



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht

Barneveld, J.

Publication date
2014

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Barneveld, J. (2014). *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht*. Kluwer.

General rights

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 license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

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 voortduring 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 verkeerd 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 restitutieplichting 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 gezien 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, Barneveld 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.