



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 5

KAPITAAL & UITKERINGEN

5.1 Inleiding

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

5.2 Opkomst en ondergang van de kapitaalbescherming in de VS

5.2.1 Kapitaal als niet voor uitkering vatbare investering

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

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

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

2 Kehl 1976, p. 3 e.v.

3 Warren 1923, p. 547.

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

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

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

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

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

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

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

6 Witz 1947, p. 220.

7 Kehl 1976, p. 5.

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

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

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

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

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

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

10 Zie over deze theorie uitgebreid Hunt 1902.

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

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

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

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

5.2.2 Kritiek op kapitaalbescherming

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

14 Black 2010, § 2:3.

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

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

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

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

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

5.2.3 Herziening van de MBCA en statelijke wetgeving

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

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

5.3 Inbreng en uitkering onder de RMBCA

5.3.1 Inbreng van aandeelhouders; omvang en vorm

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

18 Manning & Hanks 1990, p. 66.

19 Comm. RMBCA p. 6227.

20 § 6.22 RMBCA.

21 Manning 1984, p. 1530.

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

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

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

5.3.2 Een ruime definitie van het begrip uitkering

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

“a direct or indirect transfer of money or other property (except its own shares) or incurrence of indebtedness by a corporation to or for the benefit of its shareholders in respect of any of its shares. A distribution may be in the form of a declaration or payment of a dividend; a purchase, redemption, or other acquisition of shares; a distribution of indebtedness; or otherwise.”²⁴

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

22 § 6.21(c) RMBCA.

23 Comm. RMBCA § 6.21.

24 § 1.40 (6) RMBCA.

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

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

5.3.3 *Uitkering is de exclusieve bevoegdheid van het bestuur*

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

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

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

27 § 6.40 (f) RMBCA.

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

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

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

5.3.4 Balanstest

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

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

30 Zie par. 5.6.4 hierna.

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

32 In § 6.40(c)(2) is bepaald dat uitkering niet is toegestaan als daarna “*the corporation’s total assets would be less than the sum of its liabilities plus (unless the articles of incorporation permit otherwise) the amount that would be needed, if the corporation were to be dissolved at the time of the distribution, to satisfy the preferential rights upon dissolution of shareholders whose preferential rights are superior to those receiving the distribution*”.

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

34 Zie hierover Hanks 2011, p. 223.

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

5.3.5 Equity insolvency test

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5.3.6 Houdbaarheid van de uitkeringstoets

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

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

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

5.4 Inbreng en uitkering onder het recht van Delaware

5.4.1 Aandelen met of zonder nominale waarde

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

5.4.2 Uitkering van surplus

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

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

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

41 § 154 DGCL.

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

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

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

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

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

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

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

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

45 § 154 DGCL.

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

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

48 Kummert 1980, p. 38.

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

5.4.3 Uitkering van 'nimble dividends'

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

5.4.4 Geen equity insolvency test; wel een fiduciaire plicht

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

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

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

51 Berle 1929.

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

5.5 De uitkeringstest onder het recht van Californië

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

5.5.1 *Equity insolvency test*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

58 Zie Ackerman & Sterret 1976, p. 1057.

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

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

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

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

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

5.5.3 Flexibilisering uitkeringsregeling in 2012

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

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

63 Zie het voorbeeld hierna.

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

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

66 Door de *Assembly Bill No. 571*.

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

5.6 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege ongeoorloofde uitkeringen

5.6.1 Aansprakelijk voor het tekort

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

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

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

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

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

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

5.6.2 *Disculpatiemogelijkheid*

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

5.6.3 *Aansprakelijkheid jegens de vennootschap*

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

71 § 8.33(c)(1) RMBCA.

72 § 8.33 RMBCA.

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

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

5.6.4 De business judgment rule is van toepassing bij uitkering

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

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

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

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

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

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

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

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

5.6.5 Bestuurdersaansprakelijkheid vanwege dividenduitkeringen in Delaware

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

5.6.6 Fiduciaire plichten jegens de crediteuren?

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

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

79 Zie hierover Sahyan 2006.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5.7 Restitutieverplichting voor aandeelhouders vanwege ongeoorloofde uitkeringen

5.7.1 Wettelijke restitutieverplichting voor aandeelhouders

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

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

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

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

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

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

⁸⁶ Black 2010, § 4:35.

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

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

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

5.7.2 Restitutieverplichting op grond van *common law*

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

5.7.2.1 Uitkering door een solvete vennootschap

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

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

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

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

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

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

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

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

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

5.7.2.2 Uitkering door een insolvente vennootschap

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

101 Het recht van Delaware was van toepassing.

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

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

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

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

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

5.8 Toepassing van de wettelijke dividendregels op LBO's?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

¹¹⁴ Silverman 2011, p. 529.

5.9 Conclusie

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