



## 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 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*.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> De rechtseconomische analyse biedt niettemin inzicht in de belangenconflicten tussen de verschillende bij de vennootschap betrokken partijen,<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> De aandeelhouders investeren risicodragend vermogen, de crediteuren verstrekken vreemd vermogen, de werknemers leveren arbeid en het bestuur coördineert de werkzaamheden en houdt toezicht.<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup>

---

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.<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup>

### 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.<sup>9</sup> 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’.<sup>10</sup> 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.<sup>11</sup>

### 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.<sup>12</sup> Hoewel de beperkte aansprakelijkheid bij haar introductie aanvankelijk door velen met lede ogen werd aangezien,<sup>13</sup> is het inmiddels communis opinio dat deze hoofdregel in hoge mate heeft bijgedragen aan de met de industrialisatie gepaard gaande economische voorspoed.<sup>14</sup> Zeer kort gezegd maakt de beperkte aansprakelijkheid het mogelijk dat ondernemingen vermogen kunnen aantrekken van een groot aantal kleine investeerders.<sup>15</sup> 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.<sup>16</sup> De hedendaagse kapitaalmarkten lijken ondenkbaar zonder beperkte aansprakelijkheid.<sup>17</sup>

### 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.<sup>18</sup> De voordelen die de beperkte aansprakelijkheid biedt aan beursgenoteerde ondernemingen, spelen geen, of slechts een beperkte rol in besloten verhoudingen.<sup>19</sup> 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.<sup>20</sup> 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.<sup>21</sup> 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.”*<sup>22</sup>

Rechtseconomen beschouwen de beperkte aansprakelijkheid in besloten verhoudingen als een wettelijk geregelde verdeling van risico’s tussen de bij de vennootschap betrokken partijen.<sup>23</sup> 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.<sup>24</sup> 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.<sup>25</sup>

### 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.<sup>26</sup>

## 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.<sup>27</sup> 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.<sup>28</sup> 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 Leebron: “*If [...] costs are externalized, limited liability is likely to produce inefficient investment decisions.*” (Leebron 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.<sup>29</sup> 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 waardevermeerdering van de aandelen), maar de mogelijke verliezen worden gedeeld met de vennootschapscrediteuren, kan *moral hazard* ontstaan.<sup>30</sup> Met in het achterhoofd de gedachte “*heads I win, tails you loose*”,<sup>31</sup> zijn rationele, calculerende aandeelhouders bereid activiteiten te (doen) ontplooiën die een negatieve netto waarde hebben voor de vennootschap en de samenleving als geheel.<sup>32</sup> 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.”<sup>33</sup>

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.<sup>34</sup>

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).<sup>35</sup> Het zou daarom inefficiënt en onredelijk zijn als aandeelhouders aansprakelijk konden gehouden als deze risico's zich op een later moment zouden verwezenlijken.<sup>36</sup>

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.*”<sup>37</sup>

---

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 risicopslag 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.<sup>38</sup> 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,<sup>39</sup> maar daardoor stijgen wel de rentelasten en zal de crediteur tijdens een collectief verhaal (zoals in faillissement) meer crediteuren naast zich moeten dulden.<sup>40</sup>

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*.<sup>41</sup> 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.<sup>42</sup>

#### 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,<sup>43</sup> kan de crediteur het kredietrisico aanzienlijk beperken door zekerheden te verlangen op de activa van de vennootschap.<sup>44</sup> 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.<sup>45</sup> 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.<sup>46</sup> 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.<sup>47</sup> 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.<sup>48</sup> 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.<sup>49</sup> 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.<sup>50</sup> 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.<sup>51</sup> 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.<sup>52</sup>

### 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.<sup>53</sup> 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.<sup>54</sup>

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.*”<sup>55</sup> 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.*”<sup>56</sup> Bratton concludeert daarom: “*No one knows what an optimal debt contract looks like.*”<sup>57</sup>

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.<sup>58</sup> 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*”.<sup>59</sup> 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.<sup>60</sup> 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.<sup>61</sup> 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.<sup>62</sup> In een hypothetische onderhandelingsituatie 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,<sup>63</sup> 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.<sup>64</sup> 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.<sup>65</sup> 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.<sup>66</sup> 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.<sup>67</sup> 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.<sup>68</sup> 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.<sup>69</sup> 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.<sup>70</sup> 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.<sup>71</sup>

