



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 19

FINANCIERING & INDIRECTE DOORBRAAK

19.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat de vraag centraal onder welke omstandigheden aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de financiering van de BV aansprakelijk kunnen zijn voor de schulden van de vennootschap, of gehouden kunnen zijn tot restitutie van aan de vennootschap onttrokken vermogen, onder de noemer van ‘indirecte doorbraak van aansprakelijkheid’. Aangezien de doorbraak-jurisprudentie zeer casuïstisch is en over de verschillende aspecten daarvan reeds talloze publicaties zijn verschenen, vindt hierna geen uitputtende bespreking plaats van alle situaties die aanleiding kunnen geven tot een doorbraak.¹ Na een aantal inleidende opmerkingen wordt ingegaan op de vragen die voor het onderhavige onderzoek van belang zijn: welke rol speelt onderkapitalisatie bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders, in het bijzonder als de aandeelhouder vermogen aan de vennootschap onttrekt, optreedt als financier in het kader van een reddingsoperatie of een vennootschap opricht/een nieuwe financiële structuur in het leven roept? Vervolgens zal worden gezien op welke manier het Nederlandse recht daarbij rekening houdt met de positie van de verschillende crediteuren. Tot slot wordt in het licht van al het voorgaande besproken welke rol het leerstuk van de onrechtmatige daad kan spelen bij de normering van *leveraged buyouts*.

19.2 Doorbraak en indirecte doorbraak

19.2.1 Door rechtspersonen heen kijken

In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid aandeelhouders in staat stelt risico's te externaliseren naar de crediteuren van de vennootschap. De risico's voor crediteuren die inherent zijn aan art. 2:175 lid 1 BW worden in Nederland ten dele gemitigeerd door de in de voorgaande hoofdstukken in Nederland ten dele gemitigeerd door de in de voorgaande hoofdstukken besproken wettelijke regels inzake het kapitaal van de vennootschap en uitkeringen

¹ Men zij bijvoorbeeld verwezen naar *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II** 2009, nr. 834-845, Bartman/Dorresteyn 2009, hoofdstuk VIII, Lennarts 1999, Van Dongen 1995 en Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993.

aan haar aandeelhouders, de aansprakelijkheid van bestuurders en tevens door het leerstuk van de faillissementspauliana. Daarnaast is sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw in de rechtspraak van de Hoge Raad, onder de noemer ‘doorbraak van aansprakelijkheid’, een leerstuk tot wasdom gekomen op grond waarvan aandeelhouders onder bepaalde omstandigheden direct door de crediteuren van de vennootschap kunnen worden aangesproken.² Aan de wieg van deze ontwikkeling stonden de in 1977 verschenen preadviezen van Raaijmakers en Roelvink, waarin werd betoogd dat het onder omstandigheden gerechtvaardigd kon zijn “door rechtspersonen heen te kijken”, bijvoorbeeld als sprake is van onderkapitalisatie, overheersende bestuursinmenging, vermogensverstrengeling of verwaarlozing van vennootschappelijke normen.³ Net als de Amerikaanse rechtseconomische literatuur die in die tijd verscheen,⁴ gaven de preadviezen blijk van de opvatting dat het bij doorbraak van aansprakelijkheid in de kern gaat om een verdeling van risico’s.

Zo overwoog Raaijmakers: “Daar waar recht wordt geconfronteerd met min of meer complexe organisaties van waaruit maatschappelijke activiteiten worden ondernomen, gedragen door een samenwerkingsverband van mensen, daar rijst de vraag naar de verdeling van risico’s tussen de betrokkenen. Waar het betreft ondernemingsactiviteiten, welke enerzijds maatschappelijk wenselijk, anderzijds uit hun aard zelve risicodragend zijn (immers steeds een ‘avontuur’) en daardoor steeds voor alle betrokkenen een bepaalde graad van ongewisheid met zich mee brengen, daar moet het recht antwoord geven op de vraag naar een optimaal rechtvaardige risicoverdeling”.⁵ (Onderstr. JB)

19.2.2 Doorbraak door vereenzelviging

De Hoge Raad is slechts in zeer uitzonderlijke gevallen bereid gebleken om daadwerkelijk, dat wil zeggen met voorbijgaan aan, en terzijdestelling van de rechtspersoonlijkheid, door rechtspersonen heen te kijken.⁶ Voor vereenzelviging moet onmiskenbaar sprake zijn van misbruik van de rechtspersoonlijkheid met het oogmerk om verhaal van schuldeisers onmogelijk te maken en daarnaast moet de schade rechtvaardigen dat de vordering volledig kan worden verhaald op de

2 Zie daarover de inleiding van het themanummer van het *WPNR* over doorbraak: “Aanvaard lijkt [...] de gedachte dat doorbraak van aansprakelijkheid, in welke vorm dan ook, op zichzelf genomen met het begrip rechtspersoon verenigbaar is. Inderdaad kan men daartegen weinig bezwaar maken wanneer men bedenkt dat de rechtspersoon als rechtssubject weliswaar tot op zekere hoogte met de natuurlijke persoon kan worden gelijkgesteld maar toch per saldo een rond de mens als rechtssubject gebouwde constructie is in een rond de mens als rechtssubject gebouwde stelsel.” (*WPNR* 1981/5575, p. 545).

3 Raaijmakers 1977 en Roelvink 1977.

4 Zie hoofdstuk 3.

5 Raaijmakers 1977, p. 27.

6 HR 9 juni 1995, *NJ* 1996, 213 (*Krijger/Citco*).

achterliggende partij.⁷ Ook als een aandeelhouder de door de vennootschap gedreven onderneming overhevelt naar een nieuw opgerichte vennootschap, terwijl de achterblijvende vennootschap niet in staat is om (al) haar schuldeisers te voldoen, is volgens de Hoge Raad vereenzelviging nog niet gerechtvaardigd.⁸ Aan de terughoudendheid van de Hoge Raad om directe doorbraak te aanvaarden liggen dezelfde argumenten ten grondslag als die op basis waarvan het Duitse *Bundesgerichtshof* in 2007 besloot de *Durchgriffshaftung* in te ruilen voor een aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van *unerlaubte Handlung*:⁹ aandeelhouders die misbruik maken van de beperkte aansprakelijkheid moeten slechts kunnen worden aangesproken voor de daardoor veroorzaakte schade; een aansprakelijkheid voor alle verplichtingen van de vennootschap zal, meestal ten onrechte, verder gaan dan dat.¹⁰

19.2.3 Indirecte doorbraak door aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad

Naast de directe doorbraak is in de rechtspraak van de Hoge Raad een leer van *indirecte* doorbraak van aansprakelijkheid ontwikkeld. Bij een indirecte doorbraak wordt het handelen of nalaten van een aandeelhouder gekwalificeerd als een onrechtmatige daad jegens één of meer crediteuren van de vennootschap. Met de term ‘indirecte doorbraak’ wordt tot uitdrukking gebracht dat de aandeelhouder ondanks het in art. 2:64/175 BW vervatte (voor)recht van de beperkte aansprakelijkheid tóch aansprakelijk is jegens de crediteuren van de vennootschap, zij het dat de aansprakelijkheid niet volgt uit een directe terzijdestelling van rechtspersoonlijkheid, maar haar grondslag vindt in art. 6:162 BW. Bij een nadere beschouwing van de betreffende jurisprudentie valt op dat het gaat om zeer uiteenlopende gevallen waarin slechts zelden een aansprakelijkheid is aangenomen van een aandeelhouder voor *alle* verplichtingen van de vennootschap.

Een nadeel van het veelvuldige gebruik van de term ‘indirecte doorbraak’ is dat ten onrechte het beeld kan ontstaan dat de verschillende uitspraken op eenzelfde

7 Zie HR 9 juni 1995, *NJ* 1996, 213 (*Krijger/Citco*) en Rb. Zwolle 24 juli 2002, *NJ* 2002, 593 (*Zevenster*).

8 HR 3 november 1995, *NJ* 1996, 215 (*Roco/Staat*). Net als in Duitsland, is in dat geval wél aansprakelijkheid mogelijk op grond van onrechtmatige daad, als de nieuwe vennootschap geen reële prijs heeft betaald voor de door haar overgenomen onderneming. Zie par. 13.3.7, waarin besproken is dat ook het Duitse *Bundesgerichtshof* geoordeeld heeft dat een dergelijke GmbH-*Stafette* niet tot vereenzelviging leidt, maar aanleiding kan geven tot aansprakelijkheid op grond van *unerlaubte Handlung*.

9 Zie par. 13.2.3.

10 Bartman heeft deze gedachtegang bekritiseerd, nu zijns inziens ook bij een volledig wegdenken van het identiteitsverschil de rechter alsnog kan overgaan tot matiging van de aansprakelijkheid op voet van het bepaalde in art. 6:109 BW (Bartman 2000, p. 797).

leest zijn geschoeid. Dit brengt het risico mee dat nieuwe casusposities in de eerder geformuleerde kaders worden geforceerd.¹¹ De Nederlandse indirecte-doorbraak-rechtspraak is echter, net als in de Verenigde Staten en Duitsland, buitengewoon casuïstisch van aard.¹² Het gaat altijd om vrij specifieke feitencomplexen. De overwegingen van de Hoge Raad zijn dan ook vaak toegespitst op de concrete omstandigheden van het voorliggende geval, zonder dat daarbij (te) algemene regels worden geformuleerd. Net als in de VS,¹³ geeft het hoogste rechtscollege niet zelden een ‘ongewogen waslijst’ van feiten en andere factoren die aan zijn oordeel ten grondslag liggen, zonder dat duidelijk is welke factoren van doorslaggevend belang zijn. Hoewel deze contextuele benadering de nodige onzekerheid laat over de aansprakelijkheidsrisico’s van aandeelhouders, wordt zij in de juridische literatuur hoofdzakelijk toegejuicht, nu daardoor recht kan worden gedaan aan alle relevante omstandigheden van het concrete geval.¹⁴

19.2.4 Indirecte doorbraak vs. veil piercing en existenzvernichtender Eingriff

Vergelijkt men de Nederlandse benadering van aansprakelijkheid van aandeelhouders met die van de Amerikanen en de Duitsers, dan valt op dat men de problematiek enigszins anders benadert. In de Amerikaanse literatuur komt de aansprakelijkheid van aandeelhouders doorgaans direct aan bod nadat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid is behandeld.¹⁵ De aansprakelijkheid van aandeelhouders, onder de noemer *veil piercing*, wordt dogmatisch beschouwd als het spiegelbeeld van de beperkte aansprakelijkheid; de vraag onder welke omstandigheden aandeelhouders aansprakelijk zijn jegens de crediteuren van de vennootschap wordt gezien als een vraag naar de grenzen van de beperkte aansprakelijkheid (*the limits of limited liability*), en wordt daarom beantwoord in het licht van het doel en de effectiviteit daarvan.¹⁶ Ook in de Duitse literatuur wordt de aansprakelijkheid van aandeelhouders in de regel besproken bij § 13 GmbHG, waarin is bepaald dat de aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor de schulden van de GmbH.¹⁷ In Nederland wordt het leerstuk van de indirecte doorbraak van aansprakelijkheid

11 Mijns inziens heeft dit risico zich bijvoorbeeld verwezenlijkt in de conclusie bij het in par. 19.8.5 te bespreken *Comsys*-arrest.

12 Zie hoofdstuk 7 inzake *veil piercing* en hoofdstuk 13 inzake *existenzvernichtenden Eingriffs*.

13 Zie par. 7.3.

14 Zie bijvoorbeeld overweging 3.1 van A-G Timmerman in zijn conclusie bij HR 12 september 2008, *JOR* 2008/297 (*Coutts*). In zijn preadvies van 1977 concludeerde Roelvink al dat geen eenduidig antwoord mogelijk is op de vraag wanneer door rechtspersonen heen mag worden gekeken. Hij wees daarom een te schematische benadering van de hand in een poging om “tussen Scylla (ordelose casuïstiek) en Charybdis (te ongenueanceerde formules) door te zeilen.” (Roelvink 1977, p. 177).

15 Zie bijvoorbeeld hoofdstuk 4 van Bainbridge 2009.

16 Zie Millon 2007.

17 Daar is geen verandering in gekomen sinds het *Bundesgerichtshof* in 2007 oordeelde dat de aansprakelijkheid van aandeelhouders niet langer plaatsvindt door een directe *Durchgriffshaftung*, maar voortaan gegrond is op de onrechtmatige daad.

voor een belangrijk deel beschouwd als een onderdeel van concernproblematiek; zo wordt in *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009* de rechtspraak inzake de aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van onrechtmatige daad bijvoorbeeld besproken in het hoofdstuk “concernverhoudingen”, terwijl aandeelhouders ook buiten groepsverhoudingen aansprakelijk kunnen zijn jegens de crediteuren.¹⁸ Anderen lijken de aansprakelijkheid van aandeelhouders vooral te zien als een bijzondere categorie van bestuurdersaansprakelijkheid. Illustratief in dit verband is dat in *Van Schilfgaarde/Winter 2009* de (indirecte) doorbraak van aansprakelijkheid wordt besproken in het hoofdstuk “het bestuur”. Aandeelhouders kunnen echter ook aansprakelijk zijn uitsluitend vanwege hun handelen als aandeelhouder, zonder dat een tot het bestuur gerichte norm is geschonden.

Ondanks deze verschillen in benadering valt op dat in alle onderzochte landen de aansprakelijkheid van aandeelhouders aanleiding geeft tot dezelfde vragen, en dat deze vragen niet zelden van vergelijkbare antwoorden worden voorzien. Aansprakelijkheid van aandeelhouders, op grond van *veil piercing*, *existenzvernichtender Eingriff* of (indirecte) doorbraak, wordt geacht gerechtvaardigd te zijn als de aandeelhouders vanwege hun betrokkenheid bij de vennootschap crediteuren hebben blootgesteld aan onredelijke risico's.

