



## 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 8

### FINANCIERING & EQUITABLE SUBORDINATION

#### 8.1 Inleiding

Het is niet ongebruikelijk dat aandeelhouders bij oprichting de vennootschap niet louter financieren met eigen vermogen door storting op aandelen, maar tevens vreemd vermogen aan de vennootschap verschaffen. Daarnaast verstrekken aandeelhouders met regelmaat op een later moment leningen aan de vennootschap omdat deze behoefte heeft aan extra financiering. Indien de vennootschap daarna faillieert, ontstaat in de VS niet zelden een geschil over de vorderingen van de aandeelhouder uit hoofde van de kredietverlening. Curatoren trachten met regelmaat de vorderingen van de aandeelhouder achter te stellen bij die van de concurrente crediteuren. Er bestaat daarom een omvangrijke hoeveelheid jurisprudentie over de vraag hoe de kredietverlening door aandeelhouders dient te worden beoordeeld, onder meer in het licht van een eventuele onderkapitalisatie. Daarmee is niet gezegd dat de doctrine inmiddels kraakhelder is. Het is echter wel mogelijk om op basis van de reeds geslagen piketpaaltjes de contouren van het leerstuk in kaart te brengen.

#### 8.2 Achterstelling: ontwikkeling van het leerstuk

##### 8.2.1 De regeling in de Bankruptcy Code

Op grond van § 510 (c) van de *Bankruptcy Code* (BC) heeft een *bankruptcy court* de bevoegdheid om op grond van beginselen van billijkheid (*equity*) vorderingen geheel of ten dele achter te stellen bij alle of specifieke andere vorderingen in faillissement. Daarnaast kan een *bankruptcy court* bepalen dat aan de vordering verbonden zekerheidsrechten overgaan op de boedel. De relevante tekst van de bepaling luidt als volgt:

§ 510. Subordination

[...]

(c) Notwithstanding subsections (a) and (b) of this section, after notice and a hearing, the court may—

(1) under principles of equitable subordination, subordinate for purposes of distribution all or part of an allowed claim to all or part of another allowed claim or all or part of an allowed interest to all or part of another allowed interest; or

(2) order that any lien securing such a subordinated claim be transferred to the estate.

Het leerstuk van *equitable subordination* beoogt te voorkomen dat een crediteur die frauduleuze of anderszins *inequitable* handelingen heeft verricht, in faillissement op gelijke voet met – of zelfs met voorrang boven – de overige crediteuren mag delen in de opbrengst van de boedel. Zoals het een *common law* jurisdictie betaamt, is het achterstellingsleerstuk in de VS oorspronkelijk ontwikkeld in de rechtspraak. Al geruime tijd voor de codificatie van § 510 (c) BC in 1978, achtten faillissementsrechtbanken zich bevoegd over te gaan tot de achterstelling van bepaalde vorderingen op grond van beginselen van ‘billijkheid’ (*equity*). In de aanloop naar de wettelijke introductie van de bevoegdheid heeft het Amerikaanse Congres aangegeven dat het bewust koos voor een algemene bepaling zonder specifiek geformuleerde criteria voor achterstelling, om zo de ontwikkeling van het leerstuk over te laten aan doctrine en rechtpraak.<sup>1</sup> De jurisprudentie van vóór de codificatie speelt dus nog altijd een belangrijke rol en zal daarom hierna kort worden uiteengezet.

## 8.2.2 Het Supreme Court legt de basis

### 8.2.2.1 Taylor v. Standard Gas (1939): de Deep Rock doctrine

De basis voor de achterstelling van vorderingen is gelegd door het *US Supreme Court* in 1919 in zijn oordeel inzake *Deep Rock*.<sup>2</sup> *Standard Gas & Electric (Standard)* was meerderheidsaandeelhouder van *Deep Rock Oil Corp (Deep Rock)*. *Deep Rock* was in 1919 opgericht om een onderneming van een derde over te nemen. De vennootschap was vanaf haar oprichting ondergekapitaliseerd of, in de woorden van haar bestuurders, “*two jumps ahead of the wolf*”.<sup>3</sup> Toen *Deep Rock* in 1933 faillieerde, diende *Standard* een vordering van bijna 10 miljoen dollar ter verificatie in bij de curator.<sup>4</sup> De grondslag van de vordering betrof een schuld in rekening-courant van *Deep Rock* aan haar moedervernootschap, voortvloeiende uit een grote hoeveelheid transacties tussen beide venootschappen. Ruim een derde van de vordering bestond uit nog niet uitbetaalde dividenduitkeringen. Andere schulden van *Deep Rock* aan *Standard* betroffen hoge *management fees* en verplichtingen uit lease-overeenkomsten. Over alle verplichtingen was *Deep Rock* tevens een hoog rentepercentage verschuldigd.

Het *Supreme Court* stelde vast dat de oorzaak van het faillissement van *Deep Rock* niet alleen gelegen was in de enorme schuld aan haar moeder, maar ook voortvloeiende uit het feit dat haar aandeelhouder en bestuurders stelselmatig het

1 1987 U.S.C.C.A. 5787, p. 6542. Zie tevens Nozemack 1999, p. 693.

2 *Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939).

3 *Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939), p. 545.

4 *Deep Rock* werd gereorganiseerd onder *Chapter 11* BC. De vraag naar de status van de vordering van *Standard* was daarom relevant voor het bepalen van haar aanspraken op grond van het reorganisatieplan.

belang van de moedervenootschap hadden laten prevaleren boven dat van *Deep Rock*. Het *Court* overwoog dat *Deep Rock* van meet af aan was ondergekapitaliseerd, onder meer blijkende uit het feit dat *Standard* haar balans meerdere keren had moeten versterken, en haar werkkapitaal keer op keer niet afdoende bleek voor de door de vennootschap uitgeoefende ondernemingsactiviteiten.<sup>5</sup> De dividenduitkeringen in deze zware tijden hadden met name ten doel gehad om een aantal preferente aandeelhouders zoet te houden;<sup>6</sup> *Standard* had liquide middelen aan *Deep Rock* verstrekt om de uitkeringen op de pefs te kunnen financieren. Daarnaast overwoog het *Supreme Court* dat het, op basis van de verslaglegging van de duizenden transacties tussen *Deep Rock* en haar aandeelhouder, onmogelijk was om te bepalen hoe *Deep Rock* er voor zou hebben gestaan indien zij wel over een adequate financiering en behoorlijke bestuurders had beschikt. Daarom werd de vordering van *Standard* achtergesteld bij de vorderingen van alle andere crediteuren, en tevens bij die van de preferente aandeelhouders.

#### 8.2.2.2 *Pepper v. Litton* (1939): verruiming van de doctrine

Een op de zelfde leest geschoeide zaak betreft de uitspraak van het *Supreme Court* in de casus *Pepper v. Litton*.<sup>7</sup> De heer *Litton* was de enig aandeelhouder en bestuurder van *Dixie Split Coal Company* (*Dixie Split*). *Pepper* was een crediteur van *Dixie Split* en sprak de vennootschap in rechte aan voor onbetaald gebleven *royalties*. Terwijl deze zaak aanhangig was, diende *Litton* een vordering in bij *Dixie Split* voor onbetaald salaris. Door uitoefening van zijn controle over *Dixie Split* zorgde *Litton* ervoor dat de vennootschap zijn loonvordering in rechte erkende waarna hij beslag kon leggen op al haar activa. *Litton* stuurde echter verder niet aan op betaling van de vordering, maar wachtte rustig de procedure inzake de vordering van *Pepper* af.<sup>8</sup> Nadat de vordering van *Pepper* werd toegewezen, ging *Litton* pas tot executie over. Tijdens de executieveiling kocht *Litton* alle vermogensbestanddelen van *Dixie Split*. Toen *Dixie Split* vervolgens faillierde, diende *Litton* zijn (resterende) vordering voor de onbetaald gebleven salarissen in bij de curator.

5 “From the outset *Deep Rock* was insufficiently capitalized, was topheavy with debt and was in parlous financial condition. [...] So inadequate was *Deep Rock*’s capitalization that, in the period from organization to 1926, the balance due on open account to *Standard* grew more than \$14,800,000.” (*Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939), p. 547).

6 Bij het uitblijven van dividenduitkeringen zouden de preferente aandeelhouders zeggenschapsrechten verwerven. Het *Supreme Court* oordeelt over het dividendbeleid: “Whatever may be the fact as to the legality of such dividends judged by the balance sheets and earnings statements of *Deep Rock*, it is evident they would not have been paid over a long course of years by a company on the precipice of bankruptcy and in dire need of cash working capital.” (*Taylor v. Standard Gas & Electric Co.*, 306 U.S. 307, 59 S.Ct. 543 (1939), p. 323).

7 *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939).

8 In de woorden van het *Court*: “[...] waiting quietly until the outcome of the *Pepper* suit was definitely known.”

Het *Supreme Court* haalde de beslissing inzake *Deep Rock* aan en wees vervolgens op de zorgplichten van aandeelhouders en bestuurders jegens de vennootschap en haar belanghebbenden:

*“A director is a fiduciary. (...) So is a dominant or controlling stockholder. (...) Their powers are powers in trust. (...) Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where any of their contracts or engagements with the corporation is challenged the burden is on the director or stockholder not only to prove the good faith of the transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein. (...) The essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction carries the earmarks of an arm’s length bargain. If it does not, equity will set it aside.”*<sup>9</sup>

Het *Supreme Court* overwoog dat transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders tegen niet markt-conforme voorwaarden aanleiding konden geven tot achterstelling. Het *Court* gaf een aantal voorbeelden van situaties waarin daarvan sprake kon zijn, bijvoorbeeld indien de aandeelhouder van zijn dominante positie gebruik had gemaakt om de vennootschap ‘uit te buiten’. Het *Supreme Court* concludeerde dat *Litton* in casu zijn strategische positie als *insider* had misbruikt ten detrimente van *Pepper*; er was sprake van een frauduleuze constructie die het doel had om aan de betaling van de vordering van *Pepper* te ontkomen. Deze handelwijze kwalificeerde als “*unfair dealing*”, zodat de vordering van *Litton* diende te worden achtergesteld bij alle overige crediteuren.

