

Mr. J. Barneveld*

LEVERAGED BUY-OUT & FAILLISSEMENT. OVER RISICOAFWENTELING DOOR AANDEELHOUDERS

“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.”¹

1 Inleiding

De schadelijke gevolgen van financiering met te veel vreemd vermogen manifesteren zich thans in alle sectoren van de wereldeconomie. Een significant deel van het vreemd vermogen dat momenteel op de balansen van ondernemingen drukt, is het resultaat van de populariteit van de *leveraged buy-out* (LBO) in tijden van hoogconjunctuur. Zowel in de Verenigde Staten als in Europa zijn in de jaren voor de kredietcrisis overnames gefinancierd met een tot dan toe ongekende hoeveelheid schulden, in het bijzonder door *private equity* investeerders. Een aanzienlijk deel van de overgenomen ondernemingen is sinds 2008 vanwege een te grote schuldenlast gereorganiseerd of gefailleerd.² Veel bedrijven die tot nog toe buiten schot zijn gebleven, kijken met bezorgdheid uit naar de ‘*wall of debt*’ die de komende jaren geherfinancierd dient te worden.³

* Jaap Barneveld is promovendus aan de Universiteit van Amsterdam en momenteel als *visiting researcher* verbonden aan Yale Law School.

1 M.J. Dix, ‘Adequate Risk Capital: The Consideration for the Benefits of Separate Incorporation’, *Northwestern University Law Review* 1958-53, p. 484.

2 In Amerika zijn bijvoorbeeld recentelijk uitgeverijconcern *Tribune*, de producent van James Bond films *Metro-Goldwyn-Mayer* en casino exploitant *Harrah’s* in financieel zwaar weer beland na een LBO. Zie L. Bowman, ‘LBOs: A bad case of buyers’ remorse’, *Euromoney* oktober 2010. In Nederland is PCM Uitgevers na een LBO aan een faillissement ontsnapt. Zie J. Barneveld, ‘PCM & Private Equity. Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen’, *WPNR* 2009/6809, p. 230-238.

3 G. van der Have, ‘Herfinancieringsgolf grote bedrijven verwacht in 2012’, *Financieel Dagblad* 29 juni 2010, p. 13. In een recent rapport toont Moody’s zich buitengewoon pessimistisch over de mogelijke gevolgen van deze grote herfinancieringsronde voor de Amerikaanse economie ‘Refunding Risk and Needs for U.S. Speculative-Grade Corporate Issuers, 2010-2014’, Moody’s Investors Service 2010.

Indien een vennootschap faillieert na onderwerp te zijn geweest van een LBO, rijst de vraag naar de verantwoordelijkheid en eventuele aansprakelijkheid van de betrokkenen bij de overname. In deze bijdrage zal daarom worden ingegaan op de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij een LBO.⁴ Daarbij zal instrumenteel gebruik worden gemaakt van het Amerikaanse recht; aan de hand van de Amerikaanse normering van ‘mislukte’ LBO’s zal worden gezien welke grenzen daar *ex post* worden gesteld aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder. De conclusie van deze bijdrage luidt dat aansprakelijkheid van aandeelhouders gerechtvaardigd kan zijn indien zij door de LBO in een te hoge mate risico’s hebben afgewenteld op de vennootschap en haar ongesecureerde crediteuren. Niet de pauliana, maar de onrechtmatige daad lijkt het beste leerstuk voor de beoordeling van de betrokkenheid van aandeelhouders bij een LBO.

2 De leveraged buyout: van eigen vermogen naar vreemd vermogen

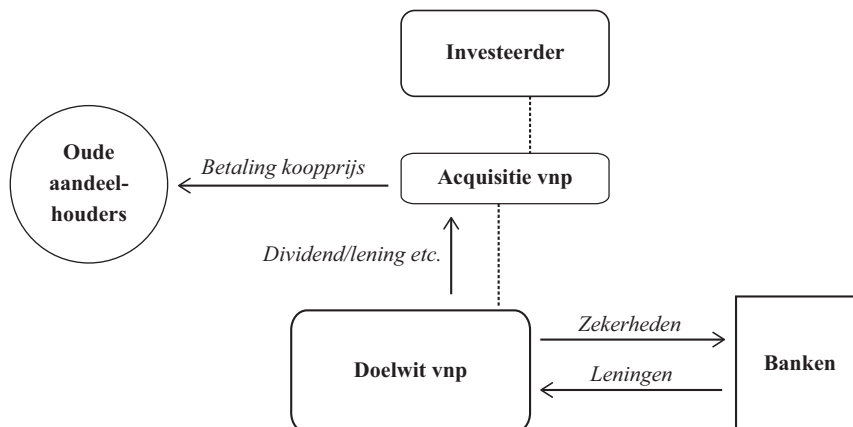
2.1 Structuur van de transactie

Een LBO is een overname die hoofdzakelijk wordt gefinancierd met vreemd vermogen.⁵ Anders dan bij de klassieke overname van aandelen komt de financiering van de transactie 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, (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 acquisitievennootschap⁶ en (iv) de acquisitievennootschap wendt de verworven gelden aan voor de betaling van de koopprijs van de aandelen. De structuur kan als volgt schematisch worden weergegeven.

4 Deze bijdrage gaat uitdrukkelijk niet in op de rol (en mogelijke aansprakelijkheid) van bestuurders, financierende banken en andere betrokkenen bij de overname.

5 Zie over LBO’s onder meer W.J. Oostwouder, *Management buy-out*, Deventer: Kluwer 1996, H. Schenk, *Hefbomen van het modern financieringskapitalisme*, *Ondernemingsrecht* 2007/59 en J. Barneveld, ‘De leveraged buy-out van PCM Uitgevers: wanbeleid’, *Ondernemingsrecht* 2010/91.

6 Er zijn verschillende manieren waarop het vermogen van het doelwit naar de acquisitievennootschap kan worden overgeheveld. Bijvoorbeeld door middel van dividenduitkeringen of inkoop van eigen aandelen. Het doelwit kan het vermogen ook aan haar nieuwe moeder lenen, waarna zij eventueel met haar moeder fuseert. In Amerika wordt het krediet soms formeel aangetrokken door de acquisitievennootschap, waarbij het doelwit zich garant stelt. Economisch gezien komt dit allemaal op hetzelfde neer: het doelwit financiert haar eigen overname.