19.3 Twee categorieën van indirecte doorbraak

Ondanks het casuïstische karakter van de indirecte-doorbraak-rechtspraak, kan daarin enige ordening worden aangebracht. In de juridische literatuur wordt over het algemeen onderscheid gemaakt tussen twee (hoofd)categorieën van indirecte doorbraak: enerzijds de gevallen waarin een aandeelhouder toestaat dat een vennootschap die afkoerst op faillissement nieuwe verplichtingen blijft aangaan en de schijn van kredietwaardigheid ophoudt, en anderzijds die waarin een aandeelhouder ten onrechte vermogen aan de vennootschap onttrekt.¹⁹

18 Zie ook de proefschriften van Lennarts 1999 (“Concernaansprakelijkheid”) en Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993 (“Aansprakelijkheid in concernverhoudingen”).

19 *Asser/Maeijer 2-III* 2000, nr. 621 gebruikt voor de eerste categorie de aanduiding “schijn van kredietwaardigheid”. Mijns inziens is het zuiverder om de daaronder geschaarde rechtspraak aan te duiden als “voortzetting van verlieslatende activiteiten”. *Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe-Weme 2-II** 2009, nr. 841 e.v. maakt ten aanzien van de tweede categorie onderscheid tussen onttrekkingen door de moeder als crediteur en onttrekkingen in haar hoedanigheid van aandeelhouder, en voegen daarnaast een restcategorie toe. Lennarts onderscheidt in haar proefschrift een derde categorie, genaamd de “bodemloze put” (Lennarts 1999, hoofdstuk 4).

19.3.1 Schijn van kredietwaardigheid

19.3.1.1 Voortzetting van verlieslatende activiteiten

Van de eerste categorie is – kort gezegd – sprake als een aandeelhouder een bepaalde mate van inzicht en feitelijke zeggenschap over het beleid van de vennootschap heeft en wist of behoorde te voorzien dat (nieuwe) schuldeisers zouden worden benadeeld door gebrek aan verhaal en niettemin nalaat zorg te dragen dat die schuldeisers worden voldaan. Zo bleek uit het *Albada Jelgersma*-arrest dat een moedervenootschap aansprakelijk kan zijn jegens een crediteur van haar gefailleerde dochtervenootschap, indien zij zich intensief bemoeit met het beleid van de dochter en nalaat maatregelen te nemen als zij weet of behoort te voorzien dat de crediteuren van de dochter zullen worden benadeeld wanneer de dochter voortgaat met het aangaan van nieuwe verplichtingen.²⁰ Uit het *Sobi/Hurks*-arrest bleek vervolgens dat intensieve beleidsbemoeienis geen prealabele voorwaarde is voor aansprakelijkheid: een moedervenootschap handelt tevens onrechtmatig als zij aan het genoemde subjectieve vereiste voldoet terwijl intensieve bemoeienis met het beleid van de dochter ontbreekt, maar de moeder vanwege de wijze waarop het concern en haar financiering zijn vormgegeven over de feitelijke macht beschikt om te voorkomen dat er nieuwe crediteuren bijkomen en contractspartijen onder bestaande duurovereenkomsten prestaties blijven leveren.²¹ In veel concerns impliceert deze norm dat de moedervenootschap actief toezicht op haar dochters moet uitoefenen en, zo nodig, op een gegeven moment moet ingrijpen om (te grote) schade voor schuldeisers van de dochter te voorkomen.²² In de juridische literatuur wordt de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege het aangaan van nieuwe verplichtingen door een verlieslatende vennootschap beschouwd als een ‘quasi-bestuurdersaansprakelijkheid’, nu deze in feite inhoudt dat de *Beklamel*-norm wordt toegepast op bepaalde, nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouders.²³

19.3.1.2 Peildatum problematiek

Omdat bij een voortzetting van verlieslatende activiteiten sprake is “van een keten van gebeurtenissen, die bij de betrokkenen het inzicht [...] doen groeien dat hun

20 HR 19 februari 1988, *NJ* 1988, 487 (*Albada Jelgersma*).

21 HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96, *JOR* 2002/38 (*Sobi/Hurks*). Ook uit het arrest van het hof Leeuwarden inzake *KHE Group* blijkt dat een nauwe financiële verwevenheid, die bijvoorbeeld voortvloeit uit een *cashpool*, kan leiden tot een zorgplicht van de concerntop jegens de schuldeisers – in dit geval de werknemers – van een in financiële problemen verkerende dochtervenootschap. Zie Hof Leeuwarden 6 december 2011, *JOR* 2012/39 (*KHE Group/FNV*).

22 Lennarts 2010, p. 189.

23 Zie bijvoorbeeld Lennarts 1999, p. 185-186 en Wassenaar 2007, p. 175. HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286 (*Beklamel*).

handelwijze niet (langer) geoorloofd is”, moet een peilmoment worden vastgesteld waarop de zorgplicht van de aandeelhouder jegens de vennootschapscrediteuren wordt geactiveerd.²⁴ De aandeelhouder handelt onrechtmatig jegens de (contractuele) crediteuren waarvan de vordering dateert van na de peildatum; van een generieke schuldeisersbenadeling die leidt tot een ‘doorbraak’ is daarom geen sprake. In het *Sobi/Hurks*-arrest heeft de Hoge Raad overwogen dat de vaststelling van de peildatum naar zijn aard een arbitrair karakter heeft en dat daarom een datum moet worden gekozen ten gunste van de aangesproken aandeelhouder.

Onduidelijk is of voortzetting van verlieslatende activiteiten ook onrechtmatig kan zijn jegens de *gezamenlijke* crediteuren van de vennootschap, als daardoor de omvang van de schuldenlast is toegenomen (men spreekt van ‘vermeerdering van het passief’). Een aantal juridische auteurs beantwoordt deze vraag bevestigend en meent daarom dat de curator bevoegd is om ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren een vordering in te stellen tot vergoeding van dit specifieke nadeel, dat zou bestaan uit het verschil tussen de uitkering die de gezamenlijke schuldeisers in faillissement zouden hebben ontvangen zonder de ‘nieuwe’ schulden en de uitkering die zij krijgen met de ‘nieuwe’ schulden.²⁵ Deze kwestie, waarover in de rechtspraak en de literatuur geen consensus bestaat,²⁶ zal in het hiernavolgende buiten beschouwing worden gelaten.

19.3.2 Ongeoorloofde vermogensonttrekkingen

De tweede categorie gevallen van indirecte doorbraak betreft die waarin de aandeelhouder zich een ongerechtvaardigde voorsprong verschaft ten aanzien van de overige crediteuren, ook wel door Timmerman de categorie van de ongeoorloofde vermogensonttrekkingen genoemd.²⁷ In deze gevallen onttrekt de aandeelhouder – in zijn hoedanigheid van aandeelhouder of crediteur – vermogen aan de vennootschap, terwijl hij op dat moment ernstig rekening moet houden met de mogelijkheid van een tekort. In de paragrafen 19.5 en 19.6 zal nader worden ingegaan op deze aansprakelijkheid.

Een ongeoorloofde vermogensonttrekking veroorzaakt een andersoortige benadeling dan een ongeoorloofde voortzetting van verlieslatende activiteiten. Onttrekkingen leiden niet tot de benadeling van een specifieke groep crediteuren waarvan de vorderingen na een zeker peilmoment zijn ontstaan, maar tot benadeling van de

24 HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96, *JOR* 2002/38 (*Sobi/Hurks*).

25 Zie Verstijlen 2001, p. 85, onder verwijzing naar Rechtbank Utrecht 15 september 1999, *NJkort* 1999, 85 (*Meijer q.q./Kakisina*), Van Hooff 2006, p. 70 en Janssen & Boeve 2009, p. 120. Anders: Van Schilfgaarde in zijn noot onder HR 16 september 2005, *NJ* 2005, 311 (*De Bont/Bannenberq.q.*) en Spinath in zijn noot onder Rb. Rotterdam 25 januari 2012, *JOR* 2012/167 (*Watt*).

26 Dit is ook geconstateerd in de toelichting bij het (inmiddels geparkeerde) *Voorontwerp Insolventiewet* 2008, p. 59. Zie ook Vroom & Kerstens 2013, p. 166-168.

27 Timmerman 1990, p. 17.

gezamenlijke – oude en nieuwe – crediteuren van de vennootschap. Bij ongeoorloofde onttrekkingen gaat het om handelingen met doorgaans een paulianeus karakter die resulteren in een vermindering van het verhaalsvermogen van de vennootschap. Hieruit volgt dat een curator wel tegen een aandeelhouder kan ageren in het geval van een ongeoorloofde vermogensonttrekking, maar dat hij deze mogelijkheid niet heeft als hij de aandeelhouder het verwijt maakt de verlieslatende activiteiten te hebben voortgezet.²⁸ In het eerstgenoemde geval maakt de curator gebruik van de bevoegdheid om een vordering uit onrechtmatige daad in te stellen tegen een derde – in dit geval de aandeelhouder – die betrokken was bij een benadeling van de gezamenlijke schuldeisers.²⁹ In de rechtspraak van de Hoge Raad is uitgemaakt dat de curator een zogenoemde *Peeters/Gatzen*-vordering uitsluitend kan instellen als de derde een norm heeft geschonden die de verhaalsbelangen van de – als eenheid gedachte – gezamenlijke schuldeisers beoogt te beschermen.

19.4 De betekenis van onderkapitalisatie bij indirecte doorbraak

19.4.1 Onderkapitalisatie onvoldoende voor aansprakelijkheid van aandeelhouders

Opvallend bij het voorgaande is dat, anders dan in de Verenigde Staten, het begrip ‘onderkapitalisatie’ nauwelijks een rol speelt in de Nederlandse rechtspraak inzake doorbraak van aansprakelijkheid. Men komt de term in de (civiele) rechtspraak vrijwel nooit tegen.³⁰ In de *Osby*-procedure – de zaak waarin de Hoge Raad de eerste aanzet heeft gegeven tot het leerstuk van indirecte doorbraak – had het hof nog wél geoordeeld dat sprake was van onderkapitalisatie.³¹ In het arrest van de Hoge Raad werd echter niet meer van de vermeende onderkapitalisatie gerept.

In de beperkte hoeveelheid literatuur die over het onderwerp is verschenen, wordt over het algemeen het standpunt gehuldigd dat onderkapitalisatie op zichzelf, zonder bijkomende omstandigheden, niet voldoende is voor aansprakelijkheid van

28 Zie ook *Wessels Insolventierecht IV*, 3e druk, 2010, nr. 4191-4193.

29 In de juridische literatuur is stevig gedebatteerd over deze *Peeters/Gatzen*-vordering, onder meer over de vraag of deze vordering, of de opbrengst van de vordering, in de boedel valt. Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt inmiddels dat de vordering toekomt aan de gezamenlijke schuldeisers, niet in de boedel valt, maar dat de opbrengst van de vordering wél in de boedel valt (zie HR 14 januari 1983, *NJ* 1983, 597 (*Peeters q.q./Gatzen*), HR 16 september 2005, *JOR* 2006/52 (*De Bont/Bannenbergh q.q.*), HR 24 april 2009, *RvdW* 2009, 579 (*Dekker q.q./Lutèce*) en HR 14 januari 2011, *NJ* 2011, 366 (*Butterman q.q./Rabobank*). Zie hierover kritisch Verstijlen 2009, p. 103: “Qua theorievorming is de gekozen constructie een gedrocht”. Zie over de *Peeters/Gatzen*-vordering onder andere: Wessels 2011, Janssen & Boeve 2009, Van Andel 2006, Van Hooff 2006 en Verstijlen 2002.

30 Een zoekopdracht in de database van *www.rechtspraak.nl* leverde op 27 november 2012 bijvoorbeeld slechts 24 *hits* op van uitspraken waarin het woord ‘onderkapitalisatie’ voorkwam, waarvan 22 fiscale uitspraken.

31 R.o. 4 van het hof, kenbaar uit HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby/LVM*).

aandeelhouders. Onderkapitalisatie wordt doorgaans wél beschouwd als een feitelijke omstandigheid die kan bijdragen aan het oordeel dat het handelen van een aandeelhouder onrechtmatig was. Op dit punt wijkt de Nederlandse opinie dus niet af van de Amerikaanse en Duitse opvattingen inzake de aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie.