In een obiter dictum overwoog het *Supreme Court* dat ook een te geringe kapitalisatie aanleiding kon geven tot achterstelling van vorderingen van aandeelhouders:

*“[S]o-called loans or advances by the dominant or controlling stockholder will be subordinated to claims of other creditors and thus treated in effect as capital contributions by the stockholder not only in the foregoing types of situations but also where the paid-in capital is purely nominal, the capital necessary for the scope and magnitude of the operations of the company being furnished by the stockholder as a loan.”*<sup>10</sup>

Volgens de juridische literatuur hield de beslissing inzake *Pepper v. Litton* een aanzienlijke verruiming in van de achterstellingsdoctrine.<sup>11</sup> De overwegingen van het *Supreme Court* zouden suggereren dat voor achterstelling niet vereist is dat

---

9 *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939), p. 306.

10 *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939), p. 309.

11 Zie Dickens 1987, p. 806 en Nozemack 1999, p. 696.

frauduleuze activiteiten, controle over de vennootschap of onderkapitalisatie aanwezig is. Louter het handelen van een *fiduciary* in strijd met zijn fiduciaire plichten ten koste van de vennootschap of haar crediteuren zou voldoende zijn voor achterstelling.<sup>12</sup> Het *Supreme Court* had immers overwogen dat in dergelijke gevallen “*the bankruptcy court will invoke its powers to the end that fraud will not prevail, that substance will not give way to form, that technical considerations will not prevent substantial justice from being done.*”<sup>13</sup>

### 8.2.2.3 Comstock v. Group of Institutional Investors (1948): terug naar de basis

Tien jaar na deze twee belangrijke uitspraken inzake achterstelling, beperkt het *US Supreme Court* de *Deep Rock* doctrine. De casus waarover diende te worden geoordeeld in de *Comstock* zaak betrof een zeer complexe reorganisatie van een spoorwegmaatschappij onder *Chapter 11*.<sup>14</sup> Op deze uitspraak zal nader worden ingegaan in par. 7. Het is hier echter van belang dat het *Supreme Court* in deze uitspraak expliciet overwoog dat het uitoefenen van controle over een (dochter) vennootschap door de wet niet wordt verboden. Het *Supreme Court* benadrukte dat de *Deep Rock* doctrine pas een rol gaat spelen indien een *fiduciary* die controle uitoefent, zichzelf verrijkt ten koste van de vennootschap en haar crediteuren, en overwoog tevens dat zijn uitspraak inzake *Pepper v. Litton* “*was based on the equities of the case – the history of spoliation, mismanagement, and faithless stewardship of the affairs of the subsidiary by Standard to the detriment of the public investors.*”

De kredietverstreckende moedervernootschap in de *Comstock* casus gebruikte haar controle naar het oordeel van het *Supreme Court* te goeder trouw en bevorderde daarmee zelfs de belangen van de vennootschapscrediteuren.<sup>15</sup> Daarom diende haar vordering in de reorganisatie niet te worden achtergesteld. In de juridische literatuur en rechtspraak wordt aan dit oordeel de conclusie verbonden dat voor achterstelling vereist is dat er sprake is van *inequitable conduct* in combinatie met *bad faith*.<sup>16</sup> Het *Supreme Court* kwam overigens niet gemakkelijk tot dit oordeel; van de negen rechters bereikten er vier een andere conclusie. In hun *dissenting opinion* stelden zij dat de *Deep Rock* doctrine niet louter zag op situaties waarin sprake was van *bad faith*; de aan de doctrine ten grondslag liggende beginselen van rechtvaardigheid

---

12 Het *Supreme Court* overweegt immers op p. 310: “[A] sufficient consideration may be simply the violation of rules of fair play and good conscience by the claimant; a breach of the fiduciary standards of conduct which he owes the corporation, its stockholders and creditors.”

13 *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, 60 S. Ct. 238 (1939), p. 305.

14 *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948).

15 De vraag of het handelen van de moedervernootschap daadwerkelijk de belangen van de dochtervennootschap bevorderde, zal in par. 7 aan bod komen.

16 Zie bijvoorbeeld Nozemack 1999, p. 695, Dickens 1987, p. 827 en DeNatale & Abram 1985, p. 428.

(*equity*) zagen naar hun oordeel ook op de algehele rechtvaardigheid van de transacties tussen moeder en dochter vanuit een objectief perspectief.<sup>17</sup>

### 8.3 Vereisten voor achterstelling

#### 8.3.1 Een driedelige achterstellingstoets

In de uitspraak van het *Court of Appeals (5<sup>th</sup> Cir.)* inzake *Mobile Steel* is een driedelige test geformuleerd die inmiddels door alle rechters wordt gehanteerd om te bepalen of achterstelling in een concrete casus dient plaats te vinden.<sup>18</sup> Achterstelling wordt toegepast indien (i) sprake is van ‘*inequitable conduct*’ door de betreffende crediteur/aandeelhouder, (ii) dat heeft geresulteerd in schade voor de overige crediteuren of een ‘*inequitable*’ voordeel voor de betreffende crediteur/aandeelhouder en (iii) de achterstelling niet in strijd is met de *Bankruptcy Code*.<sup>19</sup>

#### 8.3.2 De crux: *inequitable conduct*

In de rechtspraak en literatuur wordt algemeen onderkend dat de toepassing van het tweede en derde deel van de driedelige *Mobile Steel* test weinig problemen geeft. Het aantonen van nadeel voor crediteuren of ongerechtvaardigd voordeel voor de aandeelhouder blijkt doorgaans weinig problematisch. Uit rechtspraak blijkt dat het moet gaan om schade die is toegebracht aan bestaande of toekomstige crediteuren van de vennootschap.<sup>20</sup> Voldoende is dat het *inequitable* gedrag de kansen voor de concurrente crediteuren om hun vorderingen voldaan te krijgen, heeft doen afnemen.<sup>21</sup> Sinds de introductie van § 510 (c) BC wordt het derde vereiste – de achterstelling is niet in strijd met de *Bankruptcy Code* – als overbodig beschouwd. De kern van de *Mobile Steel* test is daarom gelegen in het eerste element:

17 “It is no answer to Comstock’s claim that the District Court found that the transactions giving rise to the MOP claim were carried out in good faith. The equities which form the Deep Rock doctrine relate not alone to matters of bad faith. (...) They are also concerned with the essential fairness and propriety of transactions from an objective standpoint.” (*Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 235-238).

18 *In re Mobile Steel Co.*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977).

19 “[T]hree conditions must be satisfied before exercise of the power of equitable subordination is appropriate. (i) The claimant must have engaged in some type of inequitable conduct. (ii) The misconduct must have resulted in injury to the creditors of the bankrupt or conferred an unfair advantage on the claimant. (iii) Equitable subordination of the claim must not be inconsistent with the provisions of the Bankruptcy Act.” (*In re Mobile Steel Co.*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977), p. 699 e.v.). Deze toets is in 1996 aangehaald door het *US Supreme Court* in *U.S. v. Noland*, 517 U.S. 535, 116 S. Ct. 1524, 134 L. Ed. 2d 748 (1996).

20 *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9<sup>th</sup> Cir. 1958). Zie hierover DeNatale & Abram 1985, p. 417.

21 *Creditor’s Comm. of Trantex Corp. v. Baybank Valley Trust Co.*, 10 B.R. 235. Zie echter voor een recenter voorbeeld van een casus waarin het tweede vereiste van de *Mobile Steel* toets aan de achterstelling in de weg stond wegens een gebrek aan benadeelde crediteuren: *In Re Sunshine Three Real Estate Corp.*, 426 B.R. 6 (Bankr. D. Mass. 2010).

*inequitable* gedrag. “*In the end, the test comes down to inequitable conduct*”, zo concludeert Gevurtz.<sup>22</sup> Het is dan ook dit deel van de test dat verreweg de meeste vragen doet rijzen.<sup>23</sup>

In *Mobile Steel* en latere rechtspraak is bepaald dat *inequitable* gedrag kan bestaan uit (i) onderkapitalisatie, (ii) fraude, wanbeleid of handelen in strijd met een fiduciaire plicht of (iii) het gebruik van de vennootschap als een *mere instrumentality* of *alter ego*.<sup>24</sup> Daarbij zij echter wel opgemerkt dat het *Supreme Court* weliswaar heeft geconstateerd dat veel rechters *inequitable* gedrag vereisen voor achterstelling, maar ruimte heeft gelaten voor de mogelijkheid dat achterstelling op goede gronden plaatsvindt zonder dat *inequitable* gedrag heeft plaatsgevonden.<sup>25</sup> Ook het Amerikaanse *Congres* heeft tijdens de codificatie van § 510 (c) BC aangegeven dat voor achterstelling doorgaans *inequitable* gedrag nodig zal zijn, zonder uitdrukkelijk te overwegen dat het een noodzakelijk vereiste is.<sup>26</sup>

Uit *Mobile Steel* blijkt tevens dat er geen relatie hoeft te zijn tussen het *inequitable* gedrag dat aanleiding vormt voor de achterstelling en de vordering die wordt achtergesteld. Daarnaast staat sinds deze uitspraak vast dat achterstelling zich dient te beperken tot het bedrag dat nodig is om het door het *inequitable* gedrag veroorzaakte nadeel ongedaan te maken. Achterstelling heeft kortom geen punitieve functie.<sup>27</sup>

## 8.4 De aandeelhouder als insider

### 8.4.1 Kwalificatie als insider leidt niet automatisch tot achterstelling

Aanvankelijk had de *Commission on Bankruptcy Laws of the United States* bij de introductie van § 510 (c) voorgesteld om alle vorderingen van *insiders* van de vennootschap zonder meer achter te stellen. Het voorstel bepaalde dat “*any claim,*

22 Gevurtz 2000, p. 148.

23 Zie bijvoorbeeld Nozemack 1999, p. 698.

24 In *Mobile Steel* verwoordde het *Court of Appeals (5th Cir.)* het als volgt: “[T]he alleged misconduct can be divided into three classes. [...] A. Initial Undercapitalization. [...] B. Mismanagement, Breach of Fiduciary Duties, and Abuse of Fiduciary Position [...]. C. Other Allegedly Inequitable Conduct.”

25 *U.S. v. Noland*, 517 U.S. 535, 116 S. Ct. 1524, 134 L. Ed. 2d 748 (1996). Zie tevens *American Jurisprudence*, 2<sup>nd</sup> Ed., § 3397 (update 2010).