2.2 Toename van het insolventierisico

Hoewel LBO's verschillend gestructureerd kunnen worden, komen zij allemaal in de kern op hetzelfde neer: het eigen vermogen in de kapitaalstructuur wordt vervangen door geseceerd vreemd vermogen. Het insolventierisico neemt door de LBO aanzienlijk toe. De vennootschap is over het vreemd vermogen een gefixeerde (rente) vergoeding verschuldigd en zal het aangetrokken krediet op een zeker moment moeten aflossen of herfinancieren. Hoewel het operationele risico van de door de vennootschap ontplooiende activiteiten vanzelfsprekend ongewijzigd blijft, impliceert de nieuwe kapitaalstructuur dat tegenvallers in het operationele resultaat eerder leiden tot betalingsproblemen.⁷ In de bedrijfseconomische literatuur wordt daarom algemeen onderkend dat vooral vennootschappen met een omvangrijke en stabiele kasstroom geschikt zijn voor financiering met veel vreemd vermogen. Daarbij is niet alleen van belang hoe groot de verwachte waarde van het operationele resultaat is, maar tevens het risico daarvan. Onder risico wordt in de bedrijfseconomie de volatiliteit of spreiding van de mogelijke opbrengsten bedoeld. Grote schommelingen in het operationele resultaat (bijvoorbeeld vanwege sterk cyclische activiteiten, een onzekere markt of onzekere concurrentie) maken een onderneming minder geschikt voor schuldfinanciering.⁸

Ook schommelingen in de rentestand leiden eerder tot financiële problemen na een LBO. De mate waarin de vennootschap aan dit renterisico blootstaat wordt primair bepaald door de gemaakte afspraken bij de aantrekking van het krediet. Vanzelfsprekend is het renterisico aanzienlijk hoger indien een variabele rente wordt

⁷ R.A. Brealy, S.C. Myers, A.J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill 2007, p. 401.

⁸ P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New Jersey: John Wiley & Sons 2007, p. 316.

afgesproken dan bij een vaste rente. Maar ook de looptijd van het krediet is van belang. Indien de termijn van het krediet afloopt, zal doorgaans een herfinanciering noodzakelijk zijn. Indien de rente is gestegen, zal na de herfinanciering een hogere druk op het operationele resultaat komen te liggen.

2.3 *Wie draagt het toegenomen risico?*

De toename van het insolventierisico komt primair voor rekening van de ongesecureerde crediteuren.⁹ Nadat een vennootschap het onderwerp is geweest van een LBO, daalt de marktwaarde van haar schulden dan ook aanzienlijk.¹⁰ In de bedrijfseconomische literatuur is derhalve verdedigd dat LBO's leiden tot een '*uncompensated wealth transfer*' van de ongesecureerde crediteuren naar de aandeelhouders.¹¹ Naast de crediteuren dragen ook de overige belanghebbenden bij de continuïteit van de onderneming het toegenomen risico. Hierbij kan gedacht worden aan de werknemers, leveranciers en afnemers van de vennootschap.¹²

De *Court of Appeals* (3d. Cir.) heeft de gevolgen van een LBO als volgt samengevat:

*"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 [...]. The target corporation, however, receives no direct benefit to offset the greater risk of now operating as a highly leveraged corporation."*¹³

9 De banken die de LBO financieren kunnen hun risico immers beperken door de vestiging van zekerheden en het rentepercentage van het verstrekte krediet op het risicoprofiel afstemmen.

10 Het is niet noodzakelijk dat het toegenomen insolventierisico zich daadwerkelijk verwezenlijkt om te leiden tot nadeel voor crediteuren. Het verhoogde risico leidt op zichzelf reeds tot nadeel indien de crediteur zijn vordering wil verkopen (bijvoorbeeld een obligatie op de beurs of een schuldvordering aan een factormaatschappij). Zie J. Armour, 'Legal Capital: an Outdated Concept?', *European Business Organization Law Review* 2006-7, p. 12.

11 M.H. Miller, 'The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years', *The Journal of Economic Perspectives* 1988 (Vol. 2, Nr. 4), p. 99-120.

12 Hierbij doel ik niet op het risico dat deze partijen lopen uit hoofde van hun positie als crediteur van de vennootschap, maar op hun *firm specific investment*; het risico dat voortvloeit uit het feit dat hun kwaliteiten en kennis zijn afgestemd op het specifieke bedrijf en niet zonder meer ten behoeve van een andere onderneming kunnen worden aangewend. "[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)." P. Halpern, M. Trebilcock & S. Turnbull, 'An Economic Analysis of Limited Liability Corporation Law', *University of Toronto Law Journal* 1980 (vol. 30, nr. 2), p. 149.

13 *Mellon Bank, N.A. v. Metro Communications, Inc.*, 945 F.2d 635 (3d Cir. 1991), p. 465.

3 Normering van LBO's in de VS

3.1 Meer ervaring met LBO's in de VS

In de Verenigde Staten bestaat aanzienlijk meer ervaring met de beoordeling van LBO's dan in Nederland. In de jaren '80 van de vorige eeuw was de LBO in Amerika ongekend populair.¹⁴ Toen begin jaren '90 de markt voor risicovolle obligaties instortte, belandden veel van de overgenomen bedrijven in de problemen; reorganisaties en faillissementen waren het gevolg. Veel crediteuren (en namens hen curatoren) hebben daarom de mogelijkheden verkend om de ongewenste gevolgen van de LBO's in rechte ongedaan te maken. Deze verkenning is allerminst een nutteloze exercitie gebleken.

3.2 *Fraudulent transfer law*

Bij de normering van LBO's speelt in Amerika het leerstuk van de *fraudulent transfers* de belangrijkste rol. *Fraudulent transfer law* kan worden vergeleken met – maar is niet gelijk aan – de Nederlandse *actio pauliana*. Reeds sinds 1571 biedt de wet aan crediteuren en in faillissement de curator de mogelijkheid om een door de schuldenaar verrichte overdracht of door hem aangegane schuld te vernietigen.¹⁵ Deze mogelijkheid bestond aanvankelijk louter ten aanzien van overdrachten waarbij de schuldenaar het oogmerk had om crediteuren te benadelen.¹⁶ Aangezien een dergelijk benadelingsoogmerk in de praktijk moeilijk te bewijzen was, werden in de rechtspraak al spoedig indicatoren ontwikkeld waaruit de rechter kon afleiden dat van een dergelijk oogmerk sprake was; zogenaamde *badges of fraud*. Deze *badges* zijn steeds verder van het benadelingsoogmerk af komen te staan en zij gelden thans dan ook niet meer als indicatoren van een benadelingsoogmerk, maar als een zelfstandige objectieve aantastingsgrond. Als zodanig zijn zij dan ook vanaf 1918 in verschillende modelwetten en de federale *Bankruptcy Code* (BC) gecodificeerd.¹⁷

14 In Europa vonden in de jaren '80 ook LBO's plaats, maar deze werden met aanzienlijk minder vreemd vermogen gefinancierd. Dit verschil was vooral gelegen in het feit dat in het *bank driven* Europa geen grote markt was voor risicovolle obligaties (*junk bonds*). Pas vanaf 2004 wordt ook in Europa gebruik gemaakt van met de VS vergelijkbare *leverage ratio's*. Zie E. Ferran, 'Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe', ECGI Working Paper Series in Law 2007, beschikbaar op: <http://ssrn.com/abstract=989748>.