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.”<sup>72</sup> 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.”<sup>73</sup>*

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.<sup>74</sup> 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.<sup>75</sup> 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”.<sup>76</sup> 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.<sup>77</sup>

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 vuurwerkcramp 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,<sup>78</sup> in het bijzonder naar de crediteuren uit onrechtmatige daad.<sup>79</sup> 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.<sup>80</sup>

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.”<sup>81</sup> 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.<sup>82</sup> 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,<sup>83</sup> 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.<sup>84</sup> 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.<sup>85</sup> 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.<sup>86</sup> 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.<sup>87</sup> 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.<sup>88</sup> 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.<sup>89</sup>

---

*(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.<sup>90</sup> Dergelijke verzekeringen kunnen worden aangemerkt als een functioneel equivalent van een adequaat verhaalsvermogen.<sup>91</sup> 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.<sup>92</sup>

### 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 geresultateerd moet worden, omdat zij kunnen meeliften op de door de professionele crediteuren bedongen contractuele bescherming (het zogenoemde *free rider effect*).<sup>93</sup> 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.<sup>94</sup>

90 Mühlbert & 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 ontlenen 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*.<sup>95</sup>

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 zustervenootschap 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 kredietverstrekke bank wordt ingebracht; andere crediteuren kunnen zich immers niet op grond van de borgstelling op de aandeelhouder verhalen.<sup>96</sup> 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 ontlenen daaraan bescherming; de onvrijwillige schuldeisers kunnen zich op grond van de 403-verklaring immers niet verhalen op de moeder-vennootschap.<sup>97</sup> 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 ‘zakkere’ 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.<sup>98</sup> 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.”*<sup>99</sup>

### 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.<sup>100</sup> Ontslagen werknemers zouden daarnaast de volgende dag bij een andere onderneming aan de slag kunnen.<sup>101</sup>

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*.<sup>102</sup> De *firm specific investment* van werknemers is naar zijn aard niet te diversifiëren.<sup>103</sup>

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).”<sup>104</sup> 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.”<sup>105</sup>

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.<sup>106</sup> 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;<sup>107</sup> Blair en Stout spreken van ‘*capital lock-in*’.<sup>108</sup> 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.”<sup>109</sup>

### 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.<sup>110</sup> 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.<sup>111</sup>

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.<sup>112</sup>

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.”<sup>113</sup>*

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*.<sup>114</sup> *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.<sup>115</sup> 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.<sup>116</sup> 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.*”<sup>117</sup>

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.”*<sup>118</sup>

Daarnaast bestaat bij normering door open geformuleerde *ex post standards* het risico op *hindsight bias*.<sup>119</sup> Naarmate meer gebruik wordt gemaakt van open normen wordt de rol van de rechter groter.<sup>120</sup> Uit sociaalwetenschappelijk onderzoek blijkt dat bij de beoordeling van handelen achteraf de natuurlijke neiging bestaat de voorzienbaarheid van nadelige gevolgen te overdrijven.<sup>121</sup> 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.<sup>122</sup> Het eerste fundament van de kapitaalbescherming, het wettelijk minimumkapitaal bij oprichting, kan geen adequate financiering verzeke- ren. Professionele contractuele crediteuren ontlenen 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.<sup>123</sup>

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.<sup>124</sup> 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.<sup>125</sup> Ook de ‘zwakke’ en onvrijwillige crediteuren ontlenen aan de kapitaalbeschermingsrechtelijke uitkeringsregeling nauwelijks bescherming, aangezien deze niet kunnen bewerkstelligen dat het niet-uitkeerbare 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.<sup>126</sup> 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*.<sup>127</sup> 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.<sup>128</sup>

---

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*”.<sup>129</sup>

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”.<sup>130</sup> 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.<sup>131</sup> In 2003 constateerde Timmerman vervolgens dat digitaal vennootschapsrecht inderdaad steeds meer plaats begon te maken voor analoge normen.<sup>132</sup>

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.<sup>133</sup> 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 ondergecapitaliseerd, 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.