26 “The Bill provides [...] that any subordination ordered under this provision must be based on principles of equitable subordination. These principles are defined by case law, and have generally indicated that a claim may normally be subordinated only if its holder is guilty of misconduct.” Zie 1987 U.S.C.C.A. 5787, p. 6542.

27 Dat achterstelling louter ten doel mag hebben het geleden nadeel op te heffen is door het *Court of Appeals (3d Cir.)* bevestigd in *Cohen v. KB Mezzanine Fund II, LP (In re SubMicon Sys. Corp.)*, 432 F.3d 448 (3d. Cir. 2006).



whether secured or unsecured, of any principal officer, director, or affiliate<sup>28</sup> of a debtor, or of any member of the immediate family of such officer, director, or affiliate will be subordinated in payment to all other nonsubordinated but allowable claims.”<sup>29</sup> Het congres vond een dergelijke absolute regel echter te ver gaan en gaf aan dat § 510 (c) diende aan te sluiten bij de bestaande rechtspraak van het *Supreme Court*. Uit het gegeven dat een lening verstrekt is door een aandeelhouder van de vennootschap (of een andere *insider*) volgt dus uitdrukkelijk niet automatisch dat de daaruit voortvloeiende vordering in faillissement dient te worden achtergesteld bij de overige crediteuren. Uitgangspunt is dat het aandeelhouders vrij staat de vennootschap met vreemd vermogen te financieren.

Wilton en Moeller-Sally overwegen treffend: “*The doctrine of equitable subordination, as developed under the Bankruptcy Act, established the general principle that money loaned by corporate insiders is as green as money loaned by non-insiders; absent inequitable conduct, an insider’s claim to recover a loan to a corporation ranks pari passu with claims of non-insider lenders.*”<sup>30</sup> Het *Supreme Court* overwoog in *Comstock*: “*It is not the mere existence of an opportunity to do wrong that brings the [subordination] rule into play; it is the unconscionable use of the opportunity afforded by the domination to advantage itself at the injury of the subsidiary that deprives the wrongdoer of the fruits of his wrong.*”<sup>31</sup> Herzog en Zweibel concluderen: “*Mere control or domination of a corporation is not prescribed by law and is in itself insufficient to justify [...] subordinating claims. The fiction of a separate legal entity will be respected unless to the elements of domination and control are added certain factors which will motivate the bankruptcy court, sitting as a court of equity, to disregard the fiction. These “plus” factors may be fraud, plain and simple, or a history of spoliation, mismanagement and faithless stewardship which is tantamount to fraud; they may be simply the violation of rules of fair play and good conscience which amounts to a breach of the fiduciary standards of conduct owed to the corporation, a use of the powers of an “insider” for personal advantage to the detriment of creditors all of which constitutes a “wrong” which equity will undo or intervene to prevent.*”<sup>32</sup>

#### 8.4.2 Kwalificatie als insider leidt wel tot een extra kritische inspectie

De rechtspraak en juridische literatuur geven er blijk van zich bewust te zijn van de risico’s die transacties tussen aandeelhouders en de vennootschap meebrengen voor de vennootschap en haar crediteuren. Met name controlerende aandeelhouders beschikken over mogelijkheden om door kredietverstrekking crediteuren van de

28 Als *affiliate* kwalificeert ingevolge § 101(2) BC (onder meer) een aandeelhouder die 20 procent of meer van de stemmen kan uitoefenen in de AVA van de vennootschap. Zie ook Long 1993, p. 101.

29 S. 236, 94th Cong. (1975) en zie hierover tevens Wilton & Moeller-Sally 2007, p. 1259.

30 Wilton & Moeller-Sally 2007, p. 1258.

31 *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948).

32 Herzog & Zweibel 1961, p. 112.

vennootschap te benadelen. De kans dat een curator slaagt in de achterstelling van een vordering neemt dan ook aanzienlijk toe indien de desbetreffende crediteur als ‘insider’ kwalificeert. In *Pepper v. Litton* is bepaald dat het gedrag van *insiders/ fiduciaries* aan een strenger onderzoek dient te worden onderworpen dan dat van buitenstaanders.<sup>33</sup> Het gedrag van *insiders* wordt ook inhoudelijk strenger getoetst dan het gedrag van externe kredietverstrekkers. Indien het een *insider* of *fiduciary* betreft, kan minder vergaand wangedrag (*misconduct*) achterstelling rechtvaardigen, dan wanneer het om een buitenstaander gaat.<sup>34</sup>

In *In re Teltronics Servs., Inc.* verwoordde een *New York Bankruptcy Court* het als volgt: “*The primary distinction between subordinating the claims of insiders versus those of non-insiders lies in the severity of misconduct required to be shown, and the degree to which the court will scrutinize the claimant’s actions toward the debtor or its creditors. Where the claimant is a non-insider, egregious conduct must be proven with particularity. It is insufficient [...] merely to establish sharp dealing; rather he must prove that the claimant is guilty of gross misconduct tantamount to “faud, over-reaching or spoliation to the detriment of others.”*”<sup>35</sup>

De kwalificatie van *insider* heeft ook gevolgen voor de verdeling van de bewijslast. De partij die zich beroept op de achterstelling dient feiten aan te voeren waaruit het *inequitable* handelen van de *insider* blijkt. Indien men daarin slaagt, verplaatst de bewijslast zich naar de *insider* die zal moeten aantonen te goeder trouw en in alle eerlijkheid gehandeld te hebben (“*show good faith and fairness*”).

## 8.5 Onderkapitalisatie: een relevante factor bij achterstelling

### 8.5.1 Onderkapitalisatie is relevant bij achterstelling

Zowel in de rechtspraak, als in de juridische literatuur wordt aangegeven dat de eventuele aanwezigheid van onderkapitalisatie (*undercapitalization*) een belangrijke rol speelt bij de beoordeling of achterstelling van vorderingen van aandeelhouders gepast is. Niettemin heeft de jurisprudentie lange tijd in het midden gelaten wat precies dient te worden verstaan onder het begrip onderkapitalisatie en welke gevolgen verbonden zouden moeten worden aan de vaststelling van onderkapitalisatie. Zowel in *Deep Rock* als in *Pepper v. Litton* gaf het *Supreme Court* aan dat de onderkapitalisatie van de vennootschap bijdroeg aan haar oordeel dat de leningen van de betreffende moedervernootschap dienden te worden achtergesteld. In beide

33 *In re Mid-Town Produce Terminal, Inc.*, 599 F.2d 389, (10th Cir.1979), p. 392: “*Because there is incentive and opportunity to take advantage, dominant shareholders and other insiders’ loans in a bankruptcy situation are subject to special scrutiny.*”

34 Zie *In re Bellanca Aircraft Corp.*, 850 F.2d 1275, 7 U.C.C. Rep. Serv. 2d 656 (8<sup>th</sup> Cir. 1988) en *In re N&D Properties, Inc.*, 799 F.2d 726 (11<sup>th</sup> Cir. 1986).

35 *In re Teltronics Servs., Inc.*, 29 Bankr. 139 (Bankr. E.D.N.Y.), p. 169.

zaken was echter tevens sprake van *inequitable* gedrag van de moeder jegens haar dochter. In *Deep Rock* was er sprake van een lange reeks “*abusive*” transacties tussen moeder en dochter en in *Pepper v. Litton* was de vordering van de moeder evident gecreëerd om aan de betaling van een andere vordering te ontkomen. Op basis van deze rechtspraak is het daarom moeilijk te bepalen wanneer sprake is van onderkapitalisatie, en in hoeverre onderkapitalisatie op zichzelf voldoende is om over te gaan tot de achterstelling van aandeelhoudersleningen.<sup>36</sup> In het hiernavolgende zal daarom een drietal arresten worden besproken waarin de rol van onderkapitalisatie bij achterstelling verder vorm heeft gekregen.

### 8.5.2 *Arnold v. Phillips (1941): bestemming middelen doorslaggevend?*

Een van de eerste uitspraken waarin het belang van onderkapitalisatie nader werd uitgewerkt, betrof de uitspraak van het *Court of Appeals (5<sup>th</sup> Cir.)* inzake *Arnold v. Phillips*.<sup>37</sup> Deze zaak zag op het faillissement van een bierbrouwerij die bij oprichting was gefinancierd met 50.000 dollar kapitaal en 70.000 dollar aan leningen, verstrekt door de (nagenoeg) enig aandeelhouder. De eerste twee jaar na oprichting maakte de brouwerij winst en betaalde zij rente over de aandeelhoudersleningen. Daarna begon de brouwerij verlies te lijden en verstrekte haar aandeelhouder aanvullend krediet tegen zekerheden. De curator trachtte in het faillissement de aandeelhoudersleningen achter te stellen en de vestiging van de zekerheidsrechten ongedaan te maken. Het *Court of Appeals* overwoog dat het bij oprichting verstrekte krediet diende te worden aangemerkt als kapitaalstorting. Het *Court of Appeals* achtte daarbij van belang dat de aangewende middelen direct waren aangewend voor de financiering van vaste activa (de brouwerij). Omdat de investering noodzakelijk was om met de onderneming te kunnen aanvangen en een permanent karakter droeg, kwalificeerde deze volgens het *Court* als een de facto kapitaalstorting. Ook het gegeven dat de vennootschap geen zekerheden had gevestigd in verband met de lening, droeg bij aan het oordeel van het *Court of Appeals* dat er in werkelijkheid sprake was van een kapitaalstorting:

*“[The advances] made before the enterprise was launched were [...] really capital. Although the charter provided for no more capital than \$50,000, what it took to build the plant and equip it was a permanent investment, in its nature capital. [...] Arnold saw that he could not proceed with his enterprise unless he enlarged the capital. There can be little doubt that what he contributed to the plant was actually intended to be capital, notwithstanding the charter was not amended and demand notes were taken.”*<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Zie ook Kinney 1981, p. 438.

<sup>37</sup> *Arnold v. Phillips*, 117 F.2d 497, 503 (5<sup>th</sup> Cir. 1941).

<sup>38</sup> *Arnold v. Phillips*, 117 F.2d 497, 503 (5<sup>th</sup> Cir. 1941), p. 501.

