos-Roy, Informatieverstrekking en informatievergaring in het kader van de toezichthoudende en raadgevende taak van de Raad van Commissarissen (1997)
57. Maeijers belangstellingen. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. C.A. Schwarz, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. M.M. Mendel, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. T.J. van der Ploeg, prof. mr. A.L. Mohr, prof. dr. W. van Gerven, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.M.M. Maeijer (1997)
58. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 1997, De opkomst van een rechtsgebied, mr. R.I.V.F. Bertrams, mr. S.A. Boele, mr. D.H. Cross, prof. mr. S.E. Eisma, mr. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. W. de Jong, mr. A.F.J.A. Leijten, mr. A. Nederveen, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. W.A.K. Rank, mr. V.P.G. de Serière, prof. mr. W.J. Slagter, prof. mr. L. Timmerman, mr. L.J.K. Vincent (1997)
59. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.M.M. Maeijer, Drie Nijmeegse redes, Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering (1998)
60. Mr. H.M.L. Dings, De commissie van aandeelhouders bij structuurvennootschappen (1998)
61. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 1999, Aspecten van toezicht, Beschouwingen over het toezicht op de financiële sector, mr. H.G. van Everdingen, mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. H.J. Sachse (1999)
62. Conflicten rondom de rechtspersoon, mr. A.F.J.A. Leijten, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.H.M. Willems, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmond, mr. O.L.O. de Witt Wijnen (2000)
63. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000, Beleggingsinstellingen nader belicht, mr. drs. N.V. Ponsen, mr. P. Klemann (2000)
64. Prof. mr. M. van Olffen, Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw (2000)
65. Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. N.S.J. Koeman, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, mr. A.J. Macro, mr. H.J. Sachse, drs. ing. C. Maas, mr. D.J.R. Lemstra (2000)

66. Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2001, Effectenverkeer via internet. Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief, drs. E.F. Feitsma, mr. V.N.G. van Leeuwen, mr. L.A.G. Moelker, mr. W. de Jong (2001)
67. Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heijden. Verzameld door C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2001)
68. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2001-2002, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2002)
69. Concernverhoudingen, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. S.M. Bartman, mr. L.G. Verburg, mr. M.L. Lennarts, prof. mr. M.J.A. van Mourik, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. M. van Olffen (2002)
70. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2002, De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, mr. B.M. van Beek en mr. D. van Bruggen (2002)
71. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2002, Een bewezen bestaansrecht (2002)
72. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2002-2003, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2003)
73. Mr. M.S. Koppert-van Beek, Handelen namens een op te richten vennootschap (2003)
74. Personenvennootschappen, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. J.A.M. ten Berg, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.J.A. van Mourik, prof. mr. A.L. Mohr en prof. mr. H.M.N. Schonis (2003)
75. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2003-2004, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2004)
76. De werknemer in het ondernemingsrecht, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. G. van Solinge, mr. P.A.M. Witteveen, prof. mr. L.C.J. Sprengers, mr. G.N.H. Kemperink, mr. D.C. Buijs, mr. R.M. Beltzer, mr. F.B.J. Grapperhaus, prof. mr. I.P. Asscher-Vonk, mr. R.A.A. Duk (2004)
77. Verspreide Geschriften van W.C.L. van der Grinten. Verzameld en ingeleid door C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann en G. van Solinge (2004)
78. Mr. J.M. Blanco Fernández, mr. M. Holtzer, prof. mr. G. van Solinge, Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures (2004)
79. Mr. J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties (2004)
80. Mr. M.P. Nieuwe Weme, Het verplicht bod op effecten (2004)
81. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2004. Voorstel van Wet op het financieel toezicht, mr. J.M. van Dijk en mr. H.V. Oppelaar (2004)
82. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2004-2005, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge, mr. M. Holtzer en mr. A.F.J.A. Leijten (2005)
83. Mr. G.J.C. Rensen, Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders (2005)
84. Mr. E.C. Bos, Vruchtgebruik op aandelen (2005)
85. Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. R.G.J. Nowak, Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, deel I. De pre-parlementaire geschiedenis (2006)
86. Mr. R.G.J. Nowak, A.M. Mennens, Vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, deel II. De parlementaire geschiedenis (2012)
87. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2005-2006, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2006)

