



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 6

VERMOGENSONTTREKKING & FRAUDULENT TRANSFER LAW

6.1 Inleiding

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

6.2 De ontwikkeling van fraudulent transfer law

6.2.1 Intent en badges of fraud

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

1 Simkovic & Kaminetzky 2011, p. 124.

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

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

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

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

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

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

4 Baird 2006, p. 201.

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

6 Markell 1988, p. 475.

7 Glenn 1931, p. 362-363.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6.2.2 De Model Acts en de Bankruptcy Code

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

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

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

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

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

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

6.3 De regeling in de Bankruptcy Code

6.3.1 § 548 BC: vernietiging van overdrachten en verplichtingen

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

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

§ 548 BC bepaalt:

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

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

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

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

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

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

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

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

6.3.2 Restitutieverplichting van de directe ontvanger

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

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

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

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

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

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

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

¹⁹ Zie ook par. 6.2.1 hierna.

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

6.3.3 Restitutieverplichting van de indirecte ontvanger

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

6.4 Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders en fraudulent transfer law

6.4.1 Toepassing op vermogensonttrekkingen en LBO's

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

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

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

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

6.4.2 Aantasting individuele transacties van een LBO niet mogelijk of zinvol

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

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

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

6.4.3 Consolidatie van LBO's

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

27 Baird & Jackson 1985.

28 Baird & Jackson 1985, p. 839.

29 Liss 1987, p. 1512.

30 Wahl & Wahl 1990, p. 356.

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

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

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

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

32 Zie par. 3.4.2.

33 Zie par. 2.5.2.3.

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

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

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

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

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

6.4.5 Bescherming van alle crediteuren?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6.4.6 Gevolgen van de aantasting van een LBO

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

6.5 Oogmerk tot benadeling

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

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

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

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

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

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

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

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

6.6 Aantasting op grond van objectieve criteria

6.6.1 Geen benadelingsoogmerk maar risicoafwenteling

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

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

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

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

51 Zie par. 6.2.1 hiervoor.

52 Markell 2001, p. 321.

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

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

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

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

53 Zaretsky 1994, p. 1174.

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

55 Ginsberg e.a. 2011, p. 83-84.

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

6.6.2 Reasonably equivalent value

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

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

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

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

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

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

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

6.6.2.1 Geen gelijkwaardige vergoeding bij vermogensonttrekkingen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6.6.2.2 Gelijkwaardige vergoeding bij een LBO?

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

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

65 Zie Blumberg e.a. 2010, p. 85-22.

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

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

68 Crocker & Agsten 2010, p. 2.

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

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

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

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

6.7 Aantasting vanwege insolventie

6.7.1 Balanstest

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

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

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

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

74 § 101(31)(a) BC.

75 Zie Stearn & Kandestin 2011, p. 173.

76 Zie Stearn 2007, p. 369.

6.7.2 Waardering van het actief: going concern of liquidatiewaarde?

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

6.7.3 Voorwaardelijke en onzekere verplichtingen

Onzekere en voorwaardelijke verplichtingen van de debiteur moeten worden meegenomen bij de beoordeling of er sprake is van insolventie. Daarbij moet in de regel de omvang van een onzekere verplichting worden verminderd met de kans dat de verplichting niet hoeft te worden voldaan.⁸⁰ Er moet vanzelfsprekend uit worden gegaan van de informatie die ten tijde van de litigieuze overdracht bekend was over de onzekere verplichting.⁸¹ Met name zeer onzekere verplichtingen uit hoofde van vorderingen die nog onvoldoende vast staan (bijvoorbeeld uit onrechtmatige daad) hoeven doorgaans niet in de analyse te worden betrokken.⁸²

6.7.4 Equity Insolvency onder UFCA

Ondanks de hiervoor besproken richtlijnen bestaat nog veel onduidelijkheid over de juiste toepassing van de insolventietest. Posner heeft dienaangaande namens het

77 *In re Bellanca Aircraft Corp.*, 56 B.R. 339 (Bkrcty.D.Minn. 1985).

78 “Before the going concern valuation is to be abandoned, the business must be wholly inoperative, defunct, or dead on its feet [...]” (*In re Art Shirt Ltd., Inc.*, 93 B.R. 333 (E.D. Pa. 1988), p. 341).

79 *Covey v. Commercial National Bank*, 960 F.2d 660.

80 Blumberg e.a. 2010, p. 85-28.

81 *Mellon Bank, N.A. v. Official Comm. of Unsecured Creditors of R.M.L., Inc. (In re R.M.L., Inc.)*, 92 F.3d 139 (3d Cir. 1996), p. 155-156.

82 “[T]he hypothetical existence of an unaccrued tort claim does not give rise to a debtor-creditor relationship. There is no existing debt.” (*Lippe v. Bairnco Corp.*, 99 Fed. Appx. 274 (2d Cir. 2004), p. 282).

Court of Appeals (7th Cir. 1990) enigszins sarcastisch overwogen: “a ‘fair valuation’, – whatever that means”.⁸³ Aan de onduidelijkheid wordt bijgedragen door het feit dat de insolventietest onder de UFCA iets anders lijkt in te houden dan onder de *Bankruptcy Code* en de UFTA. Volgens de UFCA moet de rechter vaststellen of “the present fair salable value of [the corporation’s] assets is less than the amount that will be required to pay his probable liability on his existing debts as they become absolute and matured.” Aan deze test wordt vaak gerefereerd als de *equity insolvency test*. Deze test lijkt de vraag tot uitgangspunt te nemen of de vennootschap in staat zal zijn om aan haar opeisbare verplichtingen te voldoen. Uit relevante rechtspraak blijkt dat de rechters zichtbaar worstelen met de toepassing van deze test, en in het bijzonder met de vraag hoe deze zich verhoudt tot de overige objectieve aantastingsgronden.

6.8 Aantasting vanwege een onredelijk klein vermogen

6.8.1 Verhouding vermogen en risico’s

Een overdracht tegen een niet-gelijkwaardige vergoeding kan ook worden aangetast als de vennootschap hierdoor achterblijft met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*). In het eerste voorstel van de UFCA was deze grondslag nog anders geformuleerd. Het voorstel bepaalde dat een overdracht vernietigbaar was als “the person making it is engaged or is about to engage in a hazardous business or transaction involving risks exceeding his remaining assets.” Uiteindelijk is gekozen voor de formulering dat een overdracht vernietigbaar is als de schuldenaar “was engaged in business or a transaction, or was about to engage in business or a transaction, for which any property remaining with the debtor was an *unreasonably small capital*.” Deze formulering is tevens opgenomen in de *Bankruptcy Code*. De aanvankelijk voorgestelde formulering geeft niettemin helder weer dat het gaat om de verhouding tussen het vermogen van de vennootschap en de risico’s die voortvloeien uit haar activiteiten.