De leningen die de aandeelhouder had verstrekt toen de vennootschap twee jaar na oprichting verlies begon te lijden, konden volgens het *Court of Appeals* echter niet worden aangemerkt als kapitaalstortingen. Het overwoog daartoe dat indien de leningen verstrekt waren door een bank, deze in faillissement ook niet achtergesteld zouden worden:

*“The money went to relieve the needs of the business exactly as it would have done if a bank had advanced it. No other creditor was prejudiced or misled. There are no circumstances which discredit the testimony. They were truly loans and not new capital.”*

Bij het door het *Court of Appeals* gemaakte onderscheid tussen enerzijds de leningen verstrekt bij oprichting en anderzijds de kredietverstrekking bij financieel zwaar weer, kunnen naar mijn idee kanttekingen worden geplaatst. De leningen die bij oprichting van de vennootschap waren aangewend om de aanschaf van de brouwerij te financieren, hadden immers ook door een bank kunnen worden verstrekt. Sterker nog, een bank had daarvoor waarschijnlijk zekerheden bedongen zodat in faillissement nog minder voor de ongesecureerde crediteuren had geressteerd. Daarnaast rijst de vraag of de bestemming van het verstrekte vermogen (financiering van vaste activa of werkkapitaal) doorslaggevend zou moeten zijn bij het bepalen of er sprake is van kapitaalstorting of kredietverstrekking.

### 8.5.3 *Costello v. Fazio (1955): onderkapitalisatie of onttrekking?*

Enige tijd na *Arnold v. Phillips* diende het *Court of Appeals (9<sup>th</sup> Cir.)* te oordelen over de casus *Fazio v. Costello*.<sup>39</sup> Deze zaak zag op het faillissement van *Leonard Plumbing and Heating Supply Inc (LPHS)*. In 1948 waren drie vennoten een personenvennootschap aangegaan waarbij zij in totaal bijna 45.000 dollar hadden ingebracht in de vennootschap. Niet lang na het aangaan van de vennootschap besloten de vennoten de onderneming voort te zetten in de vorm van een kapitaalvennootschap. In het kader van de herstructurering onttrokken de drie vennoten nagenoeg hun gehele inbreng in de vennootschap (zij lieten ieder 2000 dollar in de vennootschap). De onttrekking vond plaats doordat de vennootschap schuldbrieven aan de vennoten uitgaf, waarop geen melding werd gemaakt van rente- en aflossingsverplichtingen. De onderneming werd overgenomen door de nieuw opgerichte kapitaalvennootschap LPHS, waarbij de aandeelhouders ieder hun resterende belang van 2000 dollar in de personenvennootschap gebruikten om op de aandelen te storten; de nieuw opgerichte vennootschap had derhalve een kapitaal van 6000 dollar. Daarnaast gingen ook de schulden aan de drie aandeelhouders op de vennootschap over. Toen enige tijd later de vennootschap faillieerde, trachtte de curator de leningen uit hoofde van de schuldbrieven achter te stellen bij de overige

<sup>39</sup> *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958).

schuldeisers. Hij voerde daarvoor aan dat de schulden aan de aandeelhouders de facto onderdeel uitmaakten van het risicodragend kapitaal van de vennootschap.

Maar liefst vier deskundigen verschenen voor de rechtbank om hun licht te laten schijnen op de wijze waarop LPHS gefinancierd was. Daarvan meenden er drie dat de financiering van LPHS bij haar oprichting inadequaat was. De 6000 dollar kapitaal was naar hun idee veel te weinig voor de door LPHS ontplooid ondernemingsactiviteiten. Daarnaast stelden deze deskundigen dat reeds ten tijde van de oprichting van de kapitaalvennootschap er erg weinig hoop kon bestaan op financieel succes, nu de onderneming destijds 2000 dollar verlies per maand maakte. Over de omvang van het werkkapitaal ten tijde van de herstructurering bestond wél verschil van mening. Het *Court of Appeals* overwoog echter dat het begrip onderkapitalisatie niet ziet op het werkkapitaal van de vennootschap, maar op de investering van de aandeelhouders.<sup>40</sup> Vervolgens gaf het *Court* aan dat uit de beschikbare cijfers en de verklaringen van de deskundigen duidelijk bleek dat de vennootschap ernstig was ondergekapitaliseerd. Bovendien hadden de vennoten door de herstructurering 88 procent van het kapitaal aan de onderneming onttrokken.

Het *Court of Appeals* overwoog: “[D]espite this precarious financial condition, [the partners] withdrew \$45,620.78 of the partnership capital – more than eighty-eight per cent of the total capital. The \$6,000 capital left in the business was only one-sixty-fifth of the last annual net sales. [...] The likelihood that business failure would result from such undercapitalization should have been apparent to anyone who knew the company’s financial and business history and who had access to its balance sheet and profit and loss statements. Three expert witnesses confirmed this view, and none expressed a contrary opinion.”<sup>41</sup>

Het *Court of Appeals* oordeelde dat het handelen van de vennoten/aandeelhouders voldoende ‘*inequitable*’ was om tot achterstelling van de vorderingen van de aandeelhouders over te gaan:

“Where, in connection with the incorporation of a partnership, and for their own personal and private benefit, two partners who are to become officers, directors, and controlling stockholders of the corporation, convert the bulk of their capital contributions into loans, taking promissory notes, thereby leaving the partnership and

40 “[W]hen we speak of inadequacy of capital in regard to whether loans to shareholders shall be subordinated to claims of general creditors, we are not referring to working capital. We are referring to the amount of the investment of the shareholders in the corporation. This capital is usually referred to as legal capital, or stated capital in reference to restrictions on the declaration of dividends to stockholders.” (*Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 907).

41 *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 909 e.v.

*succeeding corporation grossly undercapitalized, to the detriment of the corporation and its creditors, should their claims against the estate of the subsequently bankrupted corporation be subordinated to the claims of the general unsecured creditors? The question almost answers itself.”<sup>42</sup>*

Gevurtz heeft erop gewezen dat er in het faillissement van LPHS geen schuldeisers waren waarvan de vordering dateerde van voor de herstructurering.<sup>43</sup> Het *Court of Appeals* overwoog dat dat niet aan de achterstelling in de weg stond, nu het handelen nadelig was voor zowel ten tijde van de herstructurering bestaande, als toekomstige crediteuren.<sup>44</sup> Gevurtz meent daarentegen dat er geen reden was om tot achterstelling over te gaan nu alle schuldeisers ten tijde van hun kredietverstrekking op de hoogte hadden kunnen zijn van de nieuwe kapitaalstructuur van de vennootschap en de daarmee samenhangende risico's.

Een aantal rechters en juridische auteurs verbindt aan de uitspraak inzake *Costello v. Fazio* de conclusie dat onderkapitalisatie op zichzelf voldoende is voor achterstelling. Deze conclusie lijkt echter misplaatst. Tijdens de procedure is expliciet het verweer gevoerd dat voor achterstelling meer nodig is dan louter onderkapitalisatie. Het *Court of Appeals* laat de vraag of deze stelling juist is weliswaar onbeantwoord, maar overweegt dat in de onderhavige casus sprake was van ander *inequitable* handelen dan louter onderkapitalisatie.<sup>45</sup> Het *Court of Appeals* legt de nadruk op de vermogensonttrekking die de herstructurering meebracht. Uit de uitspraak volgt dus niet dat onderkapitalisatie zonder meer tot achterstelling leidt. Wel is en blijft het een belangrijke factor.

#### 8.5.4 Onderkapitalisatie uitgewerkt in *Mobile Steel* (1977)

In haar uitspraak inzake *Mobile Steel* heeft het *Court of Appeals* (5<sup>th</sup> Cir.) een definitie gegeven van het begrip onderkapitalisatie, die daarna door een grote hoeveelheid rechters is overgenomen. Het *Court* stelde daarbij voorop dat absolute ratio's geënt op de balans van de vennootschap niet het juiste middel zijn om onderkapitalisatie vast te stellen, nu de adequatie van het kapitaal mede afhankelijk

42 *Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 909 e.v.

43 Gevurtz 2000, p. 152.

44 “Nor is the fact that the business, after being stripped of necessary capital, was able to survive long enough to have a turnover of creditors a mitigating circumstance. The inequitable conduct of appellees consisted not in acting to the detriment of creditors then known, but in acting to the detriment of present or future creditors, whoever they may be.” (*Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 911).

45 “Appellees argue that more must be shown than mere undercapitalization if the claims are to be subordinated. Much more than mere undercapitalization was shown here. Persons serving in a fiduciary relationship to the corporation actually withdrew capital already committed to the business, in the face of recent adverse financial experience. They stripped the business of eighty-eight per cent of its stated capital at a time when it had a minus working capital and had suffered substantial business losses.” (*Costello v. Fazio*, 256 F.2d 903 (9th Cir. 1958), p. 910).

is van het soort onderneming dat de vennootschap drijft en andere concrete omstandigheden:

*“The concept of undercapitalization has never been rigorously defined. Absolute measures of capital inadequacy, such as the amount of stockholder equity or other figures and ratios drawn from the cold pages of the corporation’s balance sheets and financial statements, are of little utility, for the significance of this data depends in large part upon the nature of the business and other circumstances. Nor is the fact of eventual failure an appropriate test. [...] Instead, we think that for the purposes of determining whether claims against the bankrupt estate held by organizers or shareholders should be subordinated on the ground of undercapitalization, the amount of capitalization that is adequate is what reasonably prudent men with a general background knowledge of the particular type of business and its hazards would determine was reasonable capitalization in the light of any special circumstances which existed at the time of incorporation of the now defunct enterprise. This general definition is helpful because it focuses on the culpability of the organizer-stockholders and pegs the assessment to more specific standards which do not involve open-ended quantitative questions. Foremost among the standards which the general statement suggests are the following: (1) Capitalization is inadequate if, in the opinion of a skilled financial analyst, it would definitely be insufficient to support a business of the size and nature of the bankrupt in light of the circumstances existing at the time the bankrupt was capitalized; (2) Capitalization is inadequate if, at the time when the advances were made, the bankrupt could not have borrowed a similar amount of money from an informed outside source.”<sup>46</sup> (Onderstr. JB)*

Van onderkapitalisatie is volgens het *Court of Appeals (5<sup>th</sup> Cir.)* dus sprake indien (i) naar het oordeel van een financieel deskundige, het kapitaal van de vennootschap absoluut ontoereikend is met oog op de omvang en aard van de onderneming in het licht van de omstandigheden ten tijde van het moment waarop de financiering van de vennootschap werd vormgegeven (doorgaans bij de oprichting). Daarnaast (ii) is sprake van onderkapitalisatie indien ten tijde van de kredietverstrekking door de aandeelhouder de vennootschap een vergelijkbaar bedrag niet tegen vergelijkbare voorwaarden had kunnen lenen van een externe (onafhankelijke) kredietvertreker.<sup>47</sup> Of sprake is van onderkapitalisatie, is naar het oordeel van het *Court of Appeals* dus een vraag naar de objectieve omstandigheden ten tijde van de kredietverstrekking en niet naar de eventuele wetenschap van de betrokken aandeelhouder over de gebrekkige financiering.