15 De bepaling droeg aanvankelijk een strafrechtelijk karakter, maar is in 1603 door het Engelse parlement opgenomen in het faillissementsrecht.

16 Korthedshalve zal in het hiernavolgende van overdracht worden gesproken wanneer daarmee tevens het aangaan van een schuld wordt bedoeld.

17 *Uniform Fraudulent Conveyance Act* van 1918 (UFCA) en *Uniform Fraudulent Transfer Act* van 1988 (UFTA). De regeling is opgenomen in de *Bankruptcy Code* in 1938. In het hiernavolgende zal louter worden ingegaan op de regeling zoals die is vastgelegd in de *Bankruptcy Code*. De modelwetten verschillen daarvan slechts op detailniveau.

De *Bankruptcy Code* bepaalt dat indien er geen sprake is van een benadelings-oogmerk, een overdracht vernietigbaar is indien (1) de schuldenaar daarvoor geen gelijkwaardige vergoeding heeft ontvangen (*received less than reasonably equivalent value*) en daarnaast (2) de schuldenaar óf (i) insolvent was ten tijde of gevolg van de overdracht, (ii) ondernemingsactiviteiten ontplooiden of voornemens was dat te doen waarvoor de na de overdracht resterende bezittingen kwalificeren 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.¹⁸ Indien de curator er in slaagt een overdracht te vernietigen, kan hij ten behoeve van de boedel op grond van § 550 BC hetgeen is overgedragen van de ontvanger vorderen, of de waarde daarvan. Daarvoor is niet vereist dat de ontvanger op de hoogte was van het oneigenlijke karakter van de overdracht.

De gedachte achter de objectieve aantastingsgronden is niet dat de schuldenaar het oogmerk of zelfs de wetenschap heeft gehad van crediteurenbenadeling; hij heeft echter vermogen weggegeven dat hij in het belang van zijn crediteuren had moeten behouden; in de woorden van Clark: ‘*be just before you are generous*’.¹⁹

3.3 *Fraudulent transfer law en de LBO*

De *fraudulent transfer* regels spelen een grote rol bij de beoordeling van mislukte LBO's omdat de Amerikaanse rechters bereid zijn gebleken de verschillende stappen van de LBO te consolideren.²⁰ 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 overdracht. De verschillende stappen van de transactie worden bij de toepassing van de *fraudulent transfer* regels geconsolideerd tot één 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 vervreemden;²¹ de rechter beschouwt de LBO derhalve als een directe overdracht van het doelwit aan haar aandeelhouders. Indien deze ‘overdracht’ kwalificeert als een *fraudulent transfer*, dienen de pre LBO aandeelhouders de door hen ontvangen gelden te restitueren. Aan de leer ligt derhalve het adagium ‘*substance over form*’ ten grondslag.

18 § 548(B) BC.

19 R.C. Clark, ‘The Duties of the Corporate Debtor to its Creditors’, Harvard Law Review 1977 (vol. 90), p. 510.

20 Men noemt dit ‘*collapsing the transaction*’.

21 De aandeelhouders die in het kader van een LBO hun aandelen hebben vervreemd, zullen hierna worden aangeduid met ‘verkopende’ of ‘pre LBO’ aandeelhouders.

3.4 Voor een LBO krijgt het doelwit doorgaans geen gelijkwaardige vergoeding

Slechts zelden stelt de curator zich op het standpunt dat tijdens de LBO het oogmerk aanwezig was om crediteuren te benadelen. Om een LBO bij gebrek aan een benadelingsoogmerk toch aan te kunnen tasten, zal de curator zich moeten baseren op één van de (hierboven vermelde) objectieve aantastingsgronden van § 548(B) BC. Daarvoor is ten eerste vereist dat de LBO kwalificeert als een overdracht waarvoor de vennootschap geen gelijkwaardige vergoeding kreeg. Dit is in de regel geen probleem.²² Slechts in uitzonderlijke gevallen hebben Amerikaanse rechters geoordeeld dat de aan de LBO verbonden voordelen voor het doelwit een gelijkwaardige vergoeding opleverden.²³ Een nieuw (en beter) bestuur, synergie voordelen en een toegenomen beschikbaarheid van krediet worden doorgaans als onvoldoende vergoeding beschouwd voor de financiële belasting die de LBO voor het doelwit met zich meebrengt.²⁴

3.5 Een onredelijk klein vermogen

Nu een LBO in de regel niet kwalificeert als een overdracht waarvoor de vennootschap een gelijkwaardige vergoeding kreeg, kan deze worden vernietigd indien de vennootschap daarna achterbleef met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*). Veruit de meeste curatoren trachten een LBO op deze grondslag ongedaan te maken. De *Bankruptcy Code* voorziet echter niet in een definitie van een onredelijk klein vermogen. Derhalve is het begrip nader uitgewerkt in een bestendige reeks rechtspraak inzake mislukte LBO's. Daaruit blijkt dat van een onredelijk klein vermogen eerder sprake is dan van balans technische insolventie; ook bij een positief eigen vermogen kan er sprake zijn van een onredelijk klein vermogen.²⁵ Het vermogen van de vennootschap is na de overdracht onredelijk klein indien er een onredelijk risico is dat de vennootschap insolvent zal raken; niet is vereist dat insolventie waarschijnlijk is.

*"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."*²⁶ (Curs. JB)

²² Zie recent bijvoorbeeld *Boyer v. Crown Stock Distribution Inc., et al.*, 587 F.3d 787 (7th Cir. 2009).

²³ *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.

²⁴ *In re Structurlite Plastics Corp.*, 224 B.R. 27 (Bankr. 6th Cir. 1998).

²⁵ *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992).

²⁶ *In re Healthco Int'l, Inc.*, 208 B.R. 288 (Bankr. D. Mass. 1997), p. 302.

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 derhalve relevant.²⁷ Het gaat kortom om de verhouding tussen de gehele financiële uitrusting van de vennootschap en de risico's die uit de door haar gedreven onderneming voortvloeien. Op de invulling van dit criterium zal in paragraaf 6 nader worden ingegaan.