Met *unreasonably small capital* wordt uitdrukkelijk niet verwezen naar het juridisch kapitaal, maar naar alle vermogensbronnen waarover de vennootschap kan beschikken. Ook de beschikbaarheid van krediet is bij de beoordeling relevant.⁸⁴ Dit is de reden waarom bij de introductie van de UFTA de term ‘*unreasonably small capital*’ is ingewisseld voor ‘*unreasonably small assets*’:

In de toelichting bij de UFTA wordt hierover opgemerkt: “The reference to ‘capital’ in the Uniform Act is ambiguous in that it may refer to net worth or to the par value of stock or to the consideration received for stock issued. The special meanings of

⁸³ *In re Taxman Clothing Co., Inc.*, 905 F.2d 166 (7th Cir. 1990), p. 168.

⁸⁴ *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1072.

'capital' in corporation law have no relevance in the law of fraudulent transfers. The subparagraph focuses attention on whether the amount of all the assets retained by the debtor was inadequate, i.e., unreasonably small, in light of the needs of the business or transaction in which the debtor was engaged or about to engage."⁸⁵

Zoals uit de formulering van de bepaling blijkt, is de aantastingsgrond gereserveerd voor ondernemingen. Daaraan zou de gedachte ten grondslag liggen dat het drijven van een onderneming een impliciet signaal afgeeft aan crediteuren dat men in beginsel in staat is om aan zijn verplichtingen te voldoen. Dit zou niet – of in veel mindere mate – gelden voor natuurlijke personen.⁸⁶

In de jurisprudentie is een groot aantal definities geformuleerd van het begrip 'onredelijk klein vermogen'. Sommige rechters stellen dat daarvan sprake is als de vennootschap technisch solvent is maar "*doomed to fail*".⁸⁷ Andere rechters stellen dat het gaat om iets anders dan insolventie of niet in staat zijn om opeisbare verplichtingen te voldoen; van een onredelijk klein vermogen zou sprake zijn als de vennootschap "*on the road to ruin*" is.⁸⁸ Ook is door sommige rechters benadrukt dat het moet gaan om een onredelijk risico dat de vennootschap insolvent zal raken en niet vereist is dat insolventie *waarschijnlijk* is.

Een Bankruptcy Court heeft het als volgt verwoord: "*A transaction leaves a company with unreasonably small capital when it creates an unreasonable risk of insolvency, not necessarily a likelihood of insolvency. This is similar to the concept of negligence, which is conduct that creates an unreasonable risk of harm to another's person or property.*"⁸⁹ (Onderstr. JB) Een andere rechter heeft de centrale gedachte achter het criterium als volgt weergegeven: "*to prevent an undercapitalized company from being thrust into the market place to attract unwary creditors to inevitable loss.*"⁹⁰

85 Toelichting UFTA, p. 20.

86 Markel heeft hierover opgemerkt: "*The historical antecedent for this requirement lies in the notion that carrying on a business is an implicit representation of an ability to pay those debts incurred in the business; no such requirement attends to individuals in their personal affairs.*" (Markel 1988, p 29).

87 "*The [unreasonably small capital] test is aimed at transferees that leave the transferor technically solvent but doomed to fail.*" (*MFS/Sun Life Trust-High Yield Series v. Van Dusen Airport Servs. Co.*, 910 F. Supp. 913 (S.D.N.Y. 1995), p. 944).

88 "*[U]nreasonably small capital means something more than insolvency or inability to pay debts as they come due. Being left without adequate capital would mean that the transaction in issue put [the corporation] on the road to ruin. To sustain his burden, the Trustee must show something more than a deteriorated balance sheet after the [transfer] or that [the corporation] had difficulty paying its creditors.*" (*In re Joy Recovery Tech. Corp.*, 286 B.R. 54, (Bankr. N.D.III. 2002), p. 76).

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

90 *Wells Fargo Bank v. Desert View Building Supplies*, 475 F. Supp. 693 (D. Nev. 1978), p. 696, 633 F.2d 225 (9th Cir. 1980).

6.8.2 Redelijke prognoses en ruimte voor tegenvallers

6.8.2.1 Moody v. Security Pac. Business Credit (1992): redelijke prognoses

De uitspraak van het *Court of Appeals (3d Cir. 1992)* inzake *Moody v. Security Pacific* wordt in de juridische literatuur als richtinggevend aangemerkt voor de invulling en toepassing van het criterium ‘onredelijke klein vermogen’.⁹¹ De *Moody*-zaak betrof de LBO van *Jeanette Corp. (Jeanette)* door een groep investeerders. De investeerders dienden voor de overname 12.1 miljoen dollar te financieren waarvan zij 11.7 miljoen dollar bancair aantrokken en voor rekening van *Jeanette* lieten komen, waarbij *Jeanette* ten behoeve van de bank zekerheden vestigde op haar gehele actief. Toen *Jeanette* 15 maanden na de *buyout* faillieerde, trachtte de curator de LBO ongedaan te maken op grond van de bepalingen van *fraudulent transfer law*.

In de *Moody*-zaak was de kernvraag of de LBO in strijd was met de *fraudulent transfer* bepalingen van Pennsylvania, die waren gebaseerd op de UFCA. De curator stelde dat ten gevolge van de financiële belasting die de overname had meegebracht, *Jeanette* niet in staat was haar opeisbare verplichtingen te voldoen. Aangezien er geen oogmerk tot benadeling was geweest, moest de zaak worden beoordeeld tegen het licht van de objectieve aantastingsgronden van de *fraudulent transfer*-regeling. Ten eerste moest worden vastgesteld of *Jeanette* voor de LBO een gelijkwaardige vergoeding had ontvangen.⁹² Daarvan was volgens de rechtbank geen sprake. De aan de LBO verbonden voordelen, waaronder een nieuw bestuur en de toegang tot extra financieringsmogelijkheden, werden geacht niet op te wegen tegen de grote schuld die ten gevolge van de overname op de balans van de vennootschap kwam te rusten in combinatie met de vestiging van zekerheden op alle activa.

De vervolgvraag was of *Jeanette* ten tijde van de LBO insolvent was geweest of ten gevolge daarvan insolvent was geraakt. Daarvan was geen sprake nu de “*fair salable value*” van *Jeanette*’s activa hoger was geweest dan haar schulden. De LBO was daarom niet in strijd met de balanstest. Het kwam dus aan op de vraag of *Jeanette* ten gevolge van de LBO was achtergebleven met een onredelijk klein vermogen. Daarbij stelde het *Court of Appeals (3d Cir. 1992)* voorop dat er onduidelijkheid bestond over de begrippen ‘insolventie’ en ‘onredelijk klein vermogen’ en vooral over hoe deze zich tot elkaar verhielden.⁹³ Het *Court*

91 *Moody v. Security Pac. Business Credit, Inc.*, 127 Bankr. 958 (WD Pa. 1991), 1992 WL 187398 (3d Cir. 1992).

92 Onder de UFCA aangemerkt als *fair consideration* in plaats van *reasonably equivalent value*.

93 De *Moody* uitspraak is een duidelijk voorbeeld van het diffuse begrip ‘insolventie’ onder de UFCA. De rechtbank had overwogen dat van insolventie onder de UFCA sprake is indien de “*present, fair, salable value of his assets is less than the amount that will be required to pay his probable liability on his existing debts as they become absolute and matured.*” Onder het recht van Pennsylvania →

overwoog dat van een onredelijk klein vermogen eerder sprake is dan van insolventie.