<sup>46</sup> *In re Mobile Steel Co.*, 563 F.2d 692 (5th Cir. 1977), p. 702 e.v.

<sup>47</sup> In de casus die aan de uitspraak ten grondslag lag was volgens het *Court* overigens van beide situaties geen sprake.

### 8.5.5 Onderkapitalisatie op zichzelf onvoldoende voor achterstelling

De vaststelling dat de vennootschap ten tijde van haar oprichting of ten tijde van een latere kredietverstrekking ondergekapitaliseerd was, is op zichzelf onvoldoende om tot de achterstelling van vorderingen van aandeelhouders over te gaan. In een bestendige reeks jurisprudentie hebben rechters uitdrukkelijk te kennen gegeven dat voor achterstelling sprake moet zijn van *inequitable* gedrag van de aandeelhouder/crediteur dat uit meer bestaat dan louter onderkapitalisatie van de vennootschap.<sup>48</sup>

Enigszins verwarrend is dat rechters vaak overwegen dat voor achterstelling *inequitable* gedrag vereist is en dat ‘onderkapitalisatie’ een veel voorkomende vorm van dergelijk *inequitable* gedrag is. Anders dan logica doet vermoeden, kan hieruit echter niet de conclusie worden getrokken dat aan de eerste test van *Mobile Steel* – *inequitable* gedrag – is voldaan wanneer onderkapitalisatie is geconstateerd. Naast onderkapitalisatie is enige vorm van *inequitable* gedrag vereist, zo stellen rechters droog, vaak nog geen alinea verder.<sup>49</sup> Kortom: onderkapitalisatie is klaarblijkelijk op zichzelf geen (voldoende) vorm van *inequitable* gedrag om aan het eerst vereiste van de *Mobile Steel* test te voldoen. In deze inconsistentie komt mijns inziens tot uitdrukking hoeveel moeite de Amerikaanse rechtspraak heeft met het vormgeven van een consistente doctrine inzake onderkapitalisatie.

Nu onderkapitalisatie een objectieve, feitelijke kwalificatie betreft, rijst de vraag of achterstelling plaats dient te vinden indien de aandeelhouder ten tijde van oprichting of ten tijde van een latere kredietverstrekking wetenschap had van de onderkapitalisatie. Is deze wetenschap een voldoende bijkomende omstandigheid om aan het eerste vereiste van *Mobile Steel* te voldoen? Op (onder meer) deze vraag zal hierna worden ingegaan.

## 8.6 Kredietverstrekking in het kader van een reddingspoging

### 8.6.1 *Matter of Lifschult Fast Freight*: onderkapitalisatie ten tijde van een reddingspoging?

Het *Court of Appeals* (7<sup>th</sup> Cir.) is in zijn uitspraak inzake *Matter of Lifschult Fast Freight* uitgebreid ingegaan op het dilemma waar aandeelhouders voor staan indien

48 Zie onder meer *Wood v. Richmond*, 536 F.2d 299, 302 (9<sup>th</sup> Cir. 1976), *Rego Crescent Corp. v. Tymon*, 23 B.R. 958, 962-65 (Bankr. E.D.N.Y. 1982).

49 Zie bijvoorbeeld *Lifschult Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7<sup>th</sup> Cir. 1997): “*Mobile Steel* laid out three conditions a bankruptcy court must find to exist before it subordinates a claim. One, [t]he claimant must have engaged in some type of inequitable conduct. [...] the type of conduct that has been considered inequitable generally falls within the following categories: [...] (2) undercapitalization.” Een tiental zinnen later merkt het hof op: “undercapitalization may indicate inequitable conduct, undercapitalization is not in itself inequitable conduct.”



zij een vennootschap in financiële nood willen financieren.<sup>50</sup> In deze zaak trachtte een curator een geseceureerde vordering van een (indirecte) aandeelhouder achter te stellen, op grond van het feit dat deze voortvloeide uit een lening die de aandeelhouder aan de vennootschap had verstrekt toen deze zich in een situatie van onderkapitalisatie bevond. Door gewijzigde marktomstandigheden was de vennootschap in zwaar weer beland, en in plaats van de activiteiten te liquideren, besloten de aandeelhouders leningen aan de vennootschap te verstrekken. Het door de aandeelhouders verstrekte krediet kon het faillissement van de vennootschap echter niet afwenden.

Het *Court of Appeals* wijdde eerst een aantal overwegingen aan het begrip onderkapitalisatie. Volgens het *Court* ontbeerde het concept een duidelijke inhoud:

*“Undercapitalization is a poorly-defined phrase, and especially so in the context of bankruptcy. An undercapitalized firm is one without enough capital; but that tells us little. [...] Under any definition, undercapitalization just means that a company does not have enough funds on its balance sheet or in the till. It is a common token for declining business fortune. Every firm in bankruptcy, and many outside, can in some sense be said to be undercapitalized – which is to say, to have insufficient funds on hand.”*

Het *Court of Appeals* overwoog vervolgens dat onderkapitalisatie niet impliceerde dat de aandeelhouders laakbaar gehandeld hadden. Het *Court* wees erop dat crediteuren in staat moeten worden geacht om de voorwaarden van hun kredietverlening af te stemmen op de kapitalisatie van de vennootschap. Dat een vennootschap was ondergekapitaliseerd, betekende daarom nog niet dat crediteuren daardoor benadeeld waren.

Het *Court* merkte op: *“[T]hat a highly leveraged company exposes creditors to serious risks is no new fact of commerce. Creditors are free to lend elsewhere. If they choose to lend to a company that then loses their investment, they cannot go to the bankruptcy court and cry misconduct.”*

Vervolgens overwoog het *Court of Appeals* dat er ook crediteuren kunnen zijn die niet geacht kunnen worden de voorwaarden van hun kredietverlening op de kapitalisatie van de vennootschap te hebben afgestemd. In de onderhavige casus was volgens het *Court* echter in het geheel geen sprake van benadeling van crediteuren door de kredietverlening. De aandeelhouders hadden de vennootschap vers werkkapitaal verstrekt, zonder dat zij daartoe verplicht waren. Aangezien geen

---

50 Het *Court* vat dit dilemma treffend samen: *“A business is ailing. Revenues are down, profits gone. Rather than let it die, the owners decide to try reviving it. Doing so will require an infusion of new funds. The owners drum up the needed funds but face a choice: which legal form should the owners use, equity or debt?”* *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997).

crediteuren waren misleid ten aanzien van de vorm van die financiering, zag het *Court* geen aanleiding om de lening van de aandeelhouders anders te behandelen dan die van een onafhankelijke derde. Het *Court* meende dat een andersluidend oordeel een te negatieve invloed zou hebben op de bereidheid van aandeelhouders om hun vennootschap te financieren in moeilijke tijden.<sup>51</sup>

Vervolgens ging het *Court of Appeals* in op de vraag hoe onderkapitalisatie precies diende te worden vastgesteld. Volgens het *Court* draaide het daarbij om een tweetal vragen: (1) wat dient te worden gemeten en (2) hoe dient dit te worden gemeten? Op de eerste vraag antwoordde het *Court* dat onderkapitalisatie niet ziet op de omvang van het werkkapitaal van de vennootschap, maar op de omvang van het eigen vermogen van de vennootschap.<sup>52</sup> Het *Court* overwoog dat een vennootschap over voldoende werkkapitaal kan beschikken en toch ondergekapitaliseerd kan zijn. Een tekort aan werkkapitaal kan wél een gevolg of een symptoom zijn van onderkapitalisatie:

*“Often the underlying reason [why a firm is not paying its debts when they come due] will be inadequate equity capital. Whether a shortage of working capital actually does reveal undercapitalization turns on why the firm is in arrears. [...]”*

Een te klein werkkapitaal impliceert niet zonder meer dat de vennootschap is ondergekapitaliseerd. Het *Court* wees op de mogelijkheid dat de vennootschap over voldoende eigen vermogen beschikt, maar dit vermogen ‘vast zit’ in materiële activa. In een dergelijk geval zal het liquiditeitstekort kunnen worden gemitigeerd door het aantrekken van krediet, mogelijk tegen de vestiging van zekerheden op de illiquide activa. Indien een liquiditeitstekort echter niet het hoofd kan worden geboden door bij te lenen, is dat een indicatie dat de vennootschap over te weinig eigen vermogen beschikt en dus ondergekapitaliseerd is, aldus het *Court*.

*“The point is that a shortage of working capital is neither a sufficient nor a necessary condition for undercapitalization. As noted above, a firm could have a surfeit of working capital and still be undercapitalized. And, conversely, if a firm lacks working capital, a court cannot automatically conclude that it is undercapitalized as well.”*

Vervolgens kwam het *Court* toe aan de tweede vraag: *“how much equity capital is enough?”* Het *Court* verwees naar *Mobile Steel* en overwoog dat er sprake was van onderkapitalisatie als de vennootschap het door de aandeelhouders verstrekte bedrag

---

51 *To hold otherwise would discourage those most interested in a corporation from attempting to salvage it through an infusion of capital.”* (Lifschultz *Fast Freight*, *Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997), p. 347).

52 Het *Court* spreekt over *“the excess of total assets over total liabilities”* of *“shareholder equity”*.

niet had kunnen lenen van een onafhankelijke derde. In casu was er een derde geweest die een lening had willen verstrekken, en daarom was de vennootschap in de ogen van het *Court* niet ondergekapitaliseerd. De curator had aangevoerd dat deze externe financier louter bereid was geweest de financiering te verstrekken indien de aandeelhouders zich persoonlijk garant zouden stellen voor het krediet, en dat dit een aanwijzing was dat de externe financier de vennootschap ondergekapitaliseerd achtte. Dit argument kon het *Court* echter niet overtuigen, omdat er ook andere redenen konden bestaan waarom een financier een garantie verlangde. Het *Court of Appeals* concludeerde daarom dat ten tijde van de kredietverstrekking van onderkapitalisatie geen sprake was.