Zo overwoog Roelvink in zijn preadvies van 1977 dat “naar de huidige stand van de wetgeving, hoe men over de merites daarvan ook moge denken, [...] een toestand van onderkapitalisatie in ieder geval mogelijk en niet per se ongeoorloofd [is]”.³² Onderkapitalisatie zou zijns inziens wel een rol kunnen spelen bij de vraag of aandeelhouders misbruik hadden gemaakt van de beperkte aansprakelijkheid en uit dien hoofde aansprakelijk waren. Raaijmakers overwoog in zijn preadvies enigszins anders dat “onvoldoende kapitaaluitrusting” aanleiding kon geven tot aansprakelijkheid: “Indien Moeder bevordert/toelaat dat Dochter verbintenissen aangaat, welke risico’s met zich meebrengen, welke in geen verhouding staan tot het vermogen van Dochter, dan kan Moeder onder omstandigheden geen beroep doen op het voorrecht der beperkte aansprakelijkheid.” In zijn oratie van 1998 gaf Van den Ingh aan dat onderkapitalisatie zijns inziens op zichzelf onvoldoende is om tot aansprakelijkheid van aandeelhouders te komen.³³ Terng en Oosterhof betoogden in 2008 dat een tekort aan kapitaal naar bedrijfseconomische maatstaven op zichzelf onvoldoende grond is voor doorbraak van aansprakelijkheid naar een aandeelhouder.³⁴

19.4.2 Onderkapitalisatie: een diffuus begrip

Omdat de kleine groep juridische auteurs die zich met het onderwerp heeft bezig gehouden geen eenduidige definitie hanteert van het begrip ‘onderkapitalisatie’, is niet altijd helder wat men daar in een concreet geval mee bedoelt. Zo leek het hof in de *Osby*-procedure met de overweging dat sprake was van onderkapitalisatie tot uitdrukking te brengen dat er een wanverhouding bestond tussen het geplaatste kapitaal van de vennootschap en de door de aandeelhouder aan haar verstrekte leningen. Deze situatie wordt in Duitsland aangeduid met ‘nominale onderkapitalisatie’.³⁵ In zijn conclusie bij het *Osby*-arrest overwoog A-G Ten Kate dat het begrip onderkapitalisatie “op zichzelf een niet vaststaand begrip” is, en wees hij erop dat daarmee ook bedoeld kan worden op een wanverhouding tussen de “totale financiële toerusting” en “het voorgenomen ondernemen”.³⁶ De Duitsers spreken in

32 Roelvink 1977, p. 151.

33 Van den Ingh 1998, p. 26.

34 Terng & Oosterhoff 2008.

35 Zie over nominale en materiële onderkapitalisatie par. 13.4.1.

36 HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby/LVM*).

dat geval van materiële onderkapitalisatie. In zijn preadvies, dat niet lang na de *Osby*-uitspraak verscheen, leek Slagter een enigszins andere invulling aan het begrip te geven. Onderkapitalisatie zou zich op verschillende manieren kunnen voordoen:

“[H]et geplaatste aandelenkapitaal is reeds bij de oprichting onvoldoende; dit kapitaal is weliswaar bij de oprichting voldoende maar wordt vervolgens verminderd, of er vindt inkoop van eigen aandelen plaats; dit kapitaal wordt niet verminderd maar na enige tijd neemt het bedrijf een zodanige omvang aan, dat deze in een te nauw kapitaalsjasje komt te zitten.”³⁷

Hoewel Slagter dit niet uitdrukkelijk overwoog, meende hij kennelijk dat onderkapitalisatie slechts in een beperkt aantal situaties rechtens relevant was. Enige tijd later overwoog Van Dongen in zijn proefschrift “dat reeds van een gekwalificeerde onderkapitalisatie kan worden gesproken indien [...] het eigen vermogen klaarblijkelijk in geen enkele verhouding staat tot de ondernemingsomvang van de vennootschap”.³⁸ Van Dongen meende dat het geplaatst kapitaal een te eng beoordelingskader vormde; het gehele eigen vermogen diende in verhouding te staan tot de omvang van de onderneming. Kort daarna constateerde Van den Ingh in zijn oratie dat het begrip geen vastomlijnde betekenis had, en richtte hij zich vooral “op de verhouding tussen de activiteiten van een vennootschap en het geheel van haar financieringsbronnen. Is die verhouding beneden de maat,” dan noemde hij dat “ter vermijding van verdere semantische discussies: ‘onderfinanciering’”.³⁹ In de daarna verschenen literatuur over het onderwerp wordt doorgaans verwezen naar deze ‘definitie’ van Van den Ingh.

19.4.3 Onderkapitalisatie: een feitelijk begrip

Hoewel een scherpe definitie dus nog steeds ontbreekt, kan worden geconcludeerd dat het begrip onderkapitalisatie zich heeft ontwikkeld tot een term waarmee men tot uitdrukking pleegt te brengen dat op een zeker moment een wanverhouding bestond tussen enerzijds de totale vermogensbronnen waarover de vennootschap kon beschikken, en anderzijds de omvang en risico's van de door de vennootschap ontplooiende activiteiten. Enigszins scherper uitgedrukt, is mijns inziens sprake van onderkapitalisatie als met oog op de solvabiliteit, de liquiditeitspositie, de prognosticeerde rentabiliteit en de door de vennootschap afgesloten verzekeringen, de vennootschap over te weinig middelen beschikt om haar continuïteit te kunnen waarborgen. Deze begripsomschrijving is materieel gelijk aan de invulling die in de Amerikaanse en Duitse rechtspraak en literatuur doorgaans aan het begrip wordt gegeven. Het is communis opinio dat het nominale kapitaal niet als ijkpunt moet

37 Slagter 1988, p. 65.

38 Van Dongen 1995, p. 290.

39 Van den Ingh 1998, p. 2.

gelden bij de vaststelling van onderkapitalisatie, nu de vennootschap in haar vermogensbehoefte kan voorzien met zowel eigen vermogen, als vreemd vermogen. In het hiernavolgende zal niettemin de term onderkapitalisatie worden gehanteerd, omdat daarmee wordt aangesloten bij de Amerikaanse en Duitse terminologie.

Beziet men deze invulling van het begrip onderkapitalisatie nader, dan wordt duidelijk waarom onderkapitalisatie geen zelfstandige normatieve functie heeft. Onderkapitalisatie wordt immers gehanteerd als een objectief, feitelijk begrip, waarmee wordt aangegeven dat er een tekort aan financiering is, zonder dat de oorzaak van dit tekort een rol speelt. Er is een grote hoeveelheid redenen denkbaar waarom een vennootschap op een zeker moment niet in haar vermogensbehoefte kan voorzien: tegenvallende resultaten door een slechte conjunctuur, wanbeleid door het bestuur, onverwachte marktontwikkelingen etc. Al deze omstandigheden kunnen ertoe leiden dat de financieringsbronnen van de vennootschap op een zeker moment niet meer in verhouding staan tot haar activiteiten. Aan elk faillissement van een vennootschap zal een periode zijn voorafgegaan waarin sprake was van onderkapitalisatie: een tekort aan vermogen om (voortzetting van) de activiteiten te financieren.

Ook in de Amerikaanse rechtspraak is erop gewezen dat de vaststelling van *undercapitalization* op zichzelf weinig zeggend is waar het gaat om eventuele aansprakelijkheid. Zo overwoog Justice Carter: “*In fact it may be said that every corporation which fails because it is unable to pay its obligations is underfinanced [...]. In a rapidly changing economy what might seem to be adequate financing today would be inadequate tomorrow [...].*”⁴⁰ In dezelfde zin oordeelde het federale *7th circuit Court of Appeals*: “*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 of 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.*”⁴¹

Aan de vaststelling dat een gefailleerde vennootschap op een bepaald moment in staat van onderkapitalisatie verkeerde, verbindt het recht daarom (nog) geen (aansprakelijkheids)consequenties. Uitgangspunt is nu juist dat aandeelhouders niet aansprakelijk zijn voor een eventueel tekort in faillissement en evenmin hoeven bij te springen als de vennootschap extra vermogen behoeft.

40 *Dissenting opinion* Justice Carter in: *Cf. Automotriz Del Golfo de California S.A. DE C. v. Reswick*, 47 Cal.2d. 792, p. 800.

41 *Lifschultz Fast Freight, Matter of*, 132 F.3d 339 (7th Cir. 1997). Zie par. 8.6.

19.4.4 De normerende rol van onderkapitalisatie

19.4.4.1 Handelen door aandeelhouders ten tijde van onderkapitalisatie

De vaststelling van onderkapitalisatie kan niettemin wel degelijk een rol spelen bij de beoordeling van het handelen van aandeelhouders ter zake van de financiering van de vennootschap.⁴² Ten eerste vloeit uit een situatie van onderkapitalisatie – ongeacht de oorzaak daarvan – voort dat aandeelhouders in hun financieringsvrijheid worden beperkt; op dat moment staat het aandeelhouders niet meer vrij om vermogen aan de vennootschap te onttrekken.⁴³ Daarnaast zal de aandeelhouder er rekening mee moeten houden dat als hij de vennootschap financiert ten tijde van een ernstige onderkapitalisatie, hij deze financiering niet steeds zonder meer kan stopzetten.⁴⁴

19.4.4.2 Verantwoordelijkheid van aandeelhouders voor het ontstaan van onderkapitalisatie

Ten tweede is het mogelijk dat de aandeelhouder verantwoordelijk is voor *het ontstaan* van de situatie van onderkapitalisatie. De onderkapitalisatie kan het gevolg zijn van een vermogensonttrekking, maar zij kan ook reeds aanwezig zijn bij oprichting van de vennootschap of bij het opzetten van een nieuwe financiële structuur. Als de aandeelhouder een ondergekapitaliseerde vermogensstructuur in het leven roept, handelt hij mogelijk onrechtmatig jegens de schuldeisers van de vennootschap. Daarvoor is wel vereist dat de aandeelhouder (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap had van de onderkapitalisatie en in de gelegenheid was om deze situatie te voorkomen of op te heffen.⁴⁵

Mijns inziens is de onduidelijkheid over de betekenis van onderkapitalisatie er mede in gelegen dat sommige juridische auteurs laatstgenoemde situatie voor ogen hebben als zij spreken van onderkapitalisatie, terwijl anderen de term gebruiken in de hiervoor besproken objectieve zin. Met name in de Amerikaanse rechtspraak en literatuur lopen deze twee betekenissen door elkaar, waardoor aan auteurs en rechters niet zelden standpunten worden toegedicht die zij wellicht nimmer beoogden in te nemen.⁴⁶ Omwille van de helderheid zal daarom in het hiernavolgende de term ‘verwijtbare onderkapitalisatie’ worden gehanteerd om tot uitdrukking te brengen dat aan de aandeelhouders vanwege (het ontstaan van) de onderkapitalisatie een verwijt kan worden gemaakt; het betreft in dat geval dus

42 Vanzelfsprekend ook ten aanzien van het handelen van de bestuurders, maar dat valt buiten het bestek van dit onderzoek.

43 Zie par. 19.5 en 19.6 hierna.

44 Zie par. 19.7 hierna.

45 Zie par. 19.8 hierna.

46 Zo werd geconcludeerd in par. 9.4.

niet een zuiver objectief, feitelijk begrip, maar een normatief juridisch begrip dat onrechtmatig handelen door de aandeelhouder impliceert.

19.4.5 Vier financieringssituaties waarin onderkapitalisatie rechtens relevant is

In de volgende paragrafen zal een viertal situaties worden geanalyseerd waarin de aandeelhouder een belangrijke rol speelt bij de financiering van de vennootschap en waarbij onderkapitalisatie een normerende rol speelt in voornoemde zin: (i) de aandeelhouder onttrekt vermogen aan de vennootschap door een formele uitkering (par. 19.5), (ii) de aandeelhouder onttrekt vermogen aan de vennootschap door een materiële uitkering of bouwt vóór faillissement zijn *exposure* af door andersoortige transacties met de vennootschap (par. 19.6), (iii) de aandeelhouder treedt op als financier van de vennootschap in het kader van een reddingsoperatie (par. 19.7) en (iv) de aandeelhouder richt een vennootschap op of roept een nieuwe financiële structuur in het leven (par. 19.8).

19.5 Onderkapitalisatie bij formele uitkeringen

19.5.1 Onrechtmatige vermogensonttrekkingen sinds het Nimox-arrest

Sinds het *Nimox*-arrest van de Hoge Raad uit 1992 staat vast dat de betrokkenheid van aandeelhouders bij uitkeringen kan leiden tot aansprakelijkheid op grond van art. 6:162 BW. *Nimox NV* had als enig aandeelhouder van *Auditrade BV* in de AV besloten tot een omvangrijke uitkering. Het dividend kon volledig ten laste worden gebracht van een vrije (winst)reserve, waardoor het besluit niet in strijd was met de destijds geldende uitkeringsregeling.⁴⁷ De vordering van *Nimox* uit hoofde van het dividendbesluit werd omgezet in een geldlening, af te lossen in tien jaarlijkse termijnen. Kort daarna werd de vordering door *Nimox* verkocht en overgedragen aan *NMB-Heller NV*, de huisbank van *Auditrade*, die de vordering onder haar paraplu van zekerheden bracht.

Toen *Nimox* vervolgens failliede, stelde de curator zich op het standpunt dat *Nimox* door haar handelwijze de continuïteit van *Auditrade* in gevaar had gebracht, zodat het uitkeringsbesluit moest worden aangemerkt als een onrechtmatige daad van *Nimox*.⁴⁸ De rechtbank en het hof volgden hem hierin, waarbij het hof overwoog dat de ten tijde van het dividendbesluit nog aanwezige reserves “uit een financieel-economisch oogpunt niet als vrije reserve waren te beschouwen, maar dat ze nodig zouden zijn om komende verliezen op te vangen in afwachting

47 Het uitkeringsbesluit werd genomen in 1983. Nu het stelsel van de Tweede Richtlijn pas op 20 januari 1986 is ingevoerd voor de BV, was op de uitkering dus nog de oude regeling van de artikelen 2:216 en 2:217 BW van toepassing (zie par. 16.7.2).

48 Daarnaast betoogde de curator (met succes) dat de overdracht van de vordering door *Nimox* aan *NMB-Heller* onrechtmatig was. Dit punt zal hierna verder onbesproken blijven. Zie daarover bijvoorbeeld Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 909 en Lennarts 1999, p. 225-226.

van gunstiger tijden, dan wel in geval van liquidatie geheel of grotendeels zouden verdwijnen”.⁴⁹ In cassatie klaagde *Nimox* dat de uitkering niet onrechtmatig kon zijn, nu het dividendbesluit tevergeefs was aangevochten.⁵⁰ De Hoge Raad oordeelde echter dat “ook indien van de geldigheid van het besluit als zodanig moet worden uitgegaan bij gebreke van vernietiging bij rechterlijk vonnis op de voet van art. 2:11 BW [thans: art. 2:15 BW – JB], [...] hieruit niet [volgt] dat uitvoering van het besluit tegenover derden zoals schuldeisers van de vennootschap niet onrechtmatig kan zijn, noch dat het door uitoefening van het stemrecht bewerkstelligen van de totstandkoming van het besluit tegenover derden niet onrechtmatig kan zijn”.⁵¹ Dit oordeel onderstreept dat de vrijheid van aandeelhouders om vermogen aan de vennootschap te onttrekken niet alleen beperkt wordt door de formele regels inzake uitkeringen in boek 2 BW, maar dat ook de maatschappelijke zorgvuldigheid op dit punt grenzen stelt.