Het *District Court* oordeelde dat er geen sprake was geweest van een onredelijk klein vermogen en baseerde zich daarbij op de ten tijde van de LBO geprognosticeerde kasstromen en het gegeven dat *Jeanette* de beschikking had over een kredietfaciliteit. De curator voerde daartegen aan dat de crediteuren zich niet kunnen verhalen op een dergelijke kredietfaciliteit, zodat deze niet in de analyse had moeten worden betrokken. In hoger beroep overwoog het *Court of Appeals* (3d Cir.) dat de vraag of het vermogen van de vennootschap adequaat was zowel feitelijk als juridisch van aard was.⁹⁴ Onder verwijzing naar een vonnis van een *District Court* in California,⁹⁵ oordeelde het *Court of Appeals* dat een onredelijk klein vermogen neerkomt op een “*inability to generate sufficient profits to sustain operations*”.⁹⁶ Bij de vaststelling van een onredelijk klein vermogen draait het om de vraag wat ten tijde van de overdracht redelijkerwijs voorzienbaar was.⁹⁷ In deze analyse moet ook het krediet dat de vennootschap tot haar beschikking heeft, worden meegenomen.⁹⁸ De kern van de vraag was volgens het *Court of Appeals* of de aan de LBO ten grondslag liggende prognoses redelijk waren geweest.⁹⁹ Aangezien prognoses de eigenschap hebben te optimistisch te zijn, dient er een objectieve test plaats te vinden, geënt op de daadwerkelijke prestaties van de vennootschap. Relevante informatie hierbij is een analyse van de *cashflows*, de verkoopresultaten, winstmarges en netto winsten en verliezen. Het *Court of Appeals* benadrukte dat daarbij niet louter gekeken mag worden naar gegevens uit het

bestond deze test volgens de rechtbank uit twee componenten. Ten eerste de *bankruptcy test* die inhoudt dat de vennootschap insolvent is indien haar eigen vermogen negatief is. Daarnaast de test *in the equity sense*, waarbij de vennootschap insolvent wordt geacht indien deze niet in staat is om haar verplichtingen te voldoen indien deze opeisbaar worden. Bij de beoordeling of de vennootschap aan de laatste test voldeed diende de rechter zich te baseren op “*reasonable cash flow projections made at the time of the transaction, the target company’s historical cash flow needs, and the availability under any lines of credit*.” Vervolgens had het *District Court* geconcludeerd dat de *insolvency test in the equity sense* nagenoeg op hetzelfde neerkwam als de *unreasonably small capital test*. Het *Court of Appeals* oordeelt hierover echter: “*We believe the better view is that unreasonably small capital denotes a financial condition short of equitable insolvency*.” Het is in de praktijk vrijwel onmogelijk om de vele kleurnuances op het palet van deze redenering waar te nemen.

94 “[A]dequacy of capital presents a mixed question of law and fact.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1063).

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

96 *Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1070.

97 “*We hold the test for unreasonably small capital is reasonable foreseeability*.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1073).

98 “*Moreover, the test for unreasonably small ‘capital’ should include [...] all reasonably anticipated sources of operating funds, which may include new equity infusions, cash from operations, or cash from secured or unsecured loans over the relevant time period*.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1073).

99 In *Credit Managers* was overwogen: “[T]he question the Court must decide is not whether [the] projection was correct, for clearly it was not, but whether it was reasonable and prudent when made.”

verleden. Tot op zekere hoogte moeten partijen ook de voorzienbare toekomstige problemen in ogenschouw nemen. Betrokkenen zullen daarbij acht moeten slaan op de macro-economische werkelijkheid, zoals onder meer de fluctuaties in de rente en meer algemene economische verwachtingen. Er moet een zekere marge worden genomen voor mogelijke tegenvallers.¹⁰⁰

Het *Court of Appeals* stelde vast dat in de onderhavige zaak twee uitgebreide analyses waren gemaakt van de toekomstige ontwikkelingen van de kasstromen en winsten door ter zake deskundige personen. De daaraan ten grondslag liggende aannames waren gefundeerd op interviews met de werknemers van *Jeanette* en haar prestaties in de jaren voorafgaande aan de LBO, zoals die bleken uit de financiële documentatie. Het *Court of Appeals* overwoog dat deze prognoses redelijk waren en zag zich daarin mede gesterkt door het feit dat de eerste vijf maanden na de LBO de kasstromen van *Jeanette* zich conform deze prognoses hadden ontwikkeld. Het *Court of Appeals* constateerde dat met de wijsheid van achteraf de prognoses weliswaar onjuist waren, maar dat zij ten tijde van de LBO niet onredelijk waren. Zo waren beide analyses uitgegaan van een winstmarge van 17 procent; dit was 2,5 procent meer dan de winstmarge in het jaar voorafgaande aan de LBO. Echter, tussen 1965 en 1978 was de winstmarge van *Jeanette* gemiddeld 20 procent, dus zelfs 3 procent hoger dan de door de analyses geprognosticeerde marges. Aangezien de winstmarge van *Jeanette* bovendien in het jaar voorafgaande aan de LBO een positieve ontwikkeling had doorgemaakt, werden de voorspellingen niet als onredelijk beoordeeld.

De oorzaak van het faillissement van *Jeanette* was volgens het *Court of Appeals* gelegen in andere oorzaken dan de LBO. De vennootschap was na de LBO in staat om haar crediteuren te betalen totdat er sprake was van een ingrijpende afname van de bestellingen en verkopen. Deze afname was primair toe te schrijven aan een lang aanhoudende laagconjunctuur, de toename van nationale en internationale concurrentie en fouten van het bestuur.¹⁰¹ Deze ontwikkelingen waren ten tijde van de LBO niet te voorzien. De financiële uitrusting van de vennootschap hoeft niet zodanig te zijn dat zij alle mogelijke tegenvallers kan opvangen.¹⁰² Het *Court of Appeals* sanctioneerde daarom de conclusie van het *District Court* dat in dergelijke

100 “However, reliance on historical data alone is not enough. To a degree, parties must also account for difficulties that are likely to arise, including interest rate fluctuations and general economic downturns, and otherwise incorporate some margin for error.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1074).

101 “Although prudence dictates incorporation of some margin for error, we agree with the district court that the extent of *Jeannette’s* decline in sales in 1982, resulting from increased foreign and domestic competition, was not foreseeable at the time of the leveraged buyout. Thus, we agree that ultimately *Jeannette’s* failure was caused by the decline in sales rather than a lack of capital.” (*Moody v. Security Pacific Business Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056 (3d Cir. 1992), p. 1076).