88. De financiering van de onderneming, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. H. Beckman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. R.J. Abendroth, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. mr. M. van Olffen, mr. V.P.G. de Seri re, prof. dr. R.J.M. Dassen RA (2006)
89. Mr. H. ten Voorde, Deponering, publicatie en verzet (2006)
90. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2006, De geïnformeerde consument, mr. F.M.A. 't Hart en prof. mr. C.E. Du Perron (2006)
91. Mr. drs. B.J. de Jong, prof. mr. drs. M.P. Nieuwe Weme, Publicatie van de jaarrekening (2006)
92. Mr. P.J. van der Korst, Bedrijfsgeheimen en transparantieplichten (2007)
93. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2006-2007, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2007)
94. Mr. J.M. Blanco Fernández, prof. mr. M. van Olffen, Rechtsvorm en gebruik van LLP's en LLC's (2007)
95. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2007, Bouwen en bezinning (2007)
96. Mr. P.J. van der Korst, prof. mr. M.P. Nieuwe Weme, prof. mr. G. van Solinge, Delegatie van emissiebevoegdheid (2008)
97. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2007-2008, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2008)
98. Flexibele rechtsvormen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.J. De Kluiver, prof. mr. D.F.M.M. Zaman, mr. J.M. Blanco Fernández, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. A.L. Mohr, mr. J.H.M. Willems, prof. mr. M. van Olffen (2008)
99. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2008-2009, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2009)
100. Verspreide geschriften van J.M.M. Maeijer. Verzameld en ingeleid door C.D.J. Bulten, C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2009)
101. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009, Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht, A.H. Scheltema en M. Scheltema (2009)
102. Willems' wegen, Opstellen aangeboden aan prof. mr. J.H.M. Willems ter gelegenheid van zijn terugtreden als voorzitter van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam, onder redactie van mr. K.M. van Hassel en prof. mr. M.P. Nieuwe Weme (2010)
103. B.J. de Jong, Schade door misleiding op de effectenmarkt (2010)
104. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2009-2010, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2010)
105. Geschillen in de vennootschap, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. H.J. de Kluiver, mr. M.W. Josephus Jitta, mr. P.D. Olden, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. C.J.M. Klaassen, prof. mr. M.J. Kroeze, prof. mr. M.W. den Boogert, mr. drs. A.R.J. Croiset van Uchelen, mr. P.N. Wakkie, prof. mr. J.H.M. Willems (2010)
106. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2010, Oneerlijke handelspraktijken en handhaving van consumentenbescherming in de financiële sector, mr. C.W.M. Lieverse, prof. mr. J.G.J. Rinkes (2010)
107. G.T.J. Hoff, Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (2011)
108. C.D.J. Bulten, De geschillenregeling ten gronde (2011)

109. H.J.M.M. van Boxel, Grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen naar Nederlands recht (2011)
110. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2010-2011, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2011)
111. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011, Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS, mr. F.G.B. Graaf en mr. R.A. Stegeman (2011)
112. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2011-2012, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2012)
113. Lustrumbundel Vereniging voor effectenrecht 2012, Gedurfde essays over financieel toezichtrecht (2012)
114. Relativering van rechtspersoonlijkheid, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. C.D.J. Bulten, prof. mr. M.J. Kroeze, mr. D.A.H.W.M. Strik, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. H-J de Kluiver, mr. D.F. Lunsingh Scheurleer, mr. J.H. Lemstra (2012)
115. Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2012-2013, onder redactie van mr. M. Holtzer, mr. A.F.J.A. Leijten en mr. D.J. Oranje (2013)
116. R.A. Wolf, De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV (2013)
117. J.J.M. van Mierlo, Medezeggenschap en de spanning tussen WOR en Ondernemingsrecht (2013)
118. Preadvies voor de Vereniging voor Financieel Recht 2013, Vijf jaar Wet op het financieel toezicht, dr. mr. E.P.M. Joosen en prof. mr. R.P. Raas (2013)
119. F.G. Laagland, De rol van Nederlandse werknemers(vertegenwoordigers) bij een grensoverschrijdende juridische fusie (2013)
120. J. Barneveld, Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders (2014)