Tot slot overwoog het *Court of Appeals* dat achterstelling in de onderhavige zaak mogelijk toch diende plaats vinden, vanwege het feit dat de salarisvergoedingen aan de aandeelhouders/bestuurders exponentieel toenamen in de periode waarin de vennootschap juist verlies maakte. Dit kon volgens het *Court* kwalificeren als *inequitable* gedrag dat noopte tot achterstelling van de verstrekte leningen, ook al hielden die in directe zin geen verband met de salarisvergoedingen.

*“If an insider did commit such salary-inflating misconduct in this case, the salary inflation could justify equitably subordinating the (unrelated) secured claim of Salson Express. Any misconduct by an insider may be invoked to subordinate a particular claim of that insider, irrespective of whether it was related to the acquisition or assertion of that claim.”*<sup>53</sup>

#### 8.6.2 Geen achterstelling vanwege ‘deepening insolvency’

In een uitspraak inzake *Matter of S.I. Restructuring* heeft ook het *Court of Appeals* (5<sup>th</sup> Cir.) geoordeeld over de kredietverstrekking door aandeelhouders in het kader van een reddingspoging.<sup>54</sup> In deze zaak hadden twee controlerende aandeelhouders leningen verstrekt aan de vennootschap op een moment dat deze zich in financieel zwaar weer bevond. De vennootschap was er niet in geslaagd om financiering te krijgen van een bank. De bank wilde de financiering uitsluitend verstrekken aan de twee aandeelhouders in privé, die de middelen vervolgens op hun beurt doorleenden aan de vennootschap. De aandeelhouders kregen voor de leningen zekerheden op alle activa en toekomstige kastromen van de vennootschap.

Het *Court of Appeals* (5<sup>th</sup> Cir.) oordeelde dat de leningen van de aandeelhouders niet voor achterstelling in aanmerking kwamen. Daartoe overwoog het *Court* dat de leningen de ongesecureerde crediteuren niet hadden benadeeld, nu de geleende middelen direct waren aangewend om ongesecureerde crediteuren te betalen. Het

<sup>53</sup> *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997), p. 354.

<sup>54</sup> *Matter of S.I. Restructuring, Inc.*, 2008 U.S. App. LEXIS 13140 (5th Cir. 2008).

stond de aandeelhouders daarom vrij om het risico van de verstrekte leningen te beperken door de vestiging van zekerheden.

*“Because the loan proceeds were used to pay current unsecured creditors, unsecured creditors as a class, were not harmed when the Wooleys obtained security for the November loan. The general unsecured creditors who were paid from the proceeds of the November loan may have benefitted to the detriment of another group of unsecured creditors, but this does not mean that unsecured creditors were harmed when the [shareholders] obtained security for their loan.”*

In het kader van de kredietverstrekking hadden de aandeelhouders tevens zekerheden gekregen voor een reeds bestaande (latente) vordering op de vennootschap. De aandeelhouders hadden op een eerder moment een garantie afgegeven voor een verplichting van de vennootschap jegens een derde; de nieuwe zekerheden strekten zich ook uit tot de mogelijk uit deze garantie voortvloeiende regresvordering. De vestiging van zekerheden voor reeds eerder verstrekt krediet kan economisch worden gelijkgesteld met een zuivere onttrekking van eigen vermogen. Het *Court of Appeals* overwoog echter dat in het onderhavige geval de garantie door de derde niet was ingeroepen en deze verstrekking van zekerheden daarom geen nadeel had toegebracht aan de ongesecureerde crediteuren. Het *Court* wekte daarbij de indruk van oordeel te zijn dat als de garantie wél zou zijn ingeroepen, en de regresvordering van de aandeelhouders daardoor was ontstaan, de vestiging van de zekerheden benadelend voor de ongesecureerde crediteuren was geweest.

Het *Court of Appeals* ging vervolgens in op het verwijt van de curator dat de aandeelhouders door de kredietverstrekking het de vennootschap mogelijk hadden gemaakt haar activiteiten voort te zetten met een groter tekort voor de ongesecureerde crediteuren als resultaat. Het *Court of Appeals* noemde deze gedachtegang de “*deepening insolvency theory*”.<sup>55</sup> Vervolgens gaf het *Court* aan dat deze theorie door een groot aantal rechters reeds was afgewezen en dat voor zover zij al geneigd zou zijn deze theorie aan te hangen, in de onderhavige zaak onvoldoende was aangevoerd waaruit bleek dat de ongesecureerde crediteuren door voortzetting van de activiteiten daadwerkelijk waren benadeeld.

Met zijn laatste overweging schiep het *Court of Appeals* de nodige verwarring. Daarin gaf het aan dat niet was gebleken dat de vennootschap ten tijde van de kredietverstrekking was ondergekapitaliseerd. Deze overweging is merkwaardig aangezien de kredietverstrekking plaatsvond op een moment dat de vennootschap niet in staat was het krediet aan te trekken van een onafhankelijke derde. Dat is precies de definitie van onderkapitalisatie zoals geformuleerd in *Mobile Steel* en de vele uitspraken daarna.

---

<sup>55</sup> Het *Court* overweegt: “*Deepening insolvency has been defined as prolonging an insolvent corporation’s life through bad debt, causing the dissipation of corporate assets.*” (*Matter of S.I. Restructuring, Inc.*, 2008 U.S. App. LEXIS 13140 (5th Cir. 2008), p. 362).

### 8.7 Kredietverlening in het voordeel van crediteuren?

Een aantal rechters heeft overwogen dat achterstelling niet dient plaats te vinden indien het door de aandeelhouder verstrekte krediet het belang van de vennootschapscrediteuren heeft gediend. Dit lijkt een voor de hand liggend argument tegen achterstelling; door de vennootschap meer vermogen te verschaffen, verleent de aandeelhouder financiële steun die vaak ook het belang van de crediteuren zal bevorderen. Of een bepaald krediet daadwerkelijk in het belang van de crediteuren was, blijkt echter achteraf vaak moeilijk vast te stellen. Exemplarisch voor dit probleem is de eerder genoemde *Comstock*-uitspraak, waarin het *United States Supreme Court* erg verdeeld was over deze kwestie.<sup>56</sup> Een nipte meerderheid van het *Supreme Court* meende dat de kredietverlening van de moedervenootschap in het belang van de dochtervenootschap en haar crediteuren was geweest. Dit oordeel werd echter niet gedeeld door de vier *dissenting justices*. Het is de moeite waard om op dit verschil van mening nader in te gaan.

De *Comstock*-zaak zag op de reorganisatie van een insolvente spoorwegmaatschappij. De onderneming bestond uit een samenstel van vennootschappen waarvan een groot deel gefailleerd was. De hier te bespreken procedure zag op de vordering van het insolvente *Missouri Pacific (MOP)* op haar eveneens insolvente dochtervenootschap *Texas and Mexico Railway Co. (NOTM)*. De grondslag van de vordering betrof een veelheid aan leningen (en daarmee samenhangende renteverplichtingen) die *MOP* aan *NOTM* had verstrekt. Op de aandelen die *MOP* hield in het kapitaal van *NOTM* rustte een pandrecht ten behoeve van een groep obligatiehouders van *MOP*; *Comstock* was één van die obligatiehouders. *MOP* trachtte in de reorganisatie haar vordering op *NOTM* voldaan te krijgen, waardoor haar obligatiehouders hun zekerheidsobject (de aandelen in *NOTM*) in waarde zagen afnemen. *Comstock* en een aantal andere obligatiehouders verzetten zich daarom tegen de vordering van *MOP* op *NOTM*. Zij stelden dat het verstrekte krediet er primair op zag om omvangrijke dividendbetalingen van *NOTM* aan *MOP* mogelijk te maken. De dividenden verhielden zich niet met de slechte financiële conditie van *NOTM* en het feit dat zij grote investeringen diende te doen. Zodoende zou *MOP* haar controle over *NOTM* in haar eigen belang en ten detrimente van *NOTM* en haar schuldeisers hebben uitgeoefend.

Het *US Supreme Court* stelde vast dat de dividenden gefinancierd werden uit vrije reserves en ook anderszins niet in strijd waren met het vennootschapsrecht. Hoewel *NOTM* al enige tijd geen winst meer maakte, waren de in voorgaande jaren behaalde winsten nog steeds voor uitkering vatbaar. Het feit dat de vennootschap ten tijde van de uitkeringen grote investeringen diende te doen in haar activa, deed daaraan niets af. Noch de wet, noch *public policy* vereiste volgens het *Supreme Court* dat dergelijk investeringen werden gefinancierd uit behaalde winsten of dat de vennootschap in een tijd van teruglopende winsten van de uitkering van vrije

<sup>56</sup> *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948).

reserves afzag. Het *Supreme Court* overwoog dat hoewel het aantrekken van leningen ter financiering van dividenden en investeringen op zichzelf dus niet verkeerd is, de *Deep Rock* doctrine niettemin van toepassing kan zijn indien de financiering in strijd met de goede trouw plaatsvindt en het belang van de moeder-vennootschap ten koste van dat van de dochter bevordert. In het onderhavige geval oordeelde het *Supreme Court* dat daarvan geen sprake was. Sterker nog: op basis van de feiten<sup>57</sup> oordeelde het *Supreme Court* dat de kredietverstrekking juist het belang van *NOTM* (en haar crediteuren) had bevorderd.<sup>58</sup>

De *dissenting minority* was echter een andere mening toegedaan. In zijn *dissenting opinion* overwoog *justice* Murphy dat zijns inziens een analyse vereist was van de verschillende transacties tussen *MOP* en *NOTM*. Het *District Court* had vastgesteld dat de door *MOP* verstrekte leningen primair bedoeld waren om verbeteringen aan de activa van *NOTM* en haar dochtermaatschappijen te financieren. Daarom oordeelde dat *Court* dat de kredietverstrekking in het belang van *NOTM* en haar crediteuren was geweest. Uit de analyse van Murphy bleek echter dat iedere keer als *MOP* een lening verstrekte aan *NOTM*, bijna gelijktijdig een dividenduitkering van *NOTM* aan *MOP* plaatsvond. Murphy concludeerde dat *NOTM* over te weinig kasmiddelen beschikte om zowel de noodzakelijke investeringen, als de dividenden te financieren. Indien de dividenden niet zouden zijn uitgekeerd, waren er voldoende middelen geweest om de investeringen te financieren. De conclusie van Murphy luidde dat de door *MOP* verstrekte leningen het oogmerk hadden de dividenduitkeringen aan haar mogelijk te maken.<sup>59</sup> Uit de feiten bleek dat *NOTM* onvoldoende kasstromen had om de dividenden op eigen kracht te financieren. De door *MOP* verstrekte liquiditeiten verholpen dit probleem.