102 “[T]he law does not require that companies be sufficiently well capitalized to withstand any and all setbacks to their business. The requirement is only that they not be left with ‘unreasonably small capital’ at the time of the conveyance alleged as fraudulent.” (*Credit Managers Ass’n of Southern California v. Federal Co.*, 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985), p. 178).

omstandigheden geen sprake is van een *fraudulent transfer*: “*The law, as it now stands, does not require participants in a leveraged buyout to become insurers of the company’s ultimate success.*”¹⁰³

De uitspraak inzake *Moody* is in de juridische literatuur positief ontvangen, omdat daarin het juiste onderscheid zou worden gemaakt tussen LBO’s die wel en niet aantastbaar zijn. Zo merken Cook e.a. op: “*Although the adequacy of capitalization approach adopted in Moody is factually intensive and somewhat uncertain in application, the Third Circuit’s decision attempts to identify a class of failed leveraged buyouts that should not fall within the purview of constructive fraudulent transfer remedies, namely, transactions for which financial failure is not a reasonably foreseeable result of capital structure, but rather a result of unpredictable extrinsic circumstances that may affect any business, regardless of capital structure.*”¹⁰⁴

6.8.2.2 In re O’Day Corp: onredelijke prognoses

Om het onderscheid tussen redelijke en onredelijke prognoses te illustreren, verwees het *Court of Appeals (3d Cir.)* in haar uitspraak inzake *Moody* naar een eerdere uitspraak van een *District Court* van Massachusetts inzake *O’Day Corp*, waarin de prognoses ten tijde van een LBO wél als onredelijk waren gekwalificeerd.¹⁰⁵ In deze zaak was het doelwit van de LBO twee jaar na de overname gefailleerd. Voor de LBO waren twee verschillende prognoses gemaakt: een prognose die werd aangemerkt als de meest realistische en een *worst case scenario*. Onder beide analyses zou de vennootschap in staat zijn om aan haar opeisbare verplichtingen te voldoen. De rechtbank stelde echter dat beide prognoses inconsistent waren met de prestaties van de vennootschap in het verleden. De geprognoseerde kasstroom (EBIT) in *the worst case scenario* was nog steeds hoger dan de gemiddelde kasstroom in de vijf jaren voorafgaande aan de overname.¹⁰⁶ Ook de winstmarge in het meest negatieve scenario lag nog steeds boven de gemiddelde winstmarge van de voorgaande jaren. Deze *mismatch* tussen de prognoses en historische gegevens verhiel zich volgens de rechtbank buitengewoon problematisch tot het feit dat in de maanden direct voorafgaande aan de LBO zowel de omzet als de winstmarge juist terugliepen en dat het bestuur daarvan op de hoogte was. Daarnaast was bekend dat er problemen waren met het personeel en dat de productiekosten opliepen.¹⁰⁷ De

103 *Moody v. Security Pac. Business Credit, Inc.*, 127 Bankr. 958 (WD Pa. 1991).

104 Cook e.a. 2009, p. 747.

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

106 *In re O’Day Corp.*, 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991), p. 405.

107 “*The reasonableness of the projections employed by Funston and Jones is impugned by evidence that clearly established that they were well aware of the decrease in gross profit margin and consequent decline in EBIT prior to the LBO closing. [...] In the face of such unequivocal financial information, Jones and Funston projected that, in a worst case scenario, O’Day would somehow match or exceed its best financial performance of the 1980’s.*”

rechtbank oordeelde in *In re O'Day Corp* daarom dat de prognoses onredelijk waren:

*“It is illusory at best to justify a “worst case” projection by comparing it with two of O’Day’s finest years of the decade in terms of earnings. It does not appear to be reasonable, much less conservative, to generate projections, that, in a “worst case” scenario, employ earnings assumptions that greatly exceed the actual average experienced over the period of reference. The Court finds, therefore, that the earnings assumptions upon which Jones and Funston based their projections were unreasonable and, as a result, the projections themselves were unreasonable.”*¹⁰⁸

6.8.3 *Vertraagde betaling van handelscrediteuren*

Een *Bankruptcy Court* in New York oordeelde in 2008 over een ingewikkelde financieringsconstructie, die in de kern neerkwam op een LBO waarbij de verworven middelen door de moeder vennootschap werden aangewend om een schuld aan de bank te voldoen.¹⁰⁹ De bank trad dus niet op als financier, maar als ontvanger van de onttrokken middelen en werd in die hoedanigheid door de curator tot teruggave aangesproken. Het *Bankruptcy Court* oordeelde dat de LBO de vennootschap had achtergelaten met een onredelijk klein vermogen. Aan deze vaststelling werd volgens het *Court* in belangrijke mate bijgedragen door het gegeven dat de vennootschap direct na de LBO de betalingstermijn van haar handelscrediteuren had verlengd. Het *Bankruptcy Court* gaf te kennen zich ervan bewust te zijn dat het later betalen van crediteuren een in de praktijk vaak toegepaste strategie is om het werkkapitaal te vergroten. Een dergelijke strategie kan echter geen excuus zijn voor het feit dat de vennootschap haar opeisbare schulden te laat betaalt. In de onderhavige zaak ging het niet om een keuze, maar betaalde de vennootschap haar handelscrediteuren te laat uit pure noodzaak.

“The court realizes that in order to extend resources, many businesses will “stretch” their flow. In many instances, a CFO will establish policies designed to delay payment of payables and to accelerate collection of receivables. The commonness of this practice, however, provides no excuse for the failure to pay trade obligations as they become due. Moreover, in the present instance, this practice constituted not just a discretionary policy, but a process of necessity. From its very formation, [the company] lacked sufficient capital to pay its trade creditors as contractually agreed on a timely basis. Admittedly, the company managed to avoid bankruptcy for 29 months after

¹⁰⁸ *In re O'Day Corp.*, 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991), p. 407.

¹⁰⁹ *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008).

closing the formation transaction. The ability to “get away” with delay of payment, however, cannot change the fact that the debtor operated at all times without sufficient capital to pay its debts as they became due.”¹¹⁰

Het *Bankruptcy Court* overwoog daarbij dat de handelscrediteuren niet in staat zijn om zich te beschermen tegen het risico dat hun debiteur niet of te laat zal betalen. Daarom beschikt een vennootschap over een onredelijk klein vermogen als zij onvoldoende werkkapitaal tot haar beschikking heeft om de voorzienbare vorderingen van handelscrediteuren te voldoen, aldus het *Court*:

“Capitalization is adequate only when it suffices to fulfill the reasonable and justified expectations of creditors. Equity interests assume the risk of loss and the possibility of a delayed recovery of investment. Holders of long term debt may agree to extended terms, often with the risk that unforeseen circumstances may compromise the borrower’s ability to pay. But trade creditors assume none of these risks. For this reason, a debtor lacks adequate capitalization whenever it cannot reasonably anticipate resources needed to effect the timely payment of its trade obligations.”¹¹¹

6.8.4 Tijdsverloop tussen overdracht en faillissement

In een aantal uitspraken hebben rechters overwogen dat het tijdsverloop tussen een overdracht en het faillissement van een vennootschap als aanwijzing kan dienen dat de overdracht de vennootschap met een onredelijk klein vermogen achterliet. Zo overwoog een *District Court* van New York dat het gegeven dat de vennootschap na een LBO was doorgestaan met betaling van haar opeisbare schulden en pas twee jaar later faillierde, een indicatie was dat zij na de LBO niet over een onredelijk klein vermogen beschikte.¹¹²

Het *Court* overwoog: “[T]he adequacy of [the company’s] working capital was demonstrated by events following the LBO: [the company] continued to meet its debt obligations through 1989, and [the accountant] determined in April of that year that [the company] was still a going concern. That the company remained viable so long after the LBO strongly suggests that its ultimate failure cannot be attributed to inadequacy of capital as of the date of the buyout. [...] [The company] did retain sufficient capital to sustain its operation for a substantial period after the LBO.”