Sinds het *Nimox*-arrest is aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege formeel geldige uitkeringen in de lagere rechtspraak af en toe aangenomen. Zo oordeelde het Hof 's-Gravenhage in het *Panmo*-arrest dat de onrechtmatigheid van een uitkering in beginsel gegeven is wanneer ten gevolge van de uitkering “de reserves van de vennootschap in die mate verminderen dat een voortzetting van het bedrijf van de vennootschap in gevaar komt, waarbij mede de positie van de vennootschap in de markt en de ontwikkelingen in de branche waarin de vennootschap werkzaam is in aanmerking genomen moeten worden”.⁵² Een latere uitspraak van de Rechtbank Dordrecht illustreert dat een vermogensonttrekking per definitie benadelend is als het faillissement van de vennootschap daarop volgt, maar dat hierin (nog) niet het onrechtmatige karakter van de onttrekking gelegen is. De rechtbank moest oordelen over omvangrijke dividenduitkeringen die bijna vijf en drie jaar aan het faillissement van de vennootschap vooraf waren gegaan.⁵³ In faillissement sprak de curator de aandeelhouder aan vanwege het ‘leegtrekken’ van de vennootschap, waarbij hij zich op het standpunt stelde dat het faillissement zonder de dividenduitkeringen voorkomen had kunnen worden, omdat de vennootschap in dat geval op haar eigen vermogen had kunnen interen toen zij in financieel zwaar weer terecht kwam. De rechtbank overwoog dat deze stelling op zichzelf juist

49 R.o. 2.4 van het hof-arrest.

50 De curator had in een andere procedure (tegen *Auditrade*) vernietiging gevorderd van het dividendbesluit, maar was in deze procedure niet-ontvankelijk verklaard. Volgens de rechtbank in die procedure had de curator niet langer een redelijk belang bij de vernietiging van het besluit, omdat de vernietiging hem niet in een gunstiger positie zou brengen dan die waarin hij kwam te verkeren als zijn vordering uit onrechtmatige daad werd toegewezen. Zie r.o. 3.1.2. Schoordijk is kritisch over deze redenering (Schoordijk 1992, p. 358).

51 R.o. 3.3.1.

52 Hof 's-Gravenhage 8 juni 1999, *JOR* 2000/93 (*Panmo*), r.o. 5.3.

53 Rb. Dordrecht 17 november 2004, *LJN* AR6141.

was, maar “dat een aandeelhouder in beginsel niet verplicht is een dergelijk omvangrijk risicokapitaal in de vennootschap te brengen of te laten”. De door de curator gemaakte vergelijking met het *Nimox*-arrest ging volgens de rechtbank niet op, omdat “de curator niet [stelde] dat ten tijde van het dividendbesluit, [...] andere dan de voor de onderneming gebruikelijke risico’s voorzienbaar waren.” De redenering van de rechtbank getuigt mijns inziens van het juiste inzicht dat de kernvraag is of door een vermogensonttrekking in een onredelijke mate risico’s zijn afgewenteld op de crediteuren, doordat de aandeelhouder ernstig rekening diende te houden met een tekort.

Zie ook de uitspraak van de Rechtbank Utrecht uit 2013, waarin een curator de enig aandeelhouder van een vennootschap aansprak op grond van onrechtmatige daad, vanwege een viertal dividendbesluiten die weliswaar gefinancierd werden uit vrije reserves, maar volgens de curator de solvabiliteit van de vennootschap tot een onverantwoord niveau zouden hebben teruggebracht.⁵⁴ De rechtbank overwoog dat “[h]etgeen in de branche gebruikelijk is in termen van solvabiliteit, van de onderneming in kwestie, [...] van belang [is] voor hetgeen schuldeisers dienaangaande mogen verwachten, en dus ook voor de vraag of onrechtmatig wordt gehandeld door met dividendbesluiten de solvabiliteit te verlagen, en hoe die aldus bereikte solvabiliteit zich verhoudt tot wat gebruikelijk kan worden geacht”.⁵⁵ Vervolgens oordeelde de rechtbank dat de eerste drie dividendbesluiten niet onrechtmatig waren, nu de vennootschap daarna enige tijd winst was blijven maken, waardoor de solvabiliteit weer steeg.⁵⁶ Het vierde en laatste dividendbesluit, waardoor “vrijwel alle vrije reserves van [de vennootschap werden] omgezet in een dividendaanspraak van [de aandeelhouder]”, vond echter plaats op een moment waarop de aandeelhouder, vanwege de verslechterde marktomstandigheden, ernstig rekening moest houden met een tekort.

19.5.2 Geen intensieve beleidsbemoeyenis of hechte concernstructuur vereist

De aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen is van een geheel andere aard dan de (in par. 19.3.1 behandelde) aansprakelijkheid vanwege het voortzetten van verlieslatende activiteiten. Waar voor laatstgenoemde aansprakelijkheid vereist is dat op de aandeelhouder een bijzondere zorgplicht is komen te rusten vanwege zijn intensieve bemoeyenis met de vennootschap of de wijze waarop invulling is gegeven aan het concern en haar

⁵⁴ Rb. Utrecht 23 mei 2013, *LJN* CA0803 (*Trinitas*).

⁵⁵ R.o. 4.16.

⁵⁶ In r.o. 4.14 overwoog de rechtbank: “Indien door de eerste drie dividendbesluiten de solvabiliteit mocht zijn gedaald tot onder wat op die momenten bedrijfeconomisch aanvaardbaar mocht worden geacht, zijn die besluiten gesauveerd voor zover ze de solvabiliteit op latere data niet tot onder de voor die data aanvaardbaar te achten niveaus hebben aangetast.”

financiering, is voor aansprakelijkheid vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen voldoende dat een aandeelhouder de vermogensonttrekking bewerkstelligt – bijvoorbeeld door in de AV vóór een uitkeringsbesluit te stemmen – terwijl hij ernstig rekening moet houden met een tekort. Aansprakelijkheid vanwege vermogensonttrekkingen kan zich kortom tevens buiten concernverband voordoen en ook als de vennootschap meerdere aandeelhouders heeft.⁵⁷ Dat neemt natuurlijk niet weg dat de kans dat een aandeelhouder aan het voor aansprakelijkheid noodzakelijke wetenschapsvereiste voldoet, aanzienlijk groter is indien hij zich intensief met het beleid van de vennootschap bemoeit. Zo werd de wetenschap van *Nimox* aangenomen omdat zij zich periodiek had laten inlichten over de stand van zaken bij *Auditrade*.⁵⁸

19.5.3 Aansprakelijkheid van de minderheidsaandeelhouder?

De vraag rijst of een aandeelhouder die vóór een uitkering heeft gestemd terwijl hij ernstig rekening moest houden met een tekort, zich kan verweren met de stelling dat het dividendbesluit ook zonder de door hem uitgebrachte stemmen tot stand zou zijn gekomen?⁵⁹ En kan de aandeelhouder zich erop beroepen dat hij niet op de hoogte was van hoe de andere aandeelhouders zouden gaan stemmen, zodat voor hem niet voorzienbaar was dat zijn stemuitbrenging zou leiden tot de ongeoorloofde uitkering? Ik zou menen dat op beide vragen een ontkennend antwoord moet volgen. De onrechtmatigheid is gelegen in de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap in combinatie met het stemmen voor de vermogensonttrekking; welk gewicht de aandeelhouder in de besluitvormingsschaal heeft gelegd, doet niet ter zake.

19.5.4 Een lichter wetenschapsvereiste bij onttrekkingen door aandeelhouders

19.5.4.1 Onttrekkingen eerder onrechtmatig dan voortzetting van verlieslatende activiteiten

De Hoge Raad hanteert bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege ongeoorloofde vermogensonttrekkingen een lichter wetenschapsvereiste dan bij aansprakelijkheid vanwege de voortzetting van verlieslatende activiteiten. Alhoewel dit in het *Nimox*-arrest niet met zoveel woorden is overwogen, wordt in de juridische literatuur algemeen aangenomen dat de Hoge Raad daarin het criterium heeft toegepast uit het *Keulen/BLG*-arrest, waarin geoordeeld werd dat de oprichter/financier van een stichting onrechtmatig zou hebben gehandeld door een krediet op

⁵⁷ Zie ook Lennarts 1999, p. 214.

⁵⁸ Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 915, voetnoot 43.

⁵⁹ Als bijvoorbeeld drie aandeelhouders met een gelijk aandelenbelang vóór een dividendbesluit stemmen, zou de voor het besluit vereiste meerderheid ook zijn bereikt indien één van hen tegen de uitkering had gestemd.

te zeggen op het moment dat hij “reeds ernstig met de mogelijkheid van een tekort rekening had moeten houden in die zin dat toen [er] voor die mogelijkheid concrete aanwijzingen waren, dit [de oprichter/financier] er met het oog op de voldoening van andere schuldeisers geheel of ten dele van [had] behoren te weerhouden tot deze terugtrekking over te gaan”.⁶⁰ Aan dit criterium (‘ernstig rekening houden met’) is eerder voldaan dan aan het in de overige doorbraak-jurisprudentie toegepaste criterium (‘weten of behoren te voorzien’). Aan het laatstgenoemde criterium is pas voldaan als een volledig geïnformeerd persoon in redelijkheid niet aan het intreden van de schade kan twijfelen.⁶¹ Bij toepassing van het ‘onttrekkingscriterium’ staat redelijke twijfel aan het intreden van de schade niet zonder meer aan aansprakelijkheid in de weg. Dit blijkt ook uit de *Nimox*-zaak, nu de vermogenspositie van *Auditrade* na het dividendbesluit niet zodanig was dat haar ondergang een gegeven was. Het hof overwoog uitdrukkelijk dat *Nimox* ten tijde van de uitkering de verwachting mocht koesteren dat *Auditrade* er dankzij een nieuw project bovenop zou komen. Dit weerhield het hof echter niet van haar oordeel dat het dividend onrechtmatig was.

Het hof overwoog: “De prognoses van Nimox [...] waren uiteindelijk niet meer dan prognoses. Zij konden wellicht rechtvaardigen dat aandeelhouders Auditrade haar bedrijf lieten voortzetten en voor zichzelf en de crediteuren het commerciële risico namen dat de prognoses niet zouden uitkomen. Niet echter dat Nimox als enig aandeelhouder op die prognoses een voorschot nam en het verdere risico grotendeels op de crediteuren afwentelde.”⁶² (Onderstr. JB) Schoonbrood-Wessels heeft naar aanleiding van deze overweging opgemerkt: “Het heeft er de schijn van dat de HR bereid is dit laatste vereiste enigszins te verzachten indien de moeder handelingen verricht waarmee zij haar eigen risico bij de bedrijfsvoering van de dochter verkleint en tegelijkertijd dat van de (overige) schuldeisers vergroot”.⁶³

Het is kortom mogelijk dat de vennootschap in die mate ondergekapitaliseerd is dat bestuurders en nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouders (nog) *niet* onrechtmatig handelen door de vennootschap haar activiteiten te laten voortzetten, maar *wel* onrechtmatig handelen indien zij op dat moment vermogen aan de vennootschap onttrekken. Ook als er nog gerechtvaardigde hoop bestaat op continuïteit van de onderneming, kunnen aandeelhouders onrechtmatig handelen door vermogen aan de vennootschap te onttrekken. Dit onderscheid is mijns inziens gerechtvaardigd. Het terughoudende criterium bij doorbraak vanwege voortzetting van verlieslatende activiteiten is primair ingegeven door de gedachte dat de

60 HR 9 mei 1986, *NJ* 1986, 792 (*Keulen/BLG*).

61 *Asser/Maeijer 2-III* 2000, nr. 625.

62 R.o. 2.7 van het arrest van het hof. De Hoge Raad heeft het tegen deze overweging gerichte cassatiemiddel verworpen.

63 Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 914.

hoofdregeel van de beperkte aansprakelijkheid juist ten doel heeft de aandeelhouder te beschermen tegen de verwezenlijking van het reguliere ondernemingsrisico. Door op dit punt lichtvaardig aansprakelijkheid te aanvaarden, zou aan die hoofdregeel in een te grote mate afbreuk worden gedaan. Daarnaast moeten aandeelhouders niet te snel worden aangemoedigd om de ondernemingsactiviteiten te staken, nu continuïteit van de onderneming doorgaans voor alle betrokken partijen de beste uitkomst is.⁶⁴ Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders leiden daarentegen een op een tot crediteurenbenadeling als daarop het faillissement van de vennootschap volgt, dienen geen bedrijfseconomisch of strategisch doel van de vennootschap op korte termijn en hebben een negatief effect op de financiële weerbaarheid van de vennootschap. Daarnaast gaat de aansprakelijkheid vanwege een ongeoorloofde vermogensonttrekking (in beginsel) minder ver dan een aansprakelijkheid voor alle verplichtingen van de vennootschap die na een zekere peildatum zijn ontstaan; door restitutie van het te veel onttrokken vermogen wordt de aandeelhouder ‘slechts’ teruggebracht in de positie waarin hij had verkeerd als de uitkering niet had plaatsgevonden. Dit rechtvaardigt dat aandeelhouders, mede met oog op hun achtergestelde positie in faillissement, reeds op het moment dat zij ernstig rekening moeten houden met een tekort, dienen af te zien van onttrekkingen.