Naast een tekort aan liquiditeiten, liet ook de solvabiliteit van *NOTM* vaak geen uitkering van dividend toe, mede vanwege het feit dat de vennootschap grote verliezen maakte. De voor de uitkering vereiste vrije reserves werden gecreëerd door de grootste dochtermaatschappij van *NOTM*, *Brownsville Inc.*, dividenden te doen uitkeren aan *NOTM*. *Brownsville* beschikte echter nimmer over de financiële

---

57 Deze feiten ontleent het *Supreme Court* aan een andere uitspraak inzake de reorganisatie van de spoorwegmaatschappij: *Reconstruction Finance Corporation v. Denver & Rio Grande Western R. Co.*, 328 U.S. 495.

58 “The criticised transactions are thus not only exonerated of evil or illegal intent but are also established as beneficial rather than injurious to the interests which now challenge them.” (*Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 230).

59 “[T]he record in this case amply demonstrates [...] that the *MOP* advances found by the *District Court* to have been for the payment of *GCL* improvements were in reality advances for the payment of dividends by *NOTM*, dividend which for the most part went to *MOP*.” (*Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 243-243).

middelen om deze dividenden betaalbaar te stellen. Deze bleef zij *NOTM* dan ook schuldig;<sup>60</sup> de dividenden betroffen louter papieren transacties teneinde *NOTM* in staat te stellen dividend uit te keren aan *MOP*.

Murphy overwoog: “*The earned surplus upon which the Court today places great reliance in affirming the District Court’s findings was but a figment of the MOP imagination. The intricate accounting devices evolved by railroad and holding company officials in an attempt to legalize dividend payments unjustified by earnings resulted [...] in the payment of NOTM dividends out of capital, a procedure disguised [...] behind faulty bookkeeping and [...] behind an out-and-out violation of Interstate Commerce Commission accounting regulations. [...] Compelling a subsidiary to pay dividends under these circumstances is the type of mismanagement by a parent which leads to the subordination of the resulting indebtedness.*”<sup>61</sup>

De conclusie van Murphy kwam er in de kern op neer dat de financieringsconstructie in feite een carrousel inhield dat *MOP* in staat stelde vermogen te onttrekken aan haar dochter- en kleindochtervennootschappen, ondanks hun penibele vermogensposities. De vordering uit hoofde van de kredietverlening had daarom moeten worden achtergesteld, aldus de vier *dissenting* rechters.

### 8.8 Herkwalificatie als alternatief voor achterstelling

De doctrine van achterstelling van vorderingen heeft de nodige vragen en onduidelijkheden meegebracht. Dit heeft de Amerikaanse faillissementsrechters er echter niet van weerhouden om de zaken verder te compliceren door de introductie van een nieuw leerstuk: de herkwalificatie van vorderingen (*recharacterization*). Curatoren die trachten een hen onwelgevallige vordering van een aandeelhouder achter in de verificatierij te plaatsen, baseren zich tegenwoordig vaker op *recharacterization* dan op *equitable subordination*. Deze keuze wordt met name ingegeven door het feit dat een aantal rechters voor *recharacterization* geen *inequitable conduct* van de aandeelhouder vereist; volgens deze rechtspraak betreft het een ‘*no-fault*’ leerstuk.<sup>62</sup> Een door een aandeelhouder verstrekte lening wordt geherkwalificeerd omdat deze de facto een kapitaalstorting blijkt te zijn; de aandeelhouder wordt niet gestraft vanwege *inequitable* gedrag, de juridische werkelijkheid wordt louter in overeenstemming gebracht met de economische werkelijkheid, zo is de gedachte. Rechters gaan over tot *recharacterization* als een curator stelt en bewijst dat een lening

60 *NOTM* begon vrij snel met het afschrijven op de dividendvorderingen omdat het duidelijk was dat die nooit aan haar betaald zouden kunnen worden.

61 *Comstock v. Group of Inst. Investors*, 335 U.S. 211 (1948), p. 247.

62 Zie Wilton & Moeller-Sally 2007, p. 1257 en Nozemack 1999.

eigenlijk een kapitaalstorting is. Er is in dat geval simpelweg nimmer een lening verstrekt en daarom ook geen vordering.

Norton merkt hierover op: “*When a bankruptcy court “recharacterizes” debt, it essentially causes such debt (or at least something the parties to the transaction characterized as debt) to be converted into equity. Unlike an equitable subordination analysis, in which courts determine whether a legitimate claim should be subordinated to that of other creditors due to a creditor’s inequitable conduct, a recharacterization analysis involves determining whether a debt actually exists.*”<sup>63</sup>

Helaas blijkt ook hier de praktijk aanzienlijk weerbarstiger dan de theorie. De hamvraag blijft immers *wanneer* een lening *de facto* een kapitaalstorting is. Inmiddels kunnen er tenminste drie verschillende doctrines worden onderscheiden in de Amerikaanse jurisprudentie. Het *Court of Appeals (11<sup>th</sup> Cir.)* hanteert een vrij heldere test waarbij aandeelhoudersleningen worden geherkwalificeerd als kapitaal indien ten tijde van de kredietverstrekking een onafhankelijke derde het krediet niet (tegen vergelijkbare voorwaarden) had willen verstrekken.<sup>64</sup> De *Courts of Appeals* van het derde, vierde, zesde en tiende district hanteren echter veel vager geformuleerde ‘*multi-factor tests*’ die doen denken aan de rechtspraak inzake *veil piercing*. En het *Court of Appeals (9<sup>th</sup> Cir.)* heeft overwogen dat *bankruptcy courts* überhaupt geen bevoegdheid hebben om tot de herkwalificatie van aandeelhoudersvorderingen over te gaan.

Er kan dus moeilijk worden gesproken van een coherente doctrine. Skeel en Krause-Vilmar geven aan dat het verschil tussen achterstelling en herkwalificatie in de praktijk veel kleiner is dan de theorie doet vermoeden. Bij de beantwoording van de vraag of een lening dient te worden geherkwalificeerd als een kapitaalstorting, achten veel rechters het gedrag van de aandeelhouder toch wel degelijk relevant.

Skeel en Krause-Vilmar overwegen: “[T]he line between equitable subordination and recharacterization is not quite so pristine as the cases suggest. Inequitable behavior is not a prerequisite for recharacterization – in theory, the question is simply: was the shareholder’s capital infusion a loan or a contribution to capital? – yet courts’ sense of the propriety of the shareholder’s behavior seems to influence their decision whether to recharacterize.”<sup>65</sup>

---

63 Norton 2004, p. 2.

64 Deze test is gelijk aan de tweede vorm van onderkapitalisatie bij *equitable subordination* zoals geformuleerd in *Mobile Steel*. Opvallend genoeg is voor *equitable subordination* echter meer nodig dan alleen onderkapitalisatie, terwijl herkwalificatie volgens het *Court of Appeals (11<sup>th</sup> Cir.)* wél mogelijk is louter op basis van het gegeven dat de vennootschap was ondergekapitaliseerd.

65 Skeel & Krause-Vilmar 2006, p. 267.



## 8.9 Betalingen op aandeelhoudersleningen voor faillissement

### 8.9.1 Geen onttrekking maar voorkeursbehandeling

Hiervoor is aan bod gekomen hoe Amerikaanse rechters aandeelhoudersleningen beoordelen in het faillissement van de vennootschap. Het is tevens van belang om tot slot te bezien welke normen gelden voor betalingen op dergelijke leningen voorafgaand aan het faillissement. Betalingen op aandeelhoudersleningen kwalificeren slechts zelden als *fraudulent transfers*, aangezien de vennootschap voor de betaling *reasonably equivalent value* krijgt (zie hoofdstuk 6); de betaling leidt immers tot een afname van de schuld van de vennootschap aan de aandeelhouder. Zolang er geen sprake is van een oogmerk om crediteuren te benadelen, zal de aantasting van een betaling op een aandeelhouderslening niet mogelijk zijn op grond van *fraudulent transfer law*.

De Amerikaanse *Bankruptcy Code* biedt de curator in § 547 BC echter een andere grondslag om betalingen aan aandeelhouders aan te tasten. Deze bepaling beoogt transacties ongedaan te maken die weliswaar niet hebben geleid tot een afname van het eigen vermogen van de vennootschap en in die zin niet nadelig zijn voor de gezamenlijke crediteuren, maar die tot gevolg hebben dat een bepaalde crediteur wordt bevoordeeld ten koste van de overige ongesecureerde crediteuren; het gaat hier om een ongeoorloofde voorkeursbehandeling (*unfair preference*).<sup>66</sup>

Het *Court of Appeals (7<sup>th</sup> Cir.)* heeft omtrent de rationele van § 547 overwogen: “*First, the avoidance power promotes the prime bankruptcy policy of equality of distribution among creditors by ensuring that all creditors of the same class will receive the same pro rata share of the debtor’s estate. Second, by providing for the recapture of last-minute payments to creditors, the avoidance power reduces the incentive to rush to dismember a financially unstable debtor.*”<sup>67</sup> In 2012 zette een *Delaware Bankruptcy Court* de notie achter de regeling als volgt uiteen: “*Why is there a preference law? The answer lies in the answer to another question – why is there a bankruptcy law? [...] The basic problem that bankruptcy law is designed to address is that the system of individual creditor remedies, i.e. “first come; first served” may harm creditors as a whole when there are insufficient assets to pay all of them in full. This is a variant of the prisoner’s dilemma or common pool problem. The “first come; first served” rules create an incentive on the part of individual creditors — when they fear that a debtor may be insolvent — to get in line today because, if the creditor doesn’t, it risks getting*

<sup>66</sup> De afname van liquide middelen op de actiefzijde van de balans leidt tot een afname van het vreemd vermogen aan de passiefzijde van het balans. Het totale vermogen (onder de streep) neemt weliswaar af, het eigen vermogen van de vennootschap blijft gelijk. Dit ligt vanzelfsprekend anders als de lening is geherkwalificeerd als kapitaal. In dat geval is de betaling economisch gelijk aan een dividenduitkering en heeft deze een directe vermindering van het eigen vermogen van de vennootschap tot gevolg.