¹¹⁰ *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008), p. 327.

¹¹¹ *In re CNB Intern., Inc.*, 393 B.R. 306 (Bankr. W.D. N.Y. 2008), p. 327.

¹¹² *MFS/Sun Life Trust High Yield Series v. Van Dusen Airport Services Co.*, 910 F.Supp. 913, p. 938-944 (S.D.N.Y. 1995).

Sommige rechters hebben zelfs overwogen dat als een vennootschap na een LBO langer dan een jaar haar activiteiten heeft voortgezet, dit een belangrijke indicator is dat een verband tussen het faillissement en de LBO ontbreekt.¹¹³ Het *Court of Appeals (7th Cir. 2009)* heeft zich echter sceptisch getoond over deze redenering.¹¹⁴ In zijn uitspraak inzake *Boyer v. Crown Stock Distribution* overwoog dit federale *Court* dat een ondergecapitaliseerde vennootschap soms enige tijd kan doorsukelen voordat zij aan haar schuldenlast bezwijkt. Aan het gegeven dat de vennootschap nog geruime tijd is doorgegaan met haar activiteiten en het betalen van haar schuldeisers, kan daarom niet zonder meer de conclusie worden verbonden dat de vennootschap over een vermogen van redelijke omvang beschikte.

Het *Court of Appeals* overwoog: “*The longer the interval, the less likely that the collapse was fated at the formation of the new company, although we are skeptical of cases that can be read to suggest that ten or twelve months is a long enough interval to create a presumption that the terms of the LBO were not responsible for the company’s failure. An inadequately capitalized company may be able to stagger along for quite some time, concealing its parlous state or persuading creditors to avoid forcing it into a bankruptcy proceeding in which perhaps only the lawyers will do well.*”

6.8.5 Causaal verband overdracht en faillissement

In de voornoemde zaak die voorlag bij het *Court of Appeals (7th Cir. 2009)* wilden de aandeelhouders van *Oldco* haar activa verkopen.¹¹⁵ De beoogde koper van de activa richtte ten behoeve van de koop een marginaal gekapitaliseerde vennootschap op: *Newco*. *Newco* kocht de activa van *Oldco* en betaalde haar daarvoor ruim 3 miljoen dollar. De opbrengst van de verkoop werd door *Oldco* direct als dividend uitgekeerd aan haar aandeelhouders. Deze 3 miljoen dollar werd door *Newco* bancair gefinancierd waarbij zij aan de bank zekerheden verschaftte op alle verworven activa. Naast de contante betaling verstrekte *Newco* schuldbrieven aan *Oldco* ter waarde van bijna 3 miljoen dollar, waarvoor een tweede zekerheidsrecht op alle activa van *Newco* werd gevestigd. Vlak voor de effectuering van de gehele transactie had *Oldco* ook nog een dividend van 500.000 dollar uitgekeerd. Toen ruim drie jaar later *Newco* faillieerde, trachtte de curator op grond van de *fraudulent transfer*-bepalingen de aan de aandeelhouders van *Oldco* betaalde dividenden ongedaan te maken. Na twee instanties kwam de zaak voor het *Court of Appeals (7th Cir.)*, en dat liet er geen onduidelijkheid over bestaan dat ook in het geval van een activatransactie naar de materiële inhoud gekeken moet worden:

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

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

115 *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 52 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 101, 2009 WL 3837312 (7th Cir. 2009). Zie over deze zaak Schechter 2009.

“An LBO can take the form of an asset acquisition [...]. The purchase was nominally of the assets of [Oldco], but actually of the ownership of the company; for [Oldco] distributed the money it received in the sale forthwith to its shareholders and from then on existed only as a shell. [Newco] operated under the same name as its predecessor, and its trade creditors and other unsecured creditors were not even told about the transaction. That reticence would be normal if the stock of a corporation were sold, rather than its assets; but in a sale of its assets, the seller’s creditors would expect to be notified that they would henceforth be dealing with a different firm.”

Volgens het *Court of Appeals* was *Newco* vanaf haar oprichting uitgerust met een onredelijk klein vermogen:

“[Newco] started life almost with no assets at all, for all its physical assets were encumbered twice over, and the dividend plus [Newco’s] interest obligations drained the company of virtually all its cash. It was naked to any financial storms that might assail it.”

De aandeelhouders van *Oldco* voerden daartegen aan dat er een ruime periode van drie jaar had gelegen tussen de overname en het faillissement, en dat de oorzaak van de financiële problemen gelegen was in het beleid van het nieuwe bestuur van de vennootschap. Het *Court of Appeals* kon daardoor echter niet worden overtuigd:

“The interval was longer than in previous cases, but the defendants are unable to sketch a plausible narrative in which [Newco] could have survived indefinitely despite being cash starved as a result of the terms of the LBO that brought it into being. The fact that [the new owner] made mistakes in running the company does not weigh as strongly as the defendants think. Everyone makes mistakes. That’s one reason why businesses need adequate capital to have a good chance of surviving in the Darwinian jungle that we call the market.”

Het *Court of Appeals* gaf aan dat het vermogen van de vennootschap, om als redelijk te kwalificeren, de onderneming in staat moet stellen om tegenvallers op te vangen. Dat na de transactie voor de vennootschap nadelige fouten waren gemaakt, betekende niet noodzakelijkerwijs dat het causaal verband tussen de transactie en het faillissement ontbrak. Het *Court of Appeals* bevestigde daarom het oordeel van het *Bankruptcy Court*, dat het deel van de koopprijs dat in contanten was betaald aan *Oldco* en vervolgens was uitgekeerd aan haar aandeelhouders, een *fraudulent transfer* behelste. Ook de schuldbrieven en het daarmee samenhangende zekerheidsrecht werden als *fraudulent* gekwalificeerd. Het *Court of Appeals* ging zelfs nog een stap verder dan de faillissementsrechtbank: ook het dividend van 500.000 dollar dat *Oldco* vlak voor de effectivering van de transactie aan haar aandeelhouders had betaald, was in de ogen van het *Court of Appeals* een *fraudulent transfer*.

“[T]he dividend represented 50 percent of [Oldco’s pre-sale] profits, which was unreasonably high given the cash needs of the business. [Oldco’s] owners drained it of cash – all unbeknownst to the corporation’s present and future unsecured creditors. These indications that the dividend was part of the fraudulent transfer rather than a normal distribution of previously earned profits – that it wasn’t an ordinary dividend but rather the withdrawal of an asset vital to the acquiring firm – were sufficient to place a burden on the defendants of producing evidence that it was a bona fide dividend, a burden they failed to carry.”