19.5.4.2 Codificatie van de verkeerde norm in art. 2:216 lid 3 BW

In het licht van het voorgaande meen ik dat de wetgever een verkeerd criterium heeft opgenomen voor de restitutieverplichting van aandeelhouders in art. 2:216 BW. Volgens het departement is door de herziening van de uitkeringsregeling in 2012 de *Nimox*-norm gecodificeerd,⁶⁵ maar in art. 2:216 lid 3 BW is het zwaardere subjectieve vereiste opgenomen dat de Hoge Raad hanteert bij de aansprakelijkheid vanwege voortzetting van verlieslatende activiteiten: aansprakelijk zijn aandeelhouders die *wisten of redelijkerwijs behoorden te voorzien* dat de vennootschap niet zou kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.⁶⁶ Dat het departement het belangrijke onderscheid tussen een ongeoorloofde voortzetting van verlieslatende activiteiten en een ongeoorloofde vermogensonttrekking onvoldoende onderkent, blijkt ook uit de verwijzing naar het *Beklamel*-arrest in de toelichting bij artikel 2:216 lid 3 BW.⁶⁷ Mijns inziens had in het derde lid van art. 2:216 BW bepaald moeten worden dat degene die de uitkering ontving terwijl hij er ernstig

⁶⁴ Vgl. Lennarts 1999, p. 190.

⁶⁵ *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, nr. 3, p. 33.

⁶⁶ Ook Dorresteyn meent dat het in de zaak *Nimox* gehanteerde criterium een lichtere toets betreft dan de toets die is opgenomen in het nieuwe art. 2:216 lid 3 BW: “Volgens het hof waren prognoses van de vennootschap [...] zodanig dat door de uitkering het commerciële risico grotendeels op de bestaande crediteuren werd afgewenteld. Dat is zelfs ruimer dan voorzien dat na de uitkering niet meer kan worden voortgegaan met betaling van de opeisbare schulden.” (Dorresteyn 2006, p. 591).

⁶⁷ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058, nr. 3, p. 33.

rekening mee moest houden dat de vennootschap na de uitkering in continuïteitsproblemen zou geraken, tot vergoeding van de ontvangen uitkering gehouden is.

De mogelijkheid bestaat nu dat rechters aan het nieuwe art. 2:216 BW reflexwerking zullen toekennen, in die zin dat de daarin vervatte norm de onrechtmatige daadnorm bij onttrekkingen gaat inkleuren. Rechters zullen mogelijk niet snel geneigd zijn aan te nemen dat een aandeelhouder onrechtmatig heeft gehandeld, als er geen sprake is van aansprakelijkheid op grond van de tekst van art. 2:216 lid 3 BW. De kans bestaat dus dat het subjectieve criterium voor aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad wegens onttrekkingen zal opschuiven van ‘ernstig rekening houden met’ naar ‘weten of behoren te voorzien’. In dat geval zou de als compensatie voor het afschaffen van de kapitaalbescherming gepresenteerde aansprakelijkheidsregeling de onrechtmatige-daadnorm juist inperken.

19.5.5 Omvang van de schade

19.5.5.1 Doorbraak of restitutieplicht?

Als een aandeelhouder vermogen aan de vennootschap heeft onttrokken op een moment dat hij ernstig rekening moest houden met een tekort, bestaat de schade – geheel anders dan bij een voortzetting van verlieslatende activiteiten – uit het verschil tussen het bedrag dat de vennootschapscrediteuren in faillissement hadden ontvangen indien de onrechtmatige onttrekking achterwege was gebleven, en het bedrag dat zij nu daadwerkelijk ontvangen;⁶⁸ de schade van de gezamenlijke crediteuren is daarom gelijk aan het bedrag van de uitkering.⁶⁹ Het verhaalsvermogen van de gezamenlijke crediteuren – het eigen vermogen – is immers met dat bedrag verminderd. Een indirecte doorbraak, ofwel aansprakelijkheid voor de vorderingen van de (nieuwe) crediteuren op de vennootschap, is hier geenszins aan de orde. Het betreft hier in feite een restitutieplichting. Als de vennootschap slechts één aandeelhouder heeft, kan de curator op grond van art. 6:162 BW dus hetzelfde bedrag van de aandeelhouder vorderen als wanneer hij met de pauliana het dividendbesluit zou vernietigen of op grond van art. 2:216 lid 3 BW zou ageren. Een uitkering leidt ook tot benadeling van crediteuren als deze niet wordt uitbetaald, maar wordt omgezet in een lening van de aandeelhouder aan de vennootschap.⁷⁰ Daarom werd in de *Nimox*-procedure geoordeeld dat bij wijze van schadevergoe-

68 Zie ook de noot van Van Maanen bij HR 12 september 2008, *JOR* 2008/297 (*Coutts*).

69 In het uitzonderlijke geval dat het tekort in faillissement kleiner is dan het bedrag van de uitkering, kan de aandeelhouder maximaal worden aangesproken voor het bedrag van het tekort.

70 Zo blijkt uit het *Nimox*-arrest dat uitkeringen ook onrechtmatig kunnen zijn als geen daadwerkelijke betaalbaarstelling van het dividend plaatsvindt. Volgens het hof en de rechtbank was het dividendbesluit slechts dan niet onrechtmatig geweest indien de dividendvordering was omgezet in een achtergestelde vordering. Het hof oordeelde dat *Nimox* door haar “transformatie” tot medeschuldeiser haar eigen risico als aandeelhouder grotendeels had afgewenteld op de schuldeisers van de vennootschap (zie r.o. 2.5 van het arrest van het hof).

ding de (in een lening omgezette) dividendvordering niet voor verificatie in aanmerking kwam.

Als meerdere aandeelhouders voor een onrechtmatig dividendbesluit hebben gestemd, rijst de vraag voor welk bedrag de individuele aandeelhouders kunnen worden aangesproken: zijn zij verbonden voor het totale bedrag van de uitkering, of kunnen zij slechts worden aangesproken voor het door hen ontvangen dividend? De schade die de crediteuren lijden ten gevolge van het onrechtmatige handelen van de betrokken aandeelhouders is vanzelfsprekend gelijk aan het totale bedrag waarmee het eigen vermogen van de vennootschap is verminderd. Moet in dit geval art. 6:166 BW toepassing vinden, waarin is bepaald dat groepsleden hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de door één van hen toegebrachte schade?⁷¹ Niet zonder meer, zou ik menen, nu dit zou kunnen leiden tot onredelijke resultaten. Mijns inziens dient als uitgangspunt te gelden dat de aandeelhouders – analoog aan het bepaalde in art. 2:216 lid 3 BW – slechts kunnen worden aangesproken tot vergoeding van de schade naar evenredigheid van het door hen ontvangen dividend, tenzij sprake is van een dusdanig gecoördineerd gezamenlijk optreden van de aandeelhouders, dat zij als groep kunnen worden aangemerkt in de zin van art. 6:166 BW.

19.5.5.2 Causaliteit met het faillissement?

Het is mogelijk dat causaal verband wordt vastgesteld tussen een uitkering en het faillissement. In dat geval gaat het dus niet om een onttrekking aan een reeds ondergekapitaliseerde vennootschap, maar om een uitkering die de solvabiliteit en de liquiditeit in die mate aantast dat de vennootschap daardoor failliet, terwijl het faillissement zonder de uitkering zou zijn uitgebleven. In de termen van de Duitse doctrine gaat het dan niet om een *insolvenzvertiefenden*, maar een *insolvenzauslösenden* uitkering.⁷²

Betrekt de curator (of een crediteur) de stelling dat de aandeelhouder door een vermogensonttrekking het faillissement van de vennootschap heeft veroorzaakt, dan rijzen twee causaliteitskwesties. Ten eerste zal het niet eenvoudig zijn om een *conditio sine qua non* verband tussen de uitkering en het faillissement te bewijzen. Aan een faillissement liggen doorgaans verschillende oorzaken ten grondslag; vaak is niet mogelijk precies aan te tonen welk gewicht de vermogensonttrekking in de schaal heeft gelegd. Indien men causaliteit toch bewezen acht, rijst de vraag hoe de schade moet worden vastgesteld. In de *Montedison*-zaak oordeelde de Rechtbank Utrecht dat de door een vermogensonttrekking veroorzaakte schade gelijk was aan het tekort in faillissement, nu het onrechtmatig handelen de oorzaak was van het

71 Intern zijn de groepsleden voor gelijke delen draagplichtig, tenzij in de gegeven omstandigheden de billijkheid een andere verdeling vordert. Hijma en Olthof overwegen dat met de regeling in art. 6:166 BW beoogd wordt het *conditio sine qua non*-probleem te ecarteren, “dat zou ontstaan als niet bekend is wie de dader is (ieder groepslid zou kunnen aanvoeren dat de schade ook zonder zijn aanwezigheid zou zijn ingetreden)”. (Hijma & Olthof 2008, p. 286).

72 Zie ten aanzien van bestuurders par. 11.6 en 11.7, en ten aanzien van aandeelhouders par. 13.3.2.

faillissement.⁷³ Dit oordeel is in de juridische literatuur bekritiseerd, omdat tevens causaliteit tussen de omvang van het tekort en de uitkering vereist zou zijn.⁷⁴ Ook in Duitsland bestaat onduidelijkheid over de omvang van de schade door een *insolvenzauslösende* uitkering; sommigen stellen zich op het standpunt dat alleen het bedrag van de uitkering, vermeerderd met de faillissementskosten daartoe gerekend moet worden; anderen bepleiten daarentegen dat de schade bestaat uit het gehele tekort in faillissement.⁷⁵

Ik zou menen dat als vaststaat dat het faillissement zonder de uitkering niet zou zijn ingetreden, *in beginsel* de schade het faillissementstekort belooft. Het feit dat de vennootschap reeds een ‘tekort’ had vóór de uitkering, doet daar niets aan af, aangezien de vennootschap – als de uitkering was uitgebleven – niet was gefailleerd en dit tekort dus niet was omgeslagen in schade, maar door voortzetting van de onderneming was gedelgd. Dat neemt niet weg dat de omstandigheden van het geval tot de conclusie kunnen leiden dat het gehele faillissementstekort in redelijkheid niet aan de uitkering kan worden toegerekend op grond van art. 6:98 BW. Hiervan kan mijns inziens sprake zijn als andere factoren in een belangrijke mate hebben bijgedragen aan de omvang van het tekort.

19.5.6 Samenloopproblematiek

Dat de curator met een *Peeters/Gatzen*-vordering kan ageren tegen een aandeelhouder die een ongeoorloofde uitkering heeft bewerkstelligd, staat niet in de weg aan de mogelijkheid van de individuele crediteuren zich vanwege de uitkering direct op de aandeelhouder te verhalen, zo volgt uit het arrest inzake *Lunderstädt/De Kok*.⁷⁶ Het belang van een behoorlijke afwikkeling van het faillissement kan evenwel meebrengen dat bij een samenloop van de vordering van de curator met die van een individuele crediteur, eerst op de vordering van de curator en vervolgens op die van de individuele schuldeiser wordt beslist. Op dit punt wijkt het Nederlandse recht af van de Duitse benadering: sinds de *Trihotel*-uitspraak van het *Bundesgerichtshof* uit 2007 staat vast dat alleen de vennootschap – feitelijk de curator – tegen aandeelhouders kan opkomen vanwege *existenzvernichtenden Eingriffs*.⁷⁷ Het voordeel van de Nederlandse regeling is dat de crediteuren niet

73 De rechtbank overwoog: “Uit het [...] overwogene volgt dat het onrechtmatig handelen van Montedison het faillissement van Domp heeft veroorzaakt. Het moet er daarom voor gehouden worden dat het hele tekort in het faillissement van Domp gevolgschade is van dit handelen. De vordering van de curator op Montedison zal derhalve op de grondslag van onrechtmatige daad worden toegewezen” (Rb. Utrecht 7 augustus 1996, *JOR* 1996/98 (*Montedison I*), r.o. 2.7).

74 Lennarts 1999, p. 218.

75 Zie par. 13.3.5.

76 HR 21 december 2001, *JOR* 2002/37 en 38, *TvI* 2002/173 (*Lunderstädt/De Kok*).

77 Zie par. 13.2.3 en par. 13.3.4.

in de kou blijven staan als het faillissement bij gebrek aan baten wordt opgeheven of de curator (ten onrechte) geen stappen tegen de aandeelhouders onderneemt.⁷⁸ Dat de Nederlandse benadering echter ook tot lastige vragen aanleiding kan geven, blijkt uit de uitspraak van de Rechtbank Rotterdam inzake *Woortman BV*.⁷⁹

Woortman BV was gefailleerd na een omvangrijke uitkering aan haar twee aandeelhouder/bestuurders. De curator in het faillissement van *Woortman* betwistte de vordering van *Combi BV*, die uit hoofde van een overeenkomst en een daaruit voortvloeiend geschil met *Woortman* een omvangrijke vordering op *Woortman* meende te hebben. *Combi* nam daarom het heft in eigen handen en sprak vanwege de uitkering direct de twee aandeelhouders van *Woortman* aan op grond van onrechtmatige daad. Deze stelden zich op het standpunt dat *Combi* niet ontvankelijk was nu *Combi* feitelijk een “vordering uit pauliana” uitoefende die enkel aan de curator zou toekomen. Rechtbank Rotterdam verwierp in haar tussenvonnis (terecht) dit betoog onder verwijzing naar het zojuist genoemde arrest *Lunderstädt/De Kok*.