3.6 Bescherming van verkopende aandeelhouders

Ten gevolge van de rechterlijke bereidheid om de 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 aanzienlijke risico's. § 550 BC vereist immers niet dat de ontvanger van de overdracht op de hoogte was van het oneigenlijke karakter daarvan en daarom zijn ook aandeelhouders te goeder trouw bij strikte toepassing van de *fraudulent transfer* regels gehouden de door hen ontvangen gelden te restitueren indien de LBO de vennootschap achterliet met een onredelijk klein vermogen. Een aanzienlijk deel van de rechters worstelt zichtbaar met deze uitkomst en permitteert zich een zeer ruime interpretatie van de wet om te voorkomen dat de pre LBO aandeelhouders het door hen ontvangen bedrag dienen te restitueren. Sommige rechters hebben geoordeeld dat bij de toepassing van *fraudulent transfer law* op LBO's het primair gaat om het oogmerk en de wetenschap van de bij de LBO betrokken partijen. Zo werd in *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein* louter de aansprakelijkheid aangenomen van de aandeelhouders die vanwege hun directe betrokkenheid bij een LBO wetenschap hadden van de voorwaarden van de transactie en niet ten aanzien van de overige aandeelhouders die slechts te goeder trouw waren ingegaan op een openbaar bod op hun aandelen.²⁸ Hoewel deze beslissing begrijpelijk is, staat zij haaks op de bewoordingen van de *fraudulent transfer* regeling.²⁹

Daarnaast blijken rechters in toenemende mate bereid de betalingen aan de verkopende aandeelhouders in het kader van een LBO onder de beschermende werking van § 546(e) BC te brengen. Dit artikel bepaalt kort gezegd dat de curator geen betalingen mag vernietigen die kwalificeren als *settlement payment* en zijn verricht door een financiële instelling. Deze regeling heeft ten doel de stabiliteit en integriteit van de financiële markten te waarborgen. Het is goed denkbaar dat deze bepaling van toepassing is op de betalingen die in het kader van een LBO van een

27 *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1072.

28 *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B.R. 488, 500-04 (N.D.Ill.1988). Dezelfde redenering is gehanteerd in *Kupetz v. Wolf*, 845 F.2d 842 (9th Cir.1988), p. 848.

29 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.

beursgenoteerde vennootschap zijn verricht aan de aandeelhouders die zijn ingegaan op een openbaar bod.³⁰ Maar recentelijk hebben rechters de bescherming zelfs van toepassing geacht op LBO's van besloten vennootschappen waarbij de aandeelhouders wisten van de hoed en de rand.³¹ Dat er geen gebruik was gemaakt van het *settlement* systeem stond in deze zaken aan de toepassing van § 546(e) niet in de weg; de enkele betrokkenheid van een bank bij de overmaking was voldoende om de betalingen onder de beschermende werking van § 546(e) te brengen.³² Het is duidelijk dat de grenzen van deze bepaling hierdoor worden opgezocht.³³

3.7 *Restitutieplicht: verschil LBO en reguliere uitkering*

Dat de Amerikaanse rechters bij een LBO moeite hebben met een ongeclausuleerde restitutieplicht voor aandeelhouders, is mijns inziens gelegen in een belangrijk verschil tussen een normale dividenduitkering en een tot een vermogensonttrekking geconsolideerde LBO: door een reguliere dividenduitkering door toepassing van de *fraudulent transfer* regeling ongedaan te maken, komt de aandeelhouder niet in een slechtere positie te verkeren dan indien de oneigenlijke uitkering niet zou hebben plaatsgevonden. Bij een LBO ontvangt de verkopende aandeelhouder de betaling echter in het kader van de vervreemding van zijn aandelen. Indien hij derhalve gedwongen wordt het (gehele) ontvangen bedrag terug te betalen, is hij zowel de ontvangen koopsom als zijn aandelen kwijt. Hij bevindt zich in dat geval in een slechtere positie dan voordat de oneigenlijke transactie plaatsvond; hij wordt derhalve gestraft. Indien de aandeelhouder geen wetenschap had van het oneigenlijke karakter van de uitkering, is deze straf mogelijk misplaatst. Dit belangrijke verschil tussen een normale uitkering en een LBO wordt niet expliciet onderkend in de Amerikaanse rechtspraak, maar draagt mijns inziens impliciet bij aan de terughoudendheid van rechters om de pre LBO aandeelhouders het door hen ontvangen bedrag te doen restitueren.

4 De actio pauliana en LBO's

Anders dan de Amerikaanse *fraudulent transfer* regels, lijkt de Nederlandse actio pauliana niet erg geschikt om de ongewenste gevolgen van een LBO ongedaan te maken. De pauliana gaat uit van een transactie tussen twee partijen: de schuldenaar die een rechtshandeling verricht met een wederpartij. Aantasting van de rechtshandeling

30 Zoals werd bepaald in *Kaiser Steel Corp. v. Charles Schwab & Co., Inc.*, 913 F.2d 846, 848 (10th Cir. 1990).

31 *QSI Holdings, Inc. v.*, 571 F.3d 545 (6th Cir. 2009) en *Contemporary Indus. Corp.*, 564 F.3d 981 (8th Cir. 2009).

32 *In re Plassein Int'l Corp.*, 590 F.3d 252 (3d Cir. 2009).

33 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, 3-8.

verplicht de wederpartij tot teruggave of vergoeding van hetgeen hij paulianeus ontving. De LBO is echter een transactie waarin meerdere partijen een rol spelen; zowel de verkopende aandeelhouders als de nieuwe aandeelhouder hebben een groot belang bij de transactie en spelen daarin een belangrijke rol.

4.1 *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. Indien deze overheveling de vorm had van dividenduitkering, inkoop van eigen aandelen of geldlening, kan de curator deze rechtshandelingen mogelijk vernietigen.³⁴ Indien de curator daarin slaagt, zal echter weinig gewonnen zijn. De succesvolle vernietiging verplicht de acquisitievennootschap tot terugbetaling van het onttrokken vermogen. Dit vermogen heeft deze acquisitievennootschap echter aangewend voor de betaling van de koopsom van de aandelen in het doelwit. De aandelen in de (inmiddels gefailleerde) doelwitvennootschap zullen doorgaans de enige activa van de acquisitievennootschap zijn. De curator krijgt met een succesvolle aantasting derhalve niets meer dan een sigaar uit eigen doos.

4.2 *Aantasting betaling aan verkopende aandeelhouders problematisch*

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 twee zeer aanzienlijke hordes moeten nemen.