6.8.6 Elementen van een onredelijk klein vermogen

Uit het voorgaande mag genoegzaam blijken dat de vaststelling van een ‘onredelijk klein vermogen’ een zeer feitelijke exercitie is, waaraan een zekere beoordelingsvrijheid van de rechter inherent is. Niettemin is helder dat van een onredelijke klein vermogen sprake is als in een onredelijk hoge mate risico’s worden afgewenteld op de (ongesecureerde) vennootschapscrediteuren. De financiële uitrusting van de vennootschap moet voldoende zijn om de redelijkerwijs voorzienbare risico’s op te vangen en daarbij is van belang dat er ruimte wordt gelaten voor tegenvallers.¹¹⁶ De prognoses die ten tijde van een overdracht worden gemaakt, moeten redelijk en realistisch zijn in het licht van de prestaties van de vennootschap in het verleden, en moeten acht slaan op eventuele trends in die prestaties en mogelijke (ook tegenvallende) ontwikkelingen in de toekomst. In het licht van de prognoses van deze prestaties zal redelijkerwijs voorzienbaar moeten zijn dat de vennootschap haar opeisbare verplichtingen kan blijven betalen. Deze betaling kan geschieden uit de operationele kasstroom maar ook door het aantrekken van financiering. Hieruit vloeit voort dat soms ook een inschatting zal moeten worden gemaakt van de toekomstige prijs en beschikbaarheid van krediet. Daarbij moet de economische conjuncturele werkelijkheid worden onderkend, en dient ruimte te worden gelaten voor een zekere mate van economische tegenvallers, zoals een afname van de omzet en duurder krediet. Als de vennootschap (bijvoorbeeld in het kader van een LBO) gefinancierd wordt met veel vreemd vermogen, zal in de analyse rekening moeten worden gehouden met de herfinanciering van dat vreemd vermogen. Als de vennootschap een variabele rente over het krediet verschuldigd is, zal vanzelfsprekend meer ruimte moeten zijn voor rentefluctuaties dan wanneer de rente is gefixeerd of rentefluctuaties door middel van een *swap* zijn verzekerd.

¹¹⁶ Heaton 2007, p. 996.

6.9 Restitutieverplichting van aandeelhouders bij ‘vernietiging’ van een LBO

6.9.1 Ongeclausuleerde terugbetalingsplicht?

Aandeelhouders die vermogen aan een vennootschap hebben onttrokken, lopen in de VS een reëel risico dat zij op een later moment de onttrokken middelen op basis van de *fraudulent transfer* regels aan de vennootschap zullen moeten restitueren. Als een vennootschap na een vermogensonttrekking achterblijft met een onredelijk klein vermogen, kunnen bij strikte toepassing van § 550 BC alle aandeelhouders tot restitutie worden aangesproken; ook de aandeelhouders die niet op de hoogte waren (of behoorden te zijn) van het ongeoorloofde karakter van de onttrekking.

Door de rechterlijke bereidheid om de verschillende stappen van een LBO bij de toepassing van de *fraudulent transfer* regels te consolideren, lopen aandeelhouders die in het kader van een dergelijke overname hun aandelen hebben vervreemd het risico dat zij worden geconfronteerd met een terugbetalingsverplichting als de financieringsstructuur later te riskant wordt bevonden. Door de toepassing van de consolidatiedoctrine beschouwen de rechters de verkopende aandeelhouders als de directe ontvangers van het aan de doelwitvennootschap onttrokken vermogen.¹¹⁷ Aangezien in de rechtspraak tevens is komen vast te staan dat een LBO in de regel niet kan worden aangemerkt als een *transfer* tegen een gelijkwaardige vergoeding, kan de curator deze ongedaan maken als de vennootschap insolvent was ten tijde of ten gevolge van de overdracht of de vennootschap daarna achterbleef met een onredelijk klein vermogen, ongeacht de goede of kwade trouw van de verkopende aandeelhouders.

6.9.2 Wetenschap van de ontvangende aandeelhouder (toch) relevant?

Uit de jurisprudentie blijkt dat in de praktijk een deel van de rechters over deze uitkomst aarzelt en zich een ruime interpretatie van de wet permitteert om te voorkomen dat pre-LBO-aandeelhouders het door hen ontvangen vermogen moeten restitueren. Zo hebben sommige Amerikaanse rechters geoordeeld dat bij de toepassing van *fraudulent transfer law* op LBO's het primair zou gaan om het oogmerk en de wetenschap van de bij de LBO betrokken partijen. Dit gebeurde bijvoorbeeld in de zaak *Kupetz v. Wolf*, waarin het *Court of Appeals (9th Cir. 1988)* moest oordelen over de LBO van *Wolf & Vine*.¹¹⁸ De twee aandeelhouders van *Wolf & Vine* hadden hun aandelen voor 3 miljoen dollar verkocht aan een speciaal voor

¹¹⁷ Zie par. 4.3.

¹¹⁸ *Kupetz v. Wolf*, 845 F.2d 842 (9th Cir.1988), p. 848.

de acquisitie opgerichte vennootschap. Deze acquisitievennootschap had de overname gefinancierd met vreemd vermogen waarvoor zekerheden waren gevestigd op de activa van *Wolf & Vine*. Twee en een half jaar na de overname faillieerde *Wolf & Vine* en stelde de curator dat de betalingen aan de twee verkopende aandeelhouders vernietigbaar waren op grond van de *fraudulent transfer*-bepalingen, omdat de vennootschap daarna was achtergebleven met een onredelijk klein vermogen. Het *Court of Appeals* oordeelde echter dat de betalingen niet vernietigd konden worden en legde daaraan primair de overweging ten grondslag dat niet bewezen was dat de verkopende aandeelhouders het oogmerk hadden crediteuren te benadelen.¹¹⁹

Het *Court of Appeals* overwoog: “Turning to intent to defraud, there is no evidence that the selling shareholders intended to defraud the Wolf & Vine creditors. [...] Although lack of fraudulent intent does not bar a fraudulent conveyance claim under a constructive intent provision of the law, we hesitate to utilize constructive intent to frustrate the purposes intended to be served by what appears to us to be a legitimate LBO.”¹²⁰

Vervolgens stelde het *Court of Appeals* vast dat de verkopende aandeelhouders niet op de hoogte waren van het gegeven dat de overname van hun aandelen werd gefinancierd met vreemd vermogen dat ten laste van de vennootschap zou worden gebracht. Het *Court* volgde de curator niet in zijn stelling dat de verkopende aandeelhouders voorafgaande aan de LBO onvoldoende onderzoek zouden hebben gedaan naar de koper van hun aandelen en de wijze waarop de koop zou worden gefinancierd. Hen trof kortom geen verwijt.

Ook in de zaak *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein* heeft de rechter de wetenschap van de (verkopende) aandeelhouders een prominente rol laten spelen.¹²¹ Die procedure draaide om de overname van *Wieboldt Stores Inc. (Wieboldt)*. Dertig procent van de aandelen in *Wieboldt* werd (indirect) gehouden door twee controlerende aandeelhouders; haar overige aandelen waren genoteerd aan de beurs. In 1985 verkeerde *Wieboldt* in financiële problemen en ging de vennootschap op zoek naar een investeerder. Deze werd gevonden in de WSI-groep (*WSI*). *WSI* richtte ten behoeve van de overname een acquisitievennootschap op met het doel de aandelen in *Wieboldt* te verwerven. De acquisitievennootschap deed een openbaar bod op de genoteerde aandelen in *Wieboldt*, dat steun kreeg van het bestuur en de controlerende aandeelhouders van *Wieboldt*. Voor de overname moest

119 Ook het *District Court* had geoordeeld dat aantasting van de LBO niet mogelijk was, onder verwijzing naar het gebrek aan wetenschap aan de zijde van de verkopende aandeelhouders. Zie *Kupetz v. Continental Illinois Nat. Bank and Trust Co. of Chicago*, 77 B.R. 754 (C.D.Cal. 1987).