Als de rechtbank zou oordelen dat de uitkering onrechtmatig was, dan rijst de vraag naar de door *Combi* geleden schade. De door *Combi* – als individuele crediteur – ten gevolge van de uitkering geleden schade bestaat immers uit het verschil tussen hetgeen *Combi* thans uit de boedel zal ontvangen en hetgeen zij zou hebben ontvangen als de litigieuze uitkering niet zou hebben plaatsgehad.⁸⁰ Deze schade is daarom een afgeleide van de verhouding tussen *Combi* en de vennootschap. Om de omvang van de schade te kunnen bepalen, is ten eerste een oordeel vereist over het bestaan en de omvang van de vordering van *Combi* op *Woortman* en ten tweede dient duidelijk te zijn hoeveel *Combi* in het faillissement zal ontvangen. De aandeelhouders hadden aangevoerd dat de procedure tussen hen en *Combi* zich niet leende voor een beslissing over de vordering van *Combi* op *Woortman*; deze zou moeten worden genomen in een renvooiprocedure tussen *Woortman* en *Combi*. De rechtbank oordeelde echter dat zij zelfstandig moest beoordelen of en in hoeverre *Woortman* enig bedrag aan *Combi* verschuldigd was. Dat lijkt mij, gelet op het *Nimox*-arrest, op zichzelf juist.⁸¹ Men zij echter bedacht op de complexe vraagstukken die zich aandienen als in de renvooiprocedure anders over de vordering van *Combi* zou worden geoordeeld dan in de procedure tussen *Combi* en de aandeelhouders.

Ook als de rechtbank zelfstandig zou oordelen dat *Combi* een vordering op *Woortman* heeft, kan de (definitieve) omvang van de schade pas met zekerheid

78 Zie de bezwaren die tegen de Duitse regeling zijn aangevoerd in par. 13.3.4.

79 Rb. Rotterdam 15 februari 2012, *JOR* 2012/166 (*Combi/Woortman*).

80 Dit ligt vanzelfsprekend anders indien de rechtbank zou oordelen dat causaliteit bestaat tussen de uitkering en het faillissement, zie par. 19.5.5.2 hiervoor.

81 Vgl. r.o. 3.3.5 van HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174 (*Nimox/Van den End q.q.*) waarin de Hoge Raad oordeelde dat ook buiten een renvooiprocedure geoordeeld kan worden over de status van een vordering in het faillissement.

worden vastgesteld nadat het faillissement is afgewikkeld en vaststaat hoeveel *Combi* op haar vordering zal ontvangen (of zou hebben ontvangen indien haar vordering was geverifieerd – zie hiervoor). Mocht de curator op een later moment met succes tegen de aandeelhouders opkomen met een *Peeters/Gatzen*-vordering, dan is daarmee de door *Combi* geleden schade – via de boedel – ongedaan gemaakt, zodat zij niets meer van de aandeelhouders te vorderen heeft. De door *Combi* tegen de aandeelhouders geëntameerde procedure heeft daarom vooral betekenis als de curator geen (succesvolle) stappen onderneemt tegen de aandeelhouders of in de renvooiprocedure de vordering van *Combi* op *Woortman* niet wordt geverifieerd. Dit zou echter tot het ongerijmde, maar niet onmogelijke resultaat kunnen leiden, dat in de relatie *Combi* tot *Woortman*, *Combi* niet als crediteur wordt beschouwd, maar in de relatie *Combi* tot de aandeelhouders wel. Of een rechter bij het vaststellen van de uiteindelijke schade weer uit een dergelijke spagaat zou weten te komen, valt te bezien.

19.6 Onderkapitalisatie bij materiële uitkeringen en andere transacties met aandeelhouders

19.6.1 Materiële onttrekkingen en het afbouwen van exposure

In hoofdstuk 17 is erop gewezen dat naast formele uitkeringen ook met regelmaat andere transacties plaatsvinden tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.⁸² Dat art. 2:216 BW niet (direct) van toepassing is op deze transacties, neemt niet weg dat transacties met aandeelhouders die geschieden op een moment dat continuïteitsproblemen redelijkerwijs voorzienbaar zijn, aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid van de betrokken bestuurders en aandeelhouders.

Bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege andersoortige transacties met de vennootschap is het mijns inziens zinvol om onderscheid te maken tussen materiële uitkeringen en betalingen waardoor de aandeelhouder uitsluitend zijn *exposure* afbouwt. Van een materiële uitkering is – in mijn definitie – sprake als een transactie tussen de vennootschap en een aandeelhouder of een derde *de facto* leidt tot een vermindering van het risicodragende vermogen van de vennootschap ten behoeve van een aandeelhouder. In deze definitie hanteer ik bewust het begrip ‘risicodragend vermogen’, en niet de term ‘eigen vermogen’, omdat onder omstandigheden ook civielrechtelijk vreemd vermogen als risicodragend moet worden aangemerkt.⁸³ Van een *exposure* afbouwende transactie is sprake als een transactie tussen de vennootschap en een aandeelhouder of een derde niet leidt tot een vermindering van het risicodragend vermogen van de vennootschap, maar daardoor wel de blootstelling van de aandeelhouder in faillissement wordt vermindert. Het Amerikaanse recht maakt een vergelijkbaar onderscheid tussen *fraudulent transfers*

⁸² Zie par. 17.8.

⁸³ Zie par. 19.6.2.3 hierna.

(transacties waardoor het eigen vermogen van de vennootschap wordt verminderd) en *avoidable preferences* (transacties waarmee vorderingen van *insiders* vóór faillissement worden voldaan).⁸⁴ Ik werk dit hierna uit.

19.6.2 Aansprakelijkheid vanwege materiële uitkeringen

19.6.2.1 Leningen aan aandeelhouders

Het is niet ongebruikelijk dat een vennootschap een lening verstrekt aan een aandeelhouder. In beginsel kwalificeert dit niet als een uitkering omdat de vennootschap voor het verstrekte krediet een vordering op de aandeelhouder krijgt. Als op het moment van het verstrekken van de lening de kredietwaardigheid van de aandeelhouder echter twijfelachtig is, kwalificeert de lening wél als een materiële uitkering (in mijn hiervoor gegeven definitie).⁸⁵ Dit geldt temeer als de in de toekomst door de vennootschap uit te keren dividenden de enige inkomstenbron zijn van de kredietnemende aandeelhouder. In dat geval wordt met de lening immers vooruit gelopen op toekomstige uitkeringen.⁸⁶ Tevens is het mogelijk dat de lening tegen niet-marktconforme voorwaarden aan de aandeelhouder wordt verstrekt, omdat bijvoorbeeld geen of een erg laag rentepercentage wordt gerekend. Ook in dat geval is sprake van een materiële uitkering, zij het dat de uitkering dan slechts bestaat uit het voordelige verschil tussen de betaalde rente en de rente die de vennootschap aan een onafhankelijke derde in rekening had gebracht. Voor zover een lening aan een aandeelhouder kwalificeert als een materiële uitkering, is daarop mijns inziens de *Nimox*-norm van toepassing: als de aandeelhouder ten tijde van de betalingen door de vennootschap ernstig rekening moest houden met een tekort, handelt hij door aanvaarding daarvan onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren. Bij wijze van schadevergoeding kan van de aandeelhouder de te weinig betaalde rentevergoeding worden gevorderd.⁸⁷

84 Zie par. 8.9.1.

85 In het faillissement van de vennootschap maakt het geen wezenlijk verschil of een betaling aan een aandeelhouder kwalificeert als een lening of een ongeoorloofde materiële uitkering; beide moeten worden terugbetaald en zullen slechts worden terugbetaald voor zover verhaal op de aandeelhouder mogelijk is. Onder het Duitse recht maakt dit wel verschil, nu de aandeelhouders van de GmbH subsidiair aansprakelijk zijn voor ongeoorloofde uitkeringen aan hun medeaandeelhouders, en niet voor leningen aan hun medeaandeelhouders (zie par. 11.8.1.2).

86 Dit is ook onderkend in Rb. Utrecht 12 oktober 2011, *RO* 2012/6, *JOR* 2011/382 (*Aukema q.q./ING Commercial Finance*), r.o. 2.8. Vgl. ook par. 11.5.3.2 over het Duitse recht.

87 Daarnaast is de aandeelhouder vanzelfsprekend het bedrag van de lening schuldig aan de vennootschap.

19.6.2.2 Niet marktconforme rentevergoedingen aan aandeelhouders

In de praktijk komt het regelmatig voor dat aandeelhouders leningen verstrekken aan de vennootschap; het betreft hier dus het spiegelbeeld van de in de vorige paragraaf besproken situatie. De rentevergoeding die de vennootschap over de lening verschuldigd is, kwalificeert in beginsel niet als een materiële uitkering. Dit ligt anders als de rentevergoeding hoger is dan in de markt gebruikelijk is. In dat geval is sprake van een materiële uitkering waarvan de aandeelhouder zich dient te onthouden als hij ernstig rekening dient te houden met een tekort, zij het dat ook in dit geval de uitkering slechts bestaat uit het voordelige verschil tussen de betaalde vergoeding en een marktconforme vergoeding.⁸⁸

19.6.2.3 Betalingen op risicodragende aandeelhoudersleningen

Als de vennootschap een door een aandeelhouder verstrekte lening terugbetaalt, is in beginsel geen sprake van een materiële uitkering. Door de betaling neemt immers niet het eigen vermogen, maar juist het vreemd vermogen van de vennootschap af.⁸⁹ Uit de rechtspraak van de Hoge Raad kan echter worden afgeleid dat door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen onder bijzondere omstandigheden anders moeten worden benaderd dan door derden verstrekt krediet. In de voornoemde *Keulen/BLG*-zaak was de stichting gefinancierd met 100 gulden eigen vermogen en 30 miljoen door de oprichter/financier verstrekt vreemd vermogen.⁹⁰ Zoals reeds aangegeven oordeelde de Hoge Raad dat de oprichter/financier onrechtmatig handelende door opzegging van het krediet indien hij op dat moment *ernstig rekening moest houden* met een tekort. Mijns inziens hanteerde de Hoge Raad hier het lichtere subjectieve vereiste dat geldt bij uitkeringen, omdat gezien de disproporionele verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen de door de oprichter/financier verstrekte lening moest worden aangemerkt als *risicodragend* vermogen.⁹¹ Door de opzegging van het krediet werd daarom risicodragend vermogen aan de vennootschap onttrokken; in mijn definitie was er sprake van een materiële uitkering.

19.6.2.4 Intra-groepstransacties niet ‘at arms length’

In hoofdstuk 17 is erop gewezen dat intra-groepstransacties regelmatig tegen de boekwaarde van de activa geschieden.⁹² Als de werkelijke waarde van de

88 Zie nader over de financiering met aandeelhoudersleningen (en betalingen daarop) hoofdstuk 20.

89 Wel leidt een dergelijke betaling tot een afbouw van de *exposure* van de aandeelhouder, zie par. 19.6.3 hierna.

90 Hoge Raad 9 mei 1986, NJ 1986, 792 (*Keulen/BLG*). Zie par. 19.5.4.1 hiervoor.

91 Vgl. Van den Ingh 1998, p. 12 en Lennarts 1999, p. 224.

92 Zie par. 17.8.1.2.

overgedragen activa hoger ligt, kwalificeert de verkoop van een actief tegen boekwaarde door een dochtervennootschap aan haar moedervennootschap of een zustervennootschap, als een materiële uitkering. Zolang de continuïteit van de vennootschap niet in het geding is, zijn dergelijke transacties niet benadelend voor de crediteuren van de vennootschap; het bedrag van de materiële uitkering had immers ook op grond van art. 2:216 BW kunnen worden uitgekeerd.⁹³ Dient de moedervennootschap echter ernstig rekening te houden met een tekort van de dochtervennootschap, dan zullen intra-groepstransacties met de dochter moeten plaatsvinden tegen marktwaarde (*at arms length*). Blijkt in faillissement dat vanaf het moment dat de moeder ernstig rekening moest houden met een tekort, intra-groepstransacties tegen boekwaarde zijn verricht, dan kan de moedervennootschap op grond van onrechtmatige daad worden aangesproken voor het verschil tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de betreffende transacties.⁹⁴

19.6.2.5 Niet marktconforme bezoldiging

Tot slot kan een materiële uitkering er in bestaan dat een aandeelhouder in zijn hoedanigheid van bestuurder vermogen aan de vennootschap onttrekt. Hiervan is sprake als de bezoldiging niet in verhouding staat tot de verrichte werkzaamheden en de vennootschap daarmee uitsluitend akkoord gaat vanwege het aandeelhouder-schap van de bestuurder. In dat geval is sprake van een materiële uitkering waarvan de aandeelhouder zich moet onthouden als hij ernstig rekening dient te houden met een tekort, zij het dat ook hier geldt dat de uitkering slechts bestaat uit het voordelige verschil tussen de bezoldiging en een marktconforme bezoldiging.

Vergelijk de uitspraak uit 2012 waarin de Rechtbank Den Haag op basis van de concrete omstandigheden van het geval oordeelde dat *managementvergoedingen* verkapte uitkeringen waren.⁹⁵ De rechtbank overwoog: “Voorts is onbetwist door de curatoren gesteld dat een groot deel van de managementvergoedingen na het einde van het boekjaar en de vaststelling van het bruto resultaat werden vastgesteld [...]. [D]e managementvergoedingen [betroffen] jaarlijks sterk wisselende en in het licht van de

93 In vergelijkbare zin overwoog Van den Ingh: “Verder moet wel bedacht worden dat de vraag of belanghebbenden bij de vennootschap door een nadelige transactie schade lijden niet voor iedere categorie op dezelfde wijze wordt beantwoord. Zo lang voldoende activa overblijven waarop verhaal kan worden uitgeoefend, ondervinden schuldeisers geen nadeel.” (Van den Ingh 1994, par. 3).

94 Van den Ingh wijst op een uitspraak van de rechtbank Amsterdam, waarin werd overwogen: “Overheveling door een moedermaatschappij van inkomsten die gegenereerd worden door de onderneming van een dochtermaatschappij is [...] op zichzelf niet onrechtmatig jegens de schuldeisers van de dochtermaatschappij. Daartoe is tenminste mede vereist dat op het moment van zulk een overheveling ernstig rekening moet worden gehouden met de mogelijkheid dat de dochtermaatschappij (reeds afgezien van, dan wel als gevolg van de overheveling) niet volledig aan haar verplichtingen kan voldoen; en dat de moedermaatschappij zich dat bewust had moeten zijn.” (Rb. Amsterdam 15 april 1987, rolnr 84.7140). Ontleend aan Van den Ingh 1994, voetnoot 8).