De eerste horde is gelegen in het feit dat 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 dan ook niet zonder meer een rechtshandeling verricht tussen de doelwitvennootschap en de verkopende aandeelhouders. Het ligt niet direct voor de hand dat Nederlandse rechters (net als hun Amerikaanse collega's) bereid zullen zijn de stappen van de LBO te consolideren en deze dus te beoordelen alsof de doelwitvennootschap rechtstreeks heeft betaald aan haar verkopende aandeelhouders. Mogelijk kan de curator in bijzondere gevallen, waarbij de oude aandeelhouders nauw betrokken zijn geweest bij de totstandkoming van de LBO, met een beroep op het arrest Smit/Van Hees q.q.

³⁴ Zie over de toepassing van de pauliana op dividenduitkeringen die onderdeel uitmaken van samengestelde transacties R.J. de Wijs & J. Barneveld, 'Aantasting van dividend in schijnbaar complexe transacties', TvI 2010/7, p. 38-47.

de rechter ervan overtuigen dat de individuele rechtshandelingen samengenomen moeten worden en als één benadelende rechtshandeling beschouwd dienen te worden voor de pauliana.³⁵ Dit is echter geenszins een gelopen race.

De tweede horde ziet op de vereiste wetenschap van benadeling. Indien rechters bereid zouden zijn de LBO te beschouwen als een directe betaling van de doelwit-vennootschap aan de verkopende aandeelhouders, dan zal deze betaling gekwalificeerd moeten worden als een 'rechtshandeling' anders dan om niet. De aandeelhouders doen voor de verkrijging van het vermogen immers afstand van hun aandelen. Ingevolge artikel 42 lid 2 Fw zou de samengestelde handeling derhalve slechts vernietigbaar zijn indien zowel (het bestuur van) de doelwit-vennootschap als de oude aandeelhouders wetenschap van benadeling hadden.³⁶ De Hoge Raad heeft recentelijk overwogen dat voor een dergelijke wetenschap vereist is dat ten tijde van de gewraakte transactie het faillissement en een tekort daarin met een redelijke mate van waarschijnlijkheid waren te voorzien voor de partijen.³⁷ Ook wanneer middels een LBO de solvabiliteit is teruggebracht tot enkele procenten zal er in de regel echter geen sprake zijn van een situatie waarin partijen reeds met een redelijke mate van waarschijnlijkheid het faillissement konden voorzien. Men gokte er juist op dat de vennootschap ondanks de financiële belasting die de LBO met zich meebracht, overeind zou blijven.

5 De crux: onrechtmatige risicoafwenteling

5.1 Grenzen aan risicoafwenteling

Indien een vennootschap enige tijd na een LBO faillieert, is de prangende vraag niet of de betrokkenen ten tijde van de LBO wisten dat het faillissement onafwendbaar of zeer waarschijnlijk was. De relevante vraag is mijns inziens of de betrokkenen in een te hoge mate risico's hebben afgewenteld op de vennootschap en haar crediteuren doordat ten gevolge van de LBO de financiële weerstand van de

35 HR 9 juni 2006, NJ 2007/21, m.nt. PvS (Smit/Van Hees q.q.) De Hoge Raad overweegt als volgt ten aanzien van de vraag in hoeverre bij toepassing van de pauliana verschillende rechtshandelingen samengenomen moeten worden bij de vaststelling of er sprake is van benadeling: "[D]e bedoeling van alle betrokken partijen [is] beslissend [...], 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." Zie over de pauliana en een samenstel van rechtshandelingen B. Wessels, *Gevolgen van faillietverklaring (2)*, Deventer: Kluwer 2009, p. 36 e.v.

36 Anders dan de Amerikaanse regeling van § 548(2) BC, kent de pauliana geen mogelijkheid om rechtshandelingen te vernietigen op grond van objectieve omstandigheden. Zie hierover uitgebreid R.J. de Wijs, *Faillissementspauliana, Insolvenzanfechtung & Transaction Avoidance in Insolventies* (diss. Amsterdam UvA), Deventer: Kluwer 2010.

37 HR 22 december 2009, LJN BI8493 (ABN AMRO/Van Dooren q.q. III). Zie kritisch ten aanzien van dit criterium H. de Coninck-Smolters & C.J. Jager in TvI 2010/17.

vennootschap niet in een redelijke verhouding stond tot haar activiteiten en daarmee samenhangende risico's. Het verwijt is dus niet dat er nog snel voor het vallen van het doek vermogen aan de vennootschap is onttrokken, maar dat er een onverantwoordelijke gok is genomen waarvan de *upside* volledig aan de betrokkenen ten goede zou komen, terwijl de *downside* grotendeels voor rekening van de vennootschap en haar crediteuren zou komen. Het gaat hier om een probleem dat in de literatuur inzake ondernemingsfinanciering breed wordt onderkend: de *moral hazard* die voortvloeit uit het feit dat iemand wel de positieve gevolgen van zijn handelen draagt, maar niet (of slechts ten dele) de negatieve gevolgen daarvan, nu deze worden geëxternaliseerd naar derden.³⁸ Hierdoor kan een rationele stimulans bestaan om investeringen te doen die een negatieve netto waarde hebben of anderszins schadelijk zijn voor de vennootschap. Hoe kleiner het financiële belang van de aandeelhouders in de vennootschap, des te groter is de stimulans tot het nemen van excessieve risico's. Er is dan sprake van een 'heads I win, tails you loose' situatie.³⁹

5.2 Verhouding tussen de financiële weerstand en redelijkerwijs voorzienbare risico's

Vanzelfsprekend rijst de vraag wanneer er sprake is van een te hoge mate van risicoafwenteling. In de kern gaat het er mijns inziens om dat de financiële weerstand van de vennootschap voldoende is om de redelijkerwijs voorzienbare risico's op te vangen.⁴⁰ Voor risico's die niet zijn te voorzien, draagt de aandeelhouder geen verantwoordelijkheid. Sterker nog, het is het primaire doel van de beperkte aansprakelijkheid om het privévermogen van de aandeelhouder tegen de verwezenlijking van deze onvoorzienbare risico's te beschermen. Indien de aandeelhouder de vennootschap echter zodanig financiert dat deze onvoldoende financiële weerstand heeft om de voorzienbare risico's het hoofd te bieden, is aansprakelijkheid op zijn plaats.⁴¹ Dit is ook de gedachte die ten grondslag ligt aan de op objectieve omstandigheden gegronde *fraudulent transfer* regels:

38 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.