120 845 F.2d 842 (9th Cir.1988), p. 848.

121 *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B.R. 488, 500-04 (N.D.Ill.1988).

de acquisitievennootschap 38 miljoen dollar financieren. Dit bedrag werd door de acquisitievennootschap aan krediet aangetrokken, waarbij *Wieboldt* zich hoofdelijke verbond voor het krediet en daarvoor zekerheden vestigde op al haar activa. De zo verworven middelen werden door de acquisitievennootschap aangewend ter financiering van de aankoopprijs van de aandelen.

Nog geen jaar na de overname kon *Wieboldt* niet langer aan haar opeisbare verplichtingen voldoen en werd de vennootschap gereorganiseerd onder *Chapter 11 BC*. *Wieboldt* sprak (als *debtor in possession*) de aandeelhouders aan die hun aandelen in het kader van de LBO hadden vervreemd. Zowel de (voormalige) controlerende aandeelhouders als de overige aandeelhouders die waren ingegaan op het openbaar bod (de externe aandeelhouders) werden in de procedure betrokken. Daarbij stelde *Wieboldt* zich op het standpunt dat de LBO kwalificeerde als een *fraudulent conveyance* in de zin van de *Bankruptcy Act* en de *Illinois fraudulent conveyance laws*.

Een *District Court* van Illinois stelde vast dat de controlerende aandeelhouders (en het bestuur) wisten dat *WSI* de financiering van de overname ten laste van *Wieboldt* zou brengen. Daarnaast wisten zij dat *Wieboldt* insolvent was voorafgaande aan de LBO en dat de LBO een negatief effect zou hebben op de vermogenspositie van *Wieboldt*. De controlerende aandeelhouders konden daarom tot restitutie worden aangesproken.¹²² Het *District Court* maakte ten aanzien van de externe aandeelhouders echter een pas op de plaats. *Wieboldt* had niet gesteld dat ook de grote groep externe aandeelhouders die was ingegaan op het openbaar bod, wetenschap had gehad van de manier waarop de overname gefinancierd zou worden. De externe aandeelhouders wisten louter dat *WSI* een bod had gedaan op hun aandelen. Ten aanzien van deze groep aandeelhouders werd de transactie daarom niet ‘geconsolideerd’; de externe aandeelhouders waren volgens het *Court* niet gehouden tot restitutie van de door hen ontvangen middelen:

“While Wieboldt directs specific allegations of fraud against the controlling and insider shareholders [...]. Wieboldt does not allege that the [external] shareholders were aware that WSI’s acquisition encumbered virtually all of Wieboldt’s assets. Nor is there an allegation that these shareholders were aware that the consideration they received for their tendered shares was Wieboldt property. In fact, the complaint does not suggest that the [external] shareholders had any part in the LBO except as

122 Het *District Court* diende te oordelen over de “*motion to dismiss the complaint*” ingesteld door de (verkopende) aandeelhouders “*on the grounds that Wieboldt has failed to state a claim under either the federal or the state fraudulent conveyance laws*” (zie § 12(b)(6) Federal Rules of Procedure). De rechter velde daarom geen eindoordeel over de eventuele aansprakelijkheid van de betrokkenen, maar toetste kort gezegd op basis van de processtukken en de daarin vervatte feitelijke stellingen of de zaak in deze preliminaire fase kon worden afgedaan, omdat *Wieboldt* geen vordering zou hebben.

*innocent pawns in the scheme. They were aware only that WSI made a public tender offer for shares of Wieboldt stock. Viewing the transactions from the perspective of the [outside] shareholders and considering their knowledge and intent, therefore, the asset transfers to the LBO lenders were indeed independent of the tender offer to the [external] shareholders.”*¹²³

Achter de uitspraken inzake *Kupetz* en *Wieboldt* lijkt dezelfde gedachte schuil te gaan: pre-LBO-aandeelhouders die niet op de hoogte waren van het oneigenlijke karakter van de LBO, dienen niet tot restitutie te kunnen worden aangesproken. Hoewel het door de rechters gehanteerde wetenschapsvereiste begrijpelijk is, staat dit op gespannen voet met de heldere bewoordingen van de objectieve *fraudulent transfer* bepalingen.¹²⁴ Daaruit blijkt immers duidelijk dat de wetenschap van de ontvanger/aandeelhouder niet relevant is.

6.9.3 De veilige haven van § 546(e) BC

Naast het door sommige rechters gehanteerde wetenschapsvereiste, worden aandeelhouders tevens beschermd door de toegenomen bereidheid van rechters om de betalingen aan aandeelhouders in het kader van een LBO onder de beschermende werking van § 546(e) BC te brengen.¹²⁵ Dit artikel bepaalt kort gezegd dat de curator geen betalingen mag vernietigen die kwalificeren als *settlement payment* en die zijn verricht door een financiële instelling.¹²⁶ Deze regeling heeft ten doel de stabiliteit en integriteit van de financiële markten te waarborgen.¹²⁷

In de *Kaiser Steel*-zaak moest het *Court of Appeals (10th Cir. 1990)* beoordelen of § 546(e) BC van toepassing was op de betalingen die in het kader van een LBO waren verricht aan de pre-LBO aandeelhouders voor hun aandelen.¹²⁸ Het betrof in

123 *Wieboldt Stores, Inc. v. Schottenstein*, 94 B.R. 488, 500-04 (N.D.Ill.1988), p. 503.

124 Zie hierover Cook, Axelrod & Frankel 1992.

125 Zie hierover uitgebreid en zeer kritisch Parikh 2012.

126 § 546(e) BC bepaalt: “Notwithstanding sections 544, 545, 547, 548(a)(1)(B), and 548(b) of this title, the trustee may not avoid a transfer that is a margin payment, as defined in section 101, 741, or 761 of this title, or settlement payment, as defined in section 101 or 741 of this title, made by or to (or for the benefit of) a commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, financial participant, or securities clearing agency, or that is a transfer made by or to (or for the benefit of) a commodity broker, forward contract merchant, stockbroker, financial institution, financial participant, or securities clearing agency, in connection with a securities contract, as defined in section 741(7), commodity contract, as defined in section 761(4), or forward contract, that is made before the commencement of the case, except under section 548(a)(1)(A) of this title.”

127 “[The purpose is] to minimize the displacement caused in the commodities and securities markets in the event of a major bankruptcy affecting those industries.” (H.R. Rep. 97-420, at 2 (1982), as reprinted in 1982 U.S.C.C.A.N. 583, 583). “This broad protection was designed to ensure settlement finality, and therefore market stability.” (*Enron Creditors Recovery*, 422 B.R. 423).

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

casu de overname van een beursgenoteerde vennootschap, waarbij de koper een openbaar bod op de aandelen van het doelwit had gedaan. Het *Court of Appeals* kwam op basis van de tekst van § 546(e) BC en haar wetsgeschiedenis tot de conclusie dat de definitie van ‘*settlement payment*’ zeer ruim moest worden geïnterpreteerd, zodat een betaling die in het kader van een LBO plaatsvond onder die definitie viel. Omdat de betalingen daarnaast waren verricht door een financiële (*clearance*)instelling, beschikte de curator niet over de mogelijkheid om de betalingen ongedaan te maken, aldus het *Court of Appeals*. Deze redenering is sindsdien door een aanzienlijk aantal rechters gevolgd in het geval van LBO’s van beursgenoteerde ondernemingen.

Uit recentere jurisprudentie blijkt dat de veilige haven van § 546(e) BC ook bescherming kan bieden aan de pre-LBO-aandeelhouders van een niet-beursgenoteerde vennootschap. Een aantal rechters heeft de bepaling van toepassing verklaard op LBO’s van *closely-held corporations*.¹²⁹ Daarbij valt op dat sommige rechters buitengewoon soepel omgaan met het vereiste dat de betaling moet zijn verricht door een financiële instelling: de enkele betrokkenheid van een bank bij de overmaking van de onttrokken gelden is bijvoorbeeld voor het *Court of Appeals* (3d Cir. 2009) voldoende om de betalingen onder de beschermende werking van § 546(e) BC te brengen.¹³⁰

Hoewel niet alle rechters de ruime toepassing van § 546(e) BC onderschrijven,¹³¹ is deze ontwikkeling in de juridische literatuur niet onopgemerkt gebleven. In de vakliteratuur wordt inmiddels geadviseerd om alle LBO-betalingen via een financiële instelling te laten lopen, om zo bij voorbaat de curator in een eventueel later faillissement de pas af te snijden.¹³² Andere auteurs zijn echter kritisch; zij stellen dat door deze benaderingswijze *de facto* alle LBO’s onaantastbaar zijn geworden, en dat dit roekeloos leenedrag in de hand werkt.¹³³ Het lijkt deze auteurs onwaarschijnlijk dat de wetgever met de introductie van § 546(e) BC de bedoeling heeft gehad om bescherming te bieden aan aandeelhouders die vermogen

129 “Nothing in the relevant statutory language suggests Congress intended to exclude these payments from the statutory definition of ‘settlement payment’ simply because the stock at issue was privately held.” (*QSI Holdings, Inc. v. Alford* (*In re QSI Holdings*), 571 F.3d 545 (6th Cir. 2009)). In dezelfde zin: *Contemporary Indus. Corp.*, 564 F.3d 981 (8th Cir. 2009).

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

131 “Transactions that do not involve a financial intermediary do not implicate the kinds of concerns about the stability and integrity of the securities markets that section 546(e) was enacted to protect.” Zie bijvoorbeeld *Enron Creditors Recovery*, 422 B.R. 423 (S.D. N.Y. 2009) en *In re Mervyn’s Holdings, LLC*, 426 B.R. 488 (Bankr. D. Del. 2010).

132 Zo overweegt Hesse: “The main lesson to be learned [...] is that proceeds from an LBO should be “funneled” through a financial institution as a “settlement payment” to increase the possibility the payments will be shielded from fraudulent transfer scrutiny.” (Hesse 2007, p. 22).

133 Fox 2010.

onttrekken aan een insolvente vennootschap, of deze opzadelen met te veel schulden. Een aantal van hen bepleit daarom aanpassing van § 546(e) BC teneinde haar toepasselijkheid op LBO-betalingen uit te sluiten.¹³⁴

Zo overwogen Utlik en Carrel in 2010: “*From a policy point view, the outcomes of the recent decisions may not make sense. After all, there is no policy reason why Congress would have wanted to permit a shareholder of an insolvent company to extract from the company funds for themselves while saddling the company with debt through an LBO that directly results in the company filing for bankruptcy relief and leaving creditors of the company unpaid. Similarly, it would be strange that a shareholder can obtain the benefits of the Safe Harbor simply by structuring the payments through a financial intermediary instead of an attorney.*”¹³⁵

6.10 Conclusie

In de Verenigde Staten speelt *fraudulent transfer law* een wezenlijke rol bij de *ex post* bescherming van crediteuren. Als aandeelhouders in strijd met deze faillissementsrechtelijke bepalingen vermogen onttrekken aan de vennootschap, kunnen zij door de crediteuren, curator of een *debtor in possession* worden aangesproken tot restitutie van het teveel onttrokken vermogen. Aangezien een vennootschap voor een (formele of materiële) uitkering aan aandeelhouders in de regel geen gelijkwaardige vergoeding krijgt, kan de uitkering worden aangetast als de vennootschap daarna insolvent is of over een onredelijk klein vermogen beschikt. Hierbij is niet vereist dat de aandeelhouder wetenschap had van het ongeoorloofde karakter van de uitkering.

Uit de in § 548 BC vervatte regeling vloeit voort dat aandeelhouders niet in een onredelijke mate risico's mogen afwentelen op de vennootschap en haar (ongesecureerde) crediteuren. Hiervan is sprake als de vermogenspositie van de vennootschap na een uitkering zodanig is dat de onderneming over onvoldoende financiële weerstand beschikt om de redelijkerwijs voorzienbare risico's het hoofd te bieden. Aan een vermogensonttrekking dienen redelijke prognoses ten grondslag te liggen die ruimte bieden voor (micro- en macro-economische) tegenvallers.

Fraudulent transfer law heeft zich in het bijzonder ontwikkeld tot een belangrijk wapen voor curatoren en crediteuren die opkomen tegen complexe transacties, zoals LBO's. Amerikaanse rechters zijn bereid om de verschillende stappen waaruit een LBO bestaat voor de toepassing van de *fraudulent transfer*-bepalingen te consolideren tot één fictieve vermogensoverdracht van de vennootschap aan de aandeelhouders die in het kader van de LBO hun aandelen vervreemden. Hierdoor lopen de verkopende aandeelhouders – ook als zij te goeder trouw hun aandelen van de hand hebben gedaan – het risico dat zij tot terugbetaling van de door hen ontvangen

¹³⁴ Parikh 2012.

¹³⁵ Utlik & Carrol 2010, par. IV. Vgl. Walker & Dean 2009, p. 71-73.

koopprijs worden aangesproken, indien de rechter oordeelt dat de financiering van de vennootschap na de LBO te risicovol was. Een aanzienlijk aantal Amerikaanse rechters aarzelt over dit gevolg van de ‘consolidatie-doctrine’ en probeert met een creatieve interpretatie van de wet daaraan te ontkomen. Sommige rechters overwegen daartoe dat de LBO niet kan worden vernietigd als de verkopende aandeelhouders geen benadelingsoogmerk of wetenschap van de riskante financieringsconstuctie hadden. Andere rechters hebben geoordeeld dat betalingen in het kader van een LBO niet kunnen worden aangetast, omdat deze moeten worden aangemerkt als *settlement payments*.