95 Rb. Den Haag 11 mei 2011, *JOR* 2012/1 (Van Leuveren q.q./Bouwman).

resultaten van de onderneming(en) zeer aanzienlijke bedragen. [...] [D]e rechtbank [houdt] het ervoor dat de vergoedingen in feite (verkapte) dividenduitkeringen vormen door [de vennootschap] aan haar enig aandeelhouder.”

19.6.3 Aansprakelijkheid vanwege afbouwen exposure

19.6.3.1 Geen materiële uitkering, maar schending van de paritas creditorum

Als een vennootschap een ‘reguliere’ verplichting voldoet jegens haar aandeelhouder, is doorgaans geen sprake van een materiële uitkering; het *risicodragende* vermogen van de vennootschap wordt in dat geval immers niet aangetast.⁹⁶ Niettemin bestaat de mogelijkheid dat crediteuren door dergelijke transacties worden benadeeld, bijvoorbeeld omdat een aandeelhouder die vanwege zijn positie als *insider* weet dat de vennootschap op faillissement afkoerst, van zijn invloed gebruik maakt om de vennootschap aan te zetten tot het verrichten van betalingen die zijn *exposure* in het faillissement beperken, of toestaat dat de vennootschap deze betalingen verricht. Het gaat hier bijvoorbeeld om de terugbetaling van door een aandeelhouder verstrekt krediet of de voldoening van schulden waarvoor de aandeelhouder of andere groepsmaatschappijen zich sterk hebben gemaakt. Dergelijke betalingen tasten de integriteit van het verhaalsvermogen niet aan, maar doorbreken de *paritas creditorum*.⁹⁷

Uit de jurisprudentie blijkt dat het een vennootschap (en haar bestuurders en aandeelhouders) niet zonder meer vrijstaat om in de voorfase van het faillissement een selectief betalingsbeleid te voeren. De paritas creditorum werpt haar schaduw vooruit. Zo oordeelde de Hoge Raad in het *Coral/Stalt*-arrest dat het een vennootschap die besloten heeft haar activiteiten te beëindigen en voorziet dat zij niet al haar crediteuren zal kunnen voldoen, niet vrijstaat de tot haar groep behorende schuldeisers te bevoordelen boven de overige schuldeisers, tenzij voor de voorkeursbehandeling een rechtvaardigingsgrond bestaat.⁹⁸ Een nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouder handelt onrechtmatig indien hij deze handelwijze van zijn dochter in de hand werkt of toestaat. Sinds de *Coral/Stalt*-zaak wordt regelmatig geprocedeerd door crediteuren en curatoren die menen dat vóór faillissement onrechtmatige selectieve betalingen hebben plaatsgevonden. Daarbij valt ten eerste op dat niet alleen betalingen aan of ten behoeve van aandeelhouders en groepsmaatschappijen aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid, maar ook betalingen aan onafhankelijke derden. Het verwijt aan de vennootschap verschiet naar mijn idee in dat geval van kleur: de vennootschap heeft niet haar aandeelhouder (of

96 Zoals hiervoor opgemerkt, kan wel sprake zijn van een materiële uitkering als de vennootschap een risicodragende aandeelhouderslening terugbetaalt (par. 19.6.2.3) of de verplichting voortvloeit uit een transactie tussen de vennootschap en haar aandeelhouder die niet *at arms length* is verricht (par. 19.6.2.4).

97 Zie par. 18.6.2.

98 HR 12 juni 1998, NJ 1998,727 (*Coral-Stalt*).

andere *insiders*) willen bevoordelen, maar heeft betalingen verricht terwijl zij had moeten weten dat haar faillissement onafwendbaar was en door de betalingen dus de gezamenlijke crediteuren werden benadeeld. Tevens valt op dat – anders dan in de *Coral/Stalt*-casus – men zich thans bijna altijd richt op de bestuurder die de selectieve betaling heeft verricht, en slechts zelden op de aandeelhouder of de ontvanger van de betaling. Tot slot merk ik op dat de *paritas creditorum* haar schaduw steeds verder vooruit lijkt te werpen. In de *Coral/Stalt*-zaak was sprake van feitelijke liquidatie, terwijl thans geconcludeerd kan worden dat selectieve betalingen reeds onrechtmatig kunnen zijn als de betrokkenen weten of behoorden te weten dat het faillissement van de vennootschap op handen was.⁹⁹

Ik zou menen dat betalingen voor faillissement aan of ten behoeve van aandeelhouders en andere *insiders*, terughoudend moeten worden getoetst zolang geen sprake is van een uitkering van *risicodragend* vermogen.¹⁰⁰ Er dient voor te worden gewaakt dat niet alle betalingen die de vennootschap in zwaar weer heeft verricht en die direct of indirect aan haar aandeelhouders (of haar bestuurders) ten goede kwamen, automatisch als onrechtmatig worden aangemerkt. Het is goed mogelijk dat dergelijke betalingen een noodzakelijk onderdeel vormden van een plan om de insolventie van de vennootschap af te wenden. In de *Coral/Stalt*-zaak hanteerde de Hoge Raad mijns inziens daarom terecht het strengere wetenschapsvereiste voor aansprakelijkheid.¹⁰¹ Als de vennootschap in zwaar weer verkeert, en haar bestuurders en direct betrokken aandeelhouders ernstig rekening moeten houden met insolventie, dient men zich te onthouden van (formele of materiële) uitkeringen, maar zijn betalingen aan aandeelhouders die geschieden in de normale uitoefening van het bedrijf in beginsel toegestaan.¹⁰² Zolang er nog een redelijk perspectief bestaat dat insolventie kan worden afgewend, dienen alle betalingen op hun merites te worden beoordeeld. De voldoening van opeisbare verplichtingen, die noodzakelijk is voor de continuïteit van de onderneming, dient niet als onrechtmatig te worden aangemerkt; ook niet als het verplichtingen aan aandeelhouders of groepsmaatschappijen betreft.

Vergelijk de volgende overweging van het Hof Amsterdam uit 2012: “Indien [...] de bestuurder [of aandeelhouder – JB] van een in geldnood verkerende vennootschap constateert dat met de op dat moment beschikbare financiën niet alle crediteuren (volledig) zullen kunnen worden voldaan, moet hem een zekere vrijheid worden gelaten om de crediteuren van wie de vennootschap het meest afhankelijk is voor

99 Rijckenberg 2009.

100 Zie par. 19.6.2.3 hiervoor of terugbetaling van risicodragend vermogen.

101 Aldus ook Winter 1992, p. 82-83. Anders Lennarts 1999, p. 206, die meent dat hier het lichte vereiste uit de *Keulen/BLG*- en *Nimox*-jurisprudentie zou moeten gelden.

102 Vgl. het ‘*ordinary course of business*’-verweer in de Amerikaanse regeling inzake *voidable preferences*, zoals besproken in par. 8.9.3.1.

voortzetting van haar bedrijvigheid met voorrang te (laten) betalen. Zo de bestuurder in die situatie zijn persoonlijke belangen [of de belangen van de nauw betrokken aandeelhouder – JB] dient door het betalingsgedrag van de vennootschap af te stemmen op zijn [of de aandeelhouders' – JB] eigen bevrijding van hoofdelijke aansprakelijkheid, borgtocht of verleende zekerheidsrechten, zal spoedig (kennelijk) onbehoorlijk bestuur, en jegens niet-voldane crediteuren ook onrechtmatig handelen kunnen worden aangenomen. [...] De enkele omstandigheid dat de betaling door de vennootschap de bestuurder [of de aandeelhouder – JB] zal bevrijden van een vorm van persoonlijke aansprakelijkheid, belet hem [echter] niet vast te stellen dat die betaling voor het voortzetten van de bedrijvigheid van de vennootschap dringend aangewezen is, en daarom ook moet plaatsvinden.”¹⁰³

19.6.3.2 De omvang van de schade

Als een aandeelhouder op grond van onrechtmatige daad aansprakelijk is vanwege aan hem verrichte betalingen die *niet* kwalificeren als materiële uitkeringen, dient men erop bedacht te zijn dat de omvang van de schade niet gelijk is aan het nominale bedrag van de onrechtmatige betalingen. Indien de vennootschap een betaling verricht op een aandeelhouderslening, daalt immers zowel haar actief als haar passief. De door de crediteuren geleden schade bestaat daarom uit het verschil tussen hetgeen zij zullen ontvangen in faillissement en hetgeen zij zouden hebben ontvangen als de selectieve betaling niet had plaatsgevonden; het gaat kortom om *Quotenschaden*.¹⁰⁴

19.7 Onderkapitalisatie bij reddingsoperaties

19.7.1 Additionele financiering

Als een vennootschap in zwaar weer terecht komt, zijn aandeelhouders soms bereid om haar – bijvoorbeeld in het kader van een reorganisatieplan – van additionele financiering te voorzien. De aandeelhouder zal daarbij meestal niet gedreven worden door altruïsme of door een bepaald verantwoordelijkheidsgevoel, maar primair door de hoop dat de vennootschap de financiële problemen op termijn te boven zal komen en weer winst zal maken. Blijkt de vennootschap enige tijd later, de reddingsoperatie ten spijt, niet levensvatbaar, dan zal de aandeelhouder de financiering beëindigen en zal de vennootschap meestal kort daarna failleren.

Uit de jurisprudentie blijkt, mijns inziens terecht, dat niet te snel mag worden aangenomen dat een aandeelhouder onrechtmatig handelt, omdat hij een in financiële nood verkerende vennootschap van additionele financiering voorziet.

¹⁰³ Hof Amsterdam 14 februari 2012, *JOR* 2012/209 (*Etirc*).

¹⁰⁴ Zie hierover de noot van Van Andel bij Rb. Arnhem 19 juni 2008, *JOR* 2008/170 en de noot van Rijckenberg bij Hof 's-Hertogenbosch 19 januari 2010, *JOR* 2010/113.

Een sprekend voorbeeld betreft de *Coutts*-zaak. Toen de dochtervennootschap van *Coutts Holding BV* (*Coutts*) in zwaar weer terecht kwam, werd besloten om de dochter ingrijpend te reorganiseren en in dat kader verstrekte *Coutts* aan haar dochter in 2002 een aantal leningen. Toen medio 2003, 18 maanden na de implementatie van het reddingsplan, duidelijk werd dat de dochter het hoofd niet boven water zou houden, staakte *Coutts* haar financiering en stuurde zij aan op surseance. De curator in het daarop volgende faillissement van de dochter sprak *Coutts* aan op grond van onrechtmatige daad. De rechtbank oordeelde dat *Coutts* haar dochter kunstmatig in leven had gehouden in de wetenschap dat het stopzetten van de financiering direct het faillissement van de dochter zou inluiden.¹⁰⁵ Onder deze omstandigheden had het haar niet vrijgestaan de financiering te staken zonder ervoor te zorgen dat alle crediteuren van de dochter werden voldaan. *Coutts* was aldus aansprakelijk voor de vorderingen van alle op datum van faillissement bestaande handelscrediteuren.

Het hof vernietigde echter de uitspraak van de rechtbank en overwoog dat *Coutts* zich de belangen van haar dochter afdoende had aangetrokken door haar in het kader van een reorganisatieplan van leningen te voorzien, en door daarna op surseance aan te sturen toen door voortschrijdend inzicht duidelijk werd dat de dochter niet langer te redden was.¹⁰⁶ A-G Timmerman concludeerde tot verwerping van het tegen het arrest ingestelde cassatieberoep, waarna de Hoge Raad de zaak afdeed op grond van art. 81 RO.¹⁰⁷

19.7.2 Terughoudende beoordeling reddingsoperaties

Een dragende overweging in het arrest van het hof is mijns inziens de feitelijke vaststelling dat *Coutts* ten tijde van de implementatie van het reddingsplan nog mocht vertrouwen op een goede afloop. A-G Timmerman heeft dienaangaande terecht opgemerkt dat een moedervernootschap niet al te zeer ontmoedigd dient te worden om een reddingsplan voor een slecht draaiende dochter op te zetten.¹⁰⁸ Het oordeel van het hof was waarschijnlijk anders uitgevallen indien zij had vastgesteld dat *Coutts* reeds in 2002 had moeten weten dat de dochter, gegeven de additionele financiering, geen redelijke overlevingskansen had. Als *Coutts* in dat geval toch was overgegaan tot financiering, had het haar niet meer vrijgestaan om de financiering op een later moment te beëindigen, zonder daarbij zorg te dragen voor (de voldoening van) de schuldeisers.

105 Rb. Zutphen 27 oktober 2004, *JOR* 2005/4 (*Coutts*).

106 Hof Arnhem 30 mei 2006, *JOR* 2006/320 (*Coutts*).

107 HR 12 september 2008, *JOR* 2008/297 (*Coutts*).

108 Overweging 3.11 van zijn conclusie bij het arrest.

19.7.3 *Geen vordering van de curator bij onrechtmatige voortzetting van verlieslatende activiteiten*

In de *Coutts*-procedure is niet de vraag aan de orde gekomen of de curator kon opkomen voor de benadeelde crediteuren. De rechtbank oordeelde dat *Coutts* onrechtmatig gehandeld had jegens alle handelscrediteuren in faillissement. Zoals hiervoor werd opgemerkt, handelt een aandeelhouder door een voortzetting van verlieslatende activiteiten echter uitsluitend onrechtmatig jegens de crediteuren waarvan de vordering van na het peilmoment dateert.¹⁰⁹ Was dit punt aangevoerd in de procedure, dan had het hof moeten oordelen dat de curator niet ontvankelijk was. De curator kan immers uitsluitend opkomen voor de gezamenlijke crediteuren, en niet voor een specifieke groep schuldeisers. In de zaak *Poelman/AIM* lagen zeer vergelijkbare feiten voor, en oordeelde het Hof 's-Hertogenbosch dan ook terecht dat de curator niet ontvankelijk was, nu hij niet opkwam vanwege een “generieke schuldeisersbenadeling”.¹¹⁰

19.7.4 *Reddingsfinanciering gedekt door zekerheden: voortzetting van verlieslatende activiteiten of onttrekkingen?*

Als daartoe de mogelijkheid bestaat, zal de aandeelhouder die een vennootschap van additionele (reddings)financiering voorziet, zekerheden bedingen op de activa van de vennootschap. Dit heeft vanzelfsprekend een negatief effect op het verhaal van de ongesecureerde crediteuren in een eventueel later faillissement van de vennootschap. De vraag rijst welke invloed een zekerheidsverstrekking heeft op de *ex post* beoordeling van de reddingspoging. Het hof in de *Coutts*-zaak overwoog dat voor haar oordeel mede relevant was dat *Coutts* geen zekerheden had bedongen voor het door haar verstrekte krediet en hierdoor veruit de grootste concurrente crediteur was in het faillissement van haar dochter. Volgens A-G Timmerman is het denkbaar dat onder omstandigheden de peildatum op een eerder moment wordt vastgesteld indien ten behoeve van de moeder zekerheden zijn verstrekt dan wanneer geen zekerheden zijn verstrekt.¹¹¹

Ik vraag mij af of het zuiver is om het peilmoment – het moment waarop de aandeelhouder moest weten dat de vennootschap niet langer te redden was – vroeger vast te stellen als in het kader van de reddingsfinanciering zekerheden werden gevestigd, dan in het geval dat de aandeelhouder ongesecureerde leningen heeft verstrekt. Dat de vennootschap kennelijk nog vrij actief beschikbaar had en de aandeelhouder daarvan gebruik heeft gemaakt om het neerwaartse risico van de

109 Zie par. 19.3.1.2.

110 Hof 's-Hertogenbosch 31 maart 2009, *JOR* 2009/158 (*Poelman q.q./AIM*), r.o. 4.7.4.

111 Overweging 4.20 van zijn conclusie bij het arrest.

reddingsfinanciering af te dekken, verandert niets aan zijn wetenschap inzake de haalbaarheid van het reddingsplan. Zolang de aandeelhouder mag menen dat er een redelijke kans op overleving van de vennootschap bestaat, handelt hij niet onrechtmatig jegens de *nieuwe* schuldeisers van de vennootschap door haar te financieren, ongeacht of hij zekerheden bedingt, zo volgt naar mijn idee ook uit het *Osby*-arrest.¹¹²

Een en ander neemt niet weg dat de aandeelhouder wél onrechtmatig kan handelen jegens *de gezamenlijke* crediteuren door het bedingen van de zekerheden.¹¹³ Daarbij moet mijns inziens onderscheid worden gemaakt tussen zekerheden voor reeds eerder verstrekt krediet en zekerheden voor nieuw krediet. Bedingt de aandeelhouder zekerheden voor zijn *reeds bestaande* vorderingen op de vennootschap, dan is vanuit het perspectief van de gezamenlijke crediteuren sprake van een vermogensonttrekking; hun verhaalsvermogen wordt in dat geval immers afgeroomd ten behoeve van de aandeelhouder. De aandeelhouder handelt door het bedingen van zekerheden voor eerder verstrekt krediet daarom onrechtmatig indien hij ernstig rekening moet houden met een tekort.¹¹⁴ Aan dit lichtere subjectieve vereiste zal mijns inziens doorgaans zijn voldaan op het moment dat een aandeelhouder bij een reddingsoperatie betrokken is (zie par. 19.5.4 hiervoor). Deze notie lees ik ook in het arrest van het Hof 's-Hertogenbosch in een met *Coutts* vergelijkbare zaak, waarin het hof van belang achtte dat de moeder in het kader van een reddingsoperatie geen zekerheden had bedongen of ontvangen en geen vermogen aan de dochter had onttrokken, “zodat [de moeder] geen voorsprong [had] verworven ten opzichte van andere crediteuren”.¹¹⁵ Tracht een aandeelhouder door een reddingspoging zijn eigen *exposure* af te bouwen ten detrimente van de overige crediteuren, dan zal aansprakelijkheid eerder aan de orde komen.

Bedingt de aandeelhouder zekerheden voor een *nieuwe lening*, dan handelt hij mijns inziens in beginsel pas onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren als er geen reëel overlevingsperspectief bestaat.¹¹⁶ Uit de rechtspraak van de Hoge Raad inzake de pauliana blijkt dat *de gezamenlijke* crediteuren benadeeld worden door de vestiging van zekerheden voor nieuw krediet, zelfs als het nieuwe krediet is aangewend om concurrente schuldeisers te voldoen. In het tweede arrest inzake

112 HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

113 In vergelijkbare zin heeft Van Maanen in zijn *JOR*-noot onder het *Coutts*-arrest overwogen: “[Niet] moet vergeten worden dat het in stand houden van een schijn van kredietwaardigheid een wezenlijk andere normschending inhoudt dan het verminderen van de verhaalsmogelijkheden, en dat de daaruit voortvloeiende schade een andere is.”

114 Zo ook Schoonbrood-Wessels in Houwen, Schoonbrood-Wessels & Schreurs 1993, p. 898. Anders: Lennarts 1999, p. 223-224.

115 Hof 's-Hertogenbosch 31 maart 2009, *JOR* 2009/158 (*Poelman q.q./AIM*), r.o. 4.7.4.

116 In dat geval handelt de aandeelhouder dus eveneens onrechtmatig jegens de *nieuwe* schuldeisers (zie par. 19.7.4 hiervoor).

Van Dooren q.q./ABN-Amro oordeelde de Hoge Raad dat de vestiging van zekerheden voor nieuw krediet ook onder die omstandigheden leidt tot benadeling, nu daardoor concurrente crediteuren van de vennootschap worden vervangen door een geseceerde schuldeiser.¹¹⁷ Zoals in hoofdstuk 8 aan bod kwam, oordeelde in de VS het federale *Court of Appeals (5th Cir.)* dat de concurrente crediteuren onder deze omstandigheden juist *niet* benadeeld waren door het vestigen van de zekerheden; hoewel de individuele crediteuren nadeel hadden ondervonden, was volgens het *Court of Appeals* geen sprake van benadeling van de “*unsecured creditors as a class*”.¹¹⁸ Op dit punt is het Nederlandse recht dus strenger voor de aandeelhouder dan het Amerikaanse recht.

19.8 Onderkapitalisatie bij oprichting of wijziging activiteiten

19.8.1 Wettelijke flexibiliteit staat niet aan verantwoordelijkheid in de weg

Over de verantwoordelijkheid van aandeelhouders die vermogen onttrekken aan een ondergekapitaliseerde vennootschap of deze additionele financiering verstrekken, bestaat inmiddels een aanzienlijke hoeveelheid rechtspraak en literatuur. Veel minder duidelijkheid bestaat er over de verantwoordelijkheid van aandeelhouders bij oprichting van een nieuwe vennootschap of bij aanvang of wijziging van haar activiteiten. Sinds de herziening van 2012 eist de wet bij oprichting van een BV niet langer de inbreng van een minimum eigen vermogen. Blijkens de toelichting bij de wet Flex-BV is bewust afgezien van de introductie van een wettelijk vereiste dat de BV bij oprichting “adequaaf gefinancierd” moet zijn.¹¹⁹ Nu *de wet* dus geen vereisten stelt aan de financiering door aandeelhouders, rijst de vraag of er uit andere hoofde een verplichting bestaat om de vennootschap adequaat te financieren. Is bijvoorbeeld aansprakelijkheid van aandeelhouders mogelijk indien de financiering van de vennootschap reeds bij haar oprichting of bij de aanvang van haar activiteiten in een wanverhouding staat tot de risico’s die voortvloeien uit de door haar ontplooiende onderneming?

Dat de wet geen vereisten stelt aan de financiering bij oprichting, betekent mijns inziens niet dat het de aandeelhouders zonder meer vrij zou staan om de vennootschap inadequaaf te financieren. Zoals ook blijkt uit het *Nimox*-arrest, wordt de financieringsvrijheid van aandeelhouders niet uitsluitend begrensd door formele, wettelijke regels, maar tevens door de zorgvuldigheidsnormen die voortvloeien uit art. 6:162 BW. Financiering van de BV met het wettelijk voorgeschreven

117 HR 5 juli 2005, *NJ* 2005, 457 (*Van Dooren q.q./ABN AMRO II*). Zie ook de *JOR*-noot van Van Maanen onder het *Coutts*-arrest. Op het eerstgenoemde arrest is de nodige kritiek uitgeoefend, zie voor een overzicht De Weijts 2010a, p. 241-244.

118 *Matter of S.I. Restructuring, Inc.*, 2008 U.S. App. LEXIS 13140 (5th Cir. 2008).

119 *Kamerstukken II*, 2006/07, 31 058, nr. 3 (MvT), p. 27.

minimumkapitaal zal onder omstandigheden in strijd zijn met hetgeen in het maatschappelijk verkeer betaamt.

Reeds in 1942 overwoog Van der Grinten dat als “de zaak zonder voldoende kapitaal gedreven werd” beperkte aansprakelijkheid “niet op haar plaats” was. De beperking zou in dat geval verder gaan “dan maatschappelijk en moreel geoorloofd is te achten”.¹²⁰ In gelijke zin heeft Van den Ingh overwogen: “Een van de grondregels van ons vennootschapsrecht is c.q. zou moeten zijn dat een vennootschap behoorlijk is gefinancierd. Bij de oprichting, maar ook regelmatig nadien, zal bij deze norm moeten worden stilgestaan.”¹²¹ In haar preadvies van 2006 heeft Bier, mede in het licht van de afschaffing van het minimumkapitaal, de vraag opgeworpen of “er voor een oprichter een verplichting zou dienen te bestaan om te zorgen dat de vennootschap bij haar oprichting adequaat gefinancierd is”.¹²² In 2009 overwoog Schoordijk naar aanleiding van de PCM-procedure dat “wij de open norm [moeten] aanvaarden volgens welke de oprichters van een vennootschap en aandeelhouders aansprakelijk gesteld kunnen worden indien zij bij de oprichting of herstructurering van een vennootschap een financiële infrastructuur in het leven geroepen hebben die onvoldoende garandeert dat deze op een verantwoordelijke wijze aan het economisch leven kan deelnemen en ook blijven deelnemen. De vennootschap dient daartoe financieel adequaat uitgerust zijn”.¹²³ Volgens Van Solinge en Nieuwe Weme geldt “de ongeschreven regel dat er een redelijke verhouding dient te bestaan tussen de financiering van de vennootschap en de activiteiten die zij ontplooit of zal gaan ontplooien”.¹²⁴ Ook de Duitse jurist Baums wijst erop dat het feit dat het niet mogelijk is om een adequate financiering bij wet af te dwingen, er niet aan in de weg staat dat een rechter in een concreet geval beoordeelt dat de financiering evident inadequaat was: “*Durch generell geltende gesetzliche Normen kann eine angemessene Eigenkapitalquote im Sinne einer festen Nennkapital- oder Eigenkapitalziffer oder einer festen Eigenkapitalquote ohne Berücksichtigung der mit Geschäftstätigkeit verbundenen Ausfallrisiken, die in jedem Einzelfall differieren, nicht festgelegt werden. Das schließt nicht aus, dass aufgrund einer Betrachtung aller Umstände eines Einzelfalls ein Gericht feststellen kann, dass äußerste Grenzen überschritten worden sind, und in Anbetracht aller Umstände eine in jeder Hinsicht unvertretbare Eigenkapitalausstattung mit entsprechender Gläubigergefährdung gegeben war.*”¹²⁵

Staat aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie niet op gespannen voet met het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid? Mijns inziens is dit niet het geval als

120 Van der Grinten 1942, p. 57.

121 Van den Ingh 1998, p. 11.

122 Bier 2006a, p. 224.

123 Schoordijk 2009, p. 361.

124 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIA 2013, nr. 139.

125 Baums 2011, p. 207.

men uitsluitend aansprakelijkheidsgevolgen verbindt aan – wat ik noem – *verwijtbare* onderkapitalisatie.¹²⁶ Aansprakelijkheid vanwege een verwijtbare onderkapitalisatie doet net zo weinig afbreuk aan de beperkte aansprakelijkheid als de hiervoor besproken (indirecte) doorbraak-jurisprudentie. Met Timmerman meen ik dat de rechtspersoonlijkheid en de daaruit voortvloeiende beperkte aansprakelijkheid geen slaafse eerbied verdienen; als voor aansprakelijkheid van aandeelhouders steekhoudende argumenten kunnen worden aangevoerd, dient de hoofdregel van de beperkte aansprakelijkheid daaraan niet in de weg te staan.¹²⁷ In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat aandeelhouders door onderkapitalisatie van een vennootschap kosten kunnen externaliseren naar met name kleine handelscrediteuren, onvrijwillige crediteuren en werknemers. Dit rechtvaardigt dat grenzen worden gesteld aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder.

In de *Pelco/Sturkenboom*-procedure hebben de rechtbank en het hof mijns inziens miskend dat aandeelhouders wel degelijk onrechtmatig kunnen handelen als zij het wettelijk voorgeschreven minimumkapitaal bijeen hebben gebracht.¹²⁸ Daarin verweet een (in faillissement onbetaald gebleven) crediteur de aandeelhouder van zijn schuldenaar onvoldoende kapitaal aan de vennootschap te hebben verstrekt “om behoorlijk te kunnen functioneren, nu enkel het wettelijk voorgeschreven minimumkapitaal [was] gestort”. De crediteur meende dat de vennootschap, gelet