<sup>67</sup> *Matter of Smith*, 966 F.2d 1527 (7th Cir. 1992).

*nothing. Bankruptcy addresses this problem by imposing a compulsory, collective proceeding. [...] Preference law enters the picture because the descent of a company into bankruptcy takes time. This allows the more diligent, individual creditor to opt-out of the compulsory, collective proceeding of bankruptcy by exercising its individual, state law remedies or, at the least, by pressuring a potential debtor to pay the creditor's claim ahead of other claims. Allowing such opt-out behavior may harm creditors as whole [...]. Moreover, it is contrary to the bankruptcy policy of equal treatment for similarly situated creditors and is inequitable.”<sup>68</sup>*

### 8.9.2 Voidable preferences volgens § 547 BC

Ingevolge § 547 BC kan de curator *transfers*<sup>69</sup> van de vennootschap aan een crediteur aantasten die zien op de afbetaling van een ten tijde van de overdracht reeds bestaande schuld van de vennootschap aan de crediteur, indien de vennootschap ten tijde van de *transfer* insolvent was en mits deze *transfer* uiterlijk 90 dagen voor het faillissement plaatsvond.<sup>70</sup> Voor *transfers* aan een *insider* geldt een termijn van tot een jaar voor faillissement. Vereist is dat de betreffende crediteur door de *preference* meer ontving dan hij had ontvangen indien de vennootschap was geliquideerd onder *Chapter 7*. Hieruit volgt bijvoorbeeld dat een betaling op een door zekerheden gedekt krediet niet kwalificeert als *unfair preference*, aangezien daarmee slechts wordt vooruit gelopen op hetgeen zich in faillissement zou voltrekken.<sup>71</sup>

Omdat een vennootschap zich in de periode kort voor faillissement doorgaans in staat van insolventie bevindt, wordt vermoed dat in de 90 dagen voor faillissement aan het insolventie-vereiste is voldaan.<sup>72</sup> Het is aan de crediteur die de vermeende *preference* heeft ontvangen om dit vermoeden te weerleggen. Indien de betaling is geschied aan een *insider*, strekt het vermoeden van insolventie zich ook slechts uit over de 90 dagen voor faillissement. Indien de curator een betaling aan een *insider* wil aantasten die is geschied in de periode tussen 90 dagen en een jaar voor het faillissement, zal hij dus moeten bewijzen dat de vennootschap ten tijde van de betaling insolvent was.

Bij aantasting van een betaling op grond van § 547 BC, is niet relevant of de vennootschap en/of de ontvanger van de betaling het oogmerk hadden om de

68 *Burtch v. Revchem Composites, Inc., f/n/a Revchem Plastics, Inc. (In re Sierra Concrete Design, Inc.)*, Adv. Case No. 10-52667 (CSS) (Bankr. D. Del., 4 januari 2012).

69 Het begrip *transfer* heeft een ruime definitie: ook het vestigen van een nieuw zekerheidsrecht ten behoeve van een reeds bestaande schuld valt daar bijvoorbeeld onder. Het vestigen van een zekerheidsrecht is immers voor de debiteur vermogensneutraal, maar bevoordeelt de crediteur ten behoeve van wie de zekerheid wordt gevestigd ten koste van de overige (ongesecureerde) schuldeisers.

70 Het gaat hier om insolventie ex. § 101(32) BC: daarvan is sprake indien de werkelijke waarde van de activa kleiner is dan het vreemd vermogen. Zie par. 6.7.1.

71 Dit ligt vanzelfsprekend genuanceerder indien de zekerheden niet dekkend waren geweest.

72 § 547 (f) BC.

crediteur te bevoordelen. Zoals het *Court of Appeals (5<sup>th</sup> Cir.)* heeft overwogen, is niet het doel, maar het effect van de betaling doorslaggevend bij de beantwoording van de vraag of een betaling als *unfair preference* kwalificeert.<sup>73</sup>

Indien de vennootschap kortom binnen 90 dagen voor faillissement betalingen verricht op aandeelhoudersleningen, kunnen deze waarschijnlijk worden teruggedraaid door de curator. Indien de betaling tussen de 90 dagen en een jaar voor faillissement is gedaan, kan de curator deze louter aantasten indien de aandeelhouder tevens bestuurder van de vennootschap is of 20 procent van de zeggenschap in de vennootschap heeft (zodat deze kwalificeert als *insider*) en de curator tevens bewijst dat de vennootschap op het moment van de betaling insolvent was.

### 8.9.3 Uitzonderingen

#### 8.9.3.1 Ordinary course of business

De regeling vervat in § 547 BC kent in sub c een aantal uitzonderingen op de mogelijkheid om *preferences* ongedaan te maken. Daaraan ligt de gedachte ten grondslag dat sommige overdrachten tijdens de arbitraire periode van 90 dagen voor faillissement geoorloofd zijn, ook als de vennootschap ten tijde daarvan insolvent was. Het is immers van belang dat een vennootschap in financiële problemen transacties kan blijven verrichten die noodzakelijk zijn voor haar continuïteit. De belangrijkste uitzondering betreft § 547(c)(2) BC, waarin is bepaald dat betalingen niet aantastbaar zijn, “*to the extent that such transfer was in payment of a debt incurred by the debtor in the ordinary course of business or financial affairs of the debtor and the transferee, and such transfer was (a) made in the ordinary course of business or financial affairs of the debtor and the transferee, or (b) made according to ordinary business terms*”. Het is aan de ontvanger van de betaling om te stellen en te bewijzen dat een betaling onder deze (of een andere) uitzondering valt. *Ordinary course of business* wordt aangenomen als een betaling past binnen het patroon van eerdere betalingen van de debiteur aan de schuldeiser, en voortvloeit uit een transactie die tegen marktconforme voorwaarden is geschied.

#### 8.9.3.2 New value

Een tweede belangrijke uitzondering op de aantastbaarheid van *preferences* geldt voor betalingen waarbij “*the debtor and the creditor [intended such transfer] to be a contemporaneous exchange for new value given to the debtor and in fact [was] a substantially contemporaneous exchange.*”<sup>74</sup> Bij een beroep op deze uitzondering zal de crediteur moeten stellen en bewijzen dat hij na ontvangst van de als *preference* aangemerkte betaling *new value* heeft verstrekt aan de debiteur (door-

<sup>73</sup> *Matter of T.B. Westex Foods, Inc.*, 950 F.2d 1187, (5th Cir. 1992).

<sup>74</sup> § 847 (c)(1) BC.

gaans een ongesecureerd krediet), en de debiteur de tegenprestatie voor deze *new value* op het moment van faillissement niet volledig heeft voldaan.<sup>75</sup> Kort gezegd, indien de ontvanger van de *preference* daarna tegen redelijke voorwaarden nieuw krediet verstrekt aan de debiteur, zal de betaling doorgaans niet aantastbaar zijn op grond van § 847 BC.<sup>76</sup>

### 8.10 Conclusie

De mogelijkheden voor curatoren om vorderingen van aandeelhouders (en andere *insiders*) achter te stellen bij de vorderingen van de overige crediteuren zijn ruim geformuleerd, zodat vooral in de jurisprudentie concrete invulling aan het leerstuk *equitable subordination* is gegeven. Daarbij valt op dat verschillende rechters voor achterstelling verschillende criteria lijken te hanteren; sommige uitspraken zijn zelfs simpelweg tegenstrijdig. Helder is in ieder geval dat achterstelling niet plaatsvindt louter omdat een aandeelhouder een lening aan de vennootschap heeft verstrekt; ook niet indien het een meerderheidsaandeelhouder betreft die een grote mate van invloed over de vennootschap uitoefent. Voor achterstelling is vereist dat het gedrag van de aandeelhouder als ‘*inequitable*’ gekwalificeerd kan worden. In veel zaken waarin tot achterstelling wordt overgegaan, speelt onderkapitalisatie een rol. Hoewel het een diffuus begrip blijft, bestaat in de rechtspraak inmiddels een redelijke consensus over de vraag wanneer van onderkapitalisatie kan worden gesproken. Van onderkapitalisatie is sprake indien naar het oordeel van een financieel deskundige het eigen vermogen van de vennootschap absoluut ontoereikend is met oog op de omvang en aard van de onderneming in het licht van de omstandigheden ten tijde van het moment waarop de financiering van de vennootschap werd vormgegeven (doorgaans bij de oprichting). Daarnaast is sprake van onderkapitalisatie indien ten tijde van de kredietverstrekking door de aandeelhouder de vennootschap een vergelijkbaar bedrag niet tegen vergelijkbare voorwaarden had kunnen lenen van een externe (onafhankelijke) kredietvertrekker. De vaststelling van onderkapitalisatie is op zichzelf onvoldoende om tot achterstelling over te gaan; daarvoor is bijkomend *inequitable* gedrag nodig. Dit bijkomende *inequitable* gedrag heeft niet zelden de vorm van vermogensonttrekkingen of anderszins voor de vennootschap nadelige transacties op een moment dat de financiële positie van de vennootschap noopte tot voorzichtigheid.

---

75 § 847 (a) BC definieert *new value* als volgt: “*money or money’s worth in goods, services or new credit, or release by a transferee of property previously transferred to such transferee in a transaction that is neither void or voidable by the debtor or the trustee under any applicable law, including proceeds of such property, but does not include an obligation substituted for an existing obligation.*”

76 Zie over de rationale achter beide uitzonderingen *Burtch v. Revchem Composites, Inc., f/n/a Revchem Plastics, Inc. (In re Sierra Concrete Design, Inc.)*, Adv. Case No. 10-52667 (CSS) (Bankr. D. Del., 4 januari 2012).