39 Het argument dat de crediteuren zichzelf maar tegen deze risico's dienen te beschermen, gaat te kort. Onvrijwillige crediteuren en kleine handelscrediteuren zijn niet of beperkt in staat zichzelf te beschermen. Daarnaast is het economisch inefficiënt om de professionele crediteuren die wél in de gelegenheid zijn contractueel bescherming te bedingen, alle mogelijke manieren waarop de aandeelhouder *ex post* het risicoprofiel van de vennootschap eenzijdig kan wijzigen, aan banden te laten leggen of in het door hen bedongen rentepercentage te laten verdisconteren. Zie F. Tung, 'Limited Liability and Creditors' Rights: the Limits of Risk Shifting to Creditors', *Georgia Law Review* 2000-34, p. 560.

40 Zo ook bijvoorbeeld D. Millon, 'Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability', *Emory Law Journal* 2007-56, p. 1305-1382.

41 In vergelijkbare zin H. Schoordijk, 'Gebruik en misbruik van private equity', *NJB* 2009, 6, p. 361.

“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.”⁴² (Curs. JB)

De ‘financiële weerstand’ is hier mijns inziens een zuiverder criterium dan ‘het kapitaal’, ‘het vermogen’ of ‘de financiering’. De financiële weerstand wordt door een veelheid van factoren bepaald: de omvang van het eigen en vreemd vermogen, de afspraken inzake rente en aflossing betreffende dat vreemd vermogen, de geprognosticeerde omzet, winstmarges en kasstromen (die weer afhankelijk zijn van de omloopsnelheid van de debiteuren, crediteuren en voorraden); maar ook de mate waarin de vennootschap bepaalde risico’s door verzekeringen heeft afgedekt, is daarvoor van belang. Of de financiële weerstand van de vennootschap in een redelijke verhouding staat tot de redelijkerwijs voorzienbare risico’s, is derhalve een normatieve vraag die in hoge mate afhankelijk is van de concrete feiten.⁴³

5.3 Financiële gevaarzetting?

Niet de pauliana, maar de onrechtmatige daad lijkt mij de juiste sleutel om complexe financieringsstructuren zoals een LBO in te toetsen. Mijns inziens zou daarbij aansluiting kunnen worden gezocht bij de leer van de onrechtmatige gevaarzetting: een handelen of nalaten dat middellijk inbreuk maakt op een recht of belang van derden, namelijk door het in het leven roepen of vergroten van een risico.⁴⁴ Daarbij dient onderscheid te worden gemaakt tussen de gevaarzettende daad (het actief ingrijpen in de financiering van de vennootschap/de LBO) en het schadegebeuren (de financiële problemen/het faillissement). De vraag of het in het leven roepen van een risico als onrechtmatig dient te worden aangemerkt, is afhankelijk van de voorzienbaarheid van het gevaar en niet van de voorzienbaarheid van de precieze

42 B.L. Zaretsky, ‘Fraudulent Transfer Law as Arbiter of Unreasonable Risk’, *South Carolina Law Review* 1994-46, p. 1174. Zie ook B.A. Markell, ‘Following Zaretsky: Fraudulent Transfers and Unfair Risk’, *American Bankruptcy Law Journal* 2001-75, p. 317-332.

43 ‘[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.

44 T.F.E. Tjong Tjin Tai, ‘Gevaarzetting en risicoverhoging’, *WPNR* 1995/6620, p. 364-374. Zie over gevaarzetting in concernverhoudingen P.S. Bakker & I. Wassenaar, ‘Comsys: doorbraak zonder peildatum’, *TOP* 2010-1, p. 24-29 en S.M. Bartman, ‘Gevaarzetting en doorbraak van aansprakelijkheid’, *Ars Aequi* 2010, p. 102-105.

schade.⁴⁵ De gevaarzettende daad van de aandeelhouder betreft derhalve het in het leven roepen van een financiële structuur waarbij de vennootschap geen verhaal zal bieden voor de voorzienbare risico's voor derden. Daarvoor is niet vereist dat de aandeelhouder ten tijde van het opzetten van deze structuur wist of en wanneer de vennootschap ten gevolge daarvan in financiële problemen zou raken en welke crediteuren daardoor zouden worden benadeeld. Voldoende is dat de aandeelhouder toen hij ingreep in de financiering wist of behoorde te weten dat hij een te groot risico creëerde.⁴⁶

Hoewel het leerstuk van gevaarzetting terminologisch is toegespitst op gevaar voor schade aan personen en zaken, is er geen reden om aan te nemen dat het geen rol kan spelen indien sprake is van zuivere vermogensschade. Sommige auteurs spreken bijvoorbeeld van financiële gevaarzetting indien banken aan consumenten beleggingsproducten verkopen met een te hoog risico.⁴⁷ Daarnaast duikt het leerstuk op in de rechtspraak inzake de aansprakelijkheid van financiële toezichthouders. Zo past A-G Timmerman in zijn conclusie bij het Vie d'Or arrest de befaamde kelderluikcriteria toe bij de beantwoording van de vraag of de Verzekeringskamer onzorgvuldig gehandeld heeft jegens de polishouders van een gefailleerde verzekeraar.⁴⁸

6 Handvatten bij de beoordeling van mislukte LBO's

De norm van gevaarzetting toont verwantschap met de invulling die Amerikaanse rechters hebben gegeven aan de *fraudulent transfer* regels. In het hiernavolgende zal daarom op grond van de Amerikaanse jurisprudentie inzake mislukte LBO's een aantal handvatten worden aangedragen voor de beoordeling of een LBO dient te worden aangemerkt als een onrechtmatige financiële gevaarzetting.

6.1 Prognoses dienen redelijk te zijn

Er dient te worden vooropgesteld dat bij de beoordeling of een LBO de vennootschap achterliet met een onredelijk klein vermogen, dient te worden gekeken naar de gegevens die ten tijde van de overname bekend waren of behoorden te zijn. Het risico van rechterlijke wijsheid achteraf ligt op de loer indien een vennootschap enige tijd na een dergelijk ingrijpende transactie in financiële problemen komt. In de

45 'Vereist is dus *niet* de voorzienbaarheid van de concrete causaliteit tot het ongeval of tot de schade, noch van het concrete ongeval of de wijze waarop dat zich verwezenlijkt heeft.' Tjin Tjong Tjai 1995.

46 Zie over wetenschap bij gevaarzetting uitgebreid K.J.O. Jansen, *Het kennisvereiste bij gevaarzetting* (Meijers-reeks deel 108), Den Haag: Jongbloed 2006.

47 A.J. Weenink, 'De aandelenlease-affaire in een al maar uitdijend aantal rechtsvragen', TvC 2009-2, p. 35.

48 HR 13 oktober 2006, NJ 2008/527, sub 3.15 van de conclusie.

Amerikaanse rechtspraak is terecht opgemerkt dat de aandeelhouders na een LBO niet garant staan voor de vorderingen van de ongesecureerde crediteuren.

De beoordeling zal zich in hoge mate 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 winsten genereert om haar onderneming voort te zetten en haar opeisbare vorderingen tijdig te betalen.⁴⁹ 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.⁵⁰ Empirisch onderzoek wijst uit dat de bij LBO's en herfinancieringen gehanteerde prognoses de eigenschap hebben te optimistisch te zijn.⁵¹ Er dient daarom een objectieve test plaats te vinden, primair geënt op de daadwerkelijke prestaties van de vennootschap in het verleden en waarbij rekening wordt gehouden met recente trends in die prestaties.⁵² Daarnaast dienen ook de voorzienbare toekomstige ontwikkelingen in de analyse te worden betrokken.

Zo oordeelde de *Court of Appeals (3d Cir.)* bijvoorbeeld inzake de overname van *Jeanette Corporation* dat de prognoses ten tijde van de LBO redelijk waren.⁵³ Het 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. Daarnaast lagen de voorspelde omzet en winstmarges onder het gemiddelde van de jaren voorafgaande aan de LBO en was er voor de LBO zelfs sprake van een verbetering van deze resultaten. De *Court of Appeals* oordeelde derhalve dat de prognoses destijds redelijk waren en het faillissement diende te worden toegeschreven aan ten tijde van de LBO onvoorzienbare nadelige ontwikkelingen.

In een andere zaak oordeelde de *District Court* van Massachusetts dat de prognoses niet redelijk waren.⁵⁴ Daarin bleek de geprognosticeerde kasstroom in het meest sombere scenario zelfs hoger dan de gemiddelde kasstroom in de vijf jaren voorafgaande aan de overname. Deze *mismatch* tussen de prognoses en historische gegevens verhield zich buitengewoon problematisch met het gegeven dat in de maanden direct voorafgaande aan de LBO zowel de omzet als de winstmarge terugliepen en dat alle betrokkenen daarvan op de hoogte waren. Daarnaast was bekend dat er onrust was onder het personeel en dat de productiekosten opliepen. Prognoses die grenzen aan *wishful thinking* kunnen kortom niet worden aangemerkt als redelijk.

49 De *Court of Appeals (3d Cir.)* heeft overwogen dat een onredelijk klein vermogen kan worden samengevat als een 'inability to generate sufficient profits to sustain operations'. *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1070.

50 *Credit Managers Ass'n of Southern California v. Federal Co.*, 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985).

51 Empirisch onderzoek toont aan dat de bij LBO's en herfinancieringen gehanteerde prognoses van het operationele resultaat en de winstmarges de neiging hebben te positief te zijn. S. N. Kaplan and R.S. Ruback, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, 50 J. FIN. 1059 (Sept. 1995).

52 *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992).

53 *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992).

54 *In re O'Day Corp.*, 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991).

6.2 Ruimte voor tegenvallers

Amerikaanse rechters hebben vaak overwogen dat de financiële weerstand van de vennootschap na een LBO een zekere ruimte moet bieden voor tegenvallers. Dit is de kern van het verschil tussen de norm dat een vennootschap moet kunnen voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden en de norm dat het vermogen niet onredelijk klein mag zijn; de laatste norm vereist een hogere mate van financiële weerbaarheid van de vennootschap.⁵⁵ Voor aansprakelijkheid is niet vereist dat specifieke tegenvallers voorzienbaar waren. Het gaat er om dat de vennootschap weerstand kan bieden aan de gemiddeld voorzienbare tegenvaller.⁵⁶

Zo dienen betrokkenen de macro-economische conjuncturele werkelijkheid in oenschouw te nemen en derhalve rekening te houden met fluctuaties in de prijs en beschikbaarheid van krediet.⁵⁷ Omdat veel LBO's plaatsvinden op momenten dat de rente laag is, dient er ruimte te zijn voor een herfinanciering tegen minder gunstige voorwaarden. De vennootschap die louter bij een eindeloos stijgende conjunctuur aan haar verplichtingen zal kunnen blijven voldoen, is niet financieel uitgerust om de voorzienbare risico's die inherent zijn aan het onzekere en conjuncturele economische klimaat te dragen.

*"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."*⁵⁸

In een recente uitspraak heeft de *Court of Appeals (7th Cir.)* bij monde van Justice Posner bevestigd dat een adequate financiering inhoudt dat de vennootschap in staat

55 'Capital-adequacy tests ask simply whether a firm can withstand some perturbation to the bad side and still remain solvent.' J.B. Heaton, 'Solvency Tests', *The Business Lawyer* 2007-62, p. 996.

56 'When insolvency is foreseeably likely, the foreseeable risk is not of the transferor becoming insolvent through any particular post-transfer chain of events, but the aggregate likelihood of it becoming insolvent under reasonably foreseeable conditions.' 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*, te verschijnen in mei 2011. Thans beschikbaar op: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1598922, p. 27.

57 '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).

58 J.F. Queenan, 'The Collapsed Leveraged Buyout and the Trustee in Bankruptcy', *Cardozo Law Review* 1989 (vol. 11, nr. 1), p. 21.

is om een zekere mate van fouten van het bestuur op te vangen.⁵⁹ Indien direct na de LBO de vennootschap beschikte over een onredelijk klein vermogen, staat aan aansprakelijkheid niet in de weg dat het bestuur van de vennootschap het faillissement door geblunder heeft bespoedigd.

“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.”⁶⁰

6.3 *Het tijdsverloop tussen de LBO en het faillissement*

Een aantal Amerikaanse rechters heeft overwogen dat de lengte van de periode tussen de LBO en het faillissement een belangrijke aanwijzing is bij de vraag of er een verband is tussen beide gebeurtenissen. Sommige rechters hebben daarbij zelfs overwogen dat indien 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.⁶¹ De *Court of Appeals (7th Cir.)* heeft zich in een recente uitspraak echter kritisch getoond ten aanzien van deze gedachtegang. Daarin overweegt het dat een vennootschap met een onredelijk klein vermogen soms enige tijd kan doorsukkelen alvorens aan haar schuldenlast te bezwijken. Aan het gegeven dat de vennootschap nog geruime tijd is doorgegaan met haar activiteiten en het betalen van haar schuldeisers, kan derhalve niet zonder meer de conclusie worden verbonden dat de vennootschap na de LBO over een redelijke financiering beschikte.

6.4 *Uitgestelde betaling van handelscrediteuren als indicator*

Één van de manieren waarop *private equity* partijen ‘waarde creëren’ is door na de overname de betalingstermijn van de handelscrediteuren van de vennootschap op te rekken. Voor zover deze hiermee akkoord (moeten) gaan, is dit een aantrekkelijke vorm van werkkapitaal financiering. Een faillissementsrechtbank van New York heeft onlangs overwogen dat indien de te late betaling van de handelscrediteuren echter geen beleid, maar pure noodzaak is, de vennootschap niet adequaat is gefinancierd.⁶² De faillissementsrechtbank 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. Derhalve beschikt een vennootschap over een onredelijk klein vermogen indien deze onvoldoende werkkapitaal tot haar beschikking heeft om de voorzienbare vorderingen van handelscrediteuren te voldoen.

59 *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 52 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 101, 2009 WL 3837312 (7th Cir. 2009).

60 *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 52 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 101, 2009 WL 3837312 (7th Cir. 2009), p. 795.

61 Zoals bijvoorbeeld *In re Joy Recovery Technology Corp.*, 286 B.R. 54 (Bankr.N.D.Ill. 2002), p. 76.

62 *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008).

7 Onrechtmatige daad van welke aandeelhouder?

Door complexe financieringsstructuren zoals de LBO te toetsen in de sleutel van de onrechtmatige daad, heeft de rechter meer ruimte om zijn beslissing af te stemmen op de concrete omstandigheden van het geval dan bij toepassing van de pauliana. Dat is wenselijk, nu bij een LBO meerdere partijen zijn betrokken die in verschillende gevallen verschillende verwijten zullen treffen.

7.1 De verkopende aandeelhouders

Zo zullen de verkopende aandeelhouders die te goeder trouw hun aandelen aan de nieuwe investeerder hebben verkocht geen risico's lopen. Zij kunnen niet worden geacht aan de gevaarzetting te hebben meegewerkt. Indien het echter gaat om een (mogelijk direct bij de vennootschap betrokken) aandeelhouder die op de hoogte is van de wijze waarop de LBO wordt gefinancierd, ligt dit anders. Zo hebben sommige Amerikaanse rechters overwogen dat op een controlerende aandeelhouder die zijn belang in een vennootschap vervreemd een fiduciaire plicht rust jegens de vennootschap (en daarvan afgeleid (minderheids)aandeelhouders en crediteuren). In de uitspraak inzake *Glen Eagles* werd geoordeeld dat de controlerende aandeelhouder in strijd met deze plicht had gehandeld door bij een LBO de koopprijs voor zijn aandelen te accepteren in de wetenschap dat de koopprijs voor rekening van de vennootschap werd gebracht en deze dientengevolge zou achterblijven met een onredelijk klein vermogen.⁶³

De vraag rijst of een verkopende controlerende aandeelhouder aansprakelijkheid kan voorkomen door zich vooral *niet* te verdiepen in de financiering van de overname. Dient de aandeelhouder te worden beloond voor het feit dat hij zich van de domme houdt of is er sprake van een geobjectiveerd wetenschapsvereiste? Een bevestigend antwoord op de laatste vraag zou betekenen dat controlerende aandeelhouders een zekere verantwoordelijkheid dragen voor aan wie zij hun aandelen vervreemden. Aan de vaststelling van een dergelijke verantwoordelijkheid in een concreet geval zou bijvoorbeeld het gegeven kunnen bijdragen dat de aandeelhouder een hoge premie voor zijn aandelen ontving; kan dat een verplichting voor de aandeelhouder in het leven roepen om te onderzoeken waar die mooie prijs voor zijn aandelen vandaan komt?

7.2 De nieuwe aandeelhouder

De investeerder die de aandelen in de vennootschap overneemt, is in de praktijk doorgaans de architect van de financieringsconstructie. Vooral indien het een professionele investeerder betreft, zoals een *private equity* partij, zal deze een leidende rol hebben bij het realiseren van de financiering. Opvallend is dat in de Amerikaanse

⁶³ *United States v. Gleneagles Investment Co.*, 565 F. Supp. 556 (M.D. Pa. 1983).

rechtspraak deze investeerder meestal buiten schot blijft.⁶⁴ Dat is enerzijds begrijpelijk, aangezien de *fraudulent transfer* regels uitgaan van een overdracht en de investeerder zelf niets heeft ontvangen. Bezieet men de financieringsconstructie echter nader, dan wordt duidelijk dat deze redenering te kort schiet. De investeerder zelf heeft weliswaar nooit het aan de vennootschap onttrokken vermogen ontvangen, maar wél het door de investeerder opgerichte acquisitievehikel. Het is de acquisitievennootschap die het aan het doelwit onttrokken vermogen ontvangt en hiermee de prijs van de aandelen in het doelwit betaalt. Zoals hierboven reeds aan bod kwam, is de curator bij een vordering op de acquisitievennootschap echter niet gebaat. Nu Amerikaanse rechters slechts in uitzonderlijke gevallen bereid zijn tot doorbraak van aansprakelijkheid, lijkt de weg naar de investeerder afgesneden.

Plaatst men de beoordeling van de LBO echter in de sleutel van de onrechtmatige daad, dan kan het optreden van de investeerder zelf worden beoordeeld. De onrechtmatige gedraging schuilt hem dan in het feit dat de investeerder middels zijn macht over de acquisitievennootschap in een belangrijke mate heeft bijgedragen aan de gevaarstelling. Dat de investeerder daarvoor een (marginaal gekapitaliseerde) dochtervennootschap heeft gebruikt, hoeft dan geen belemmering te vormen.

8 Conclusie

Indien een vennootschap failleert na onderwerp te zijn geweest van een LBO, zullen haar curator en crediteuren de transactie aan een kritische inspectie onderwerpen. Omdat een LBO bestaat uit een aantal samenhangende rechtshandelingen, zal toepassing van de pauliana doorgaans niet mogelijk of weinig zinvol zijn. Door de LBO echter te toetsen in de sleutel van de onrechtmatige daad, heeft de rechter meer ruimte om het handelen van de aandeelhouders te beoordelen in het licht van de concrete omstandigheden van het geval. 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. Bij de beantwoording van deze vraag biedt de Amerikaanse jurisprudentie waardevolle aanknopingspunten. Door de invulling die Amerikaanse rechters hebben 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.

⁶⁴ Ook in het rapport van de onderzoekers en de beschikking van de OK inzake de (eerder aangehaalde) Nederlandse PCM-procedure kwam de *private equity* partij er met relatief weinig kleerscheuren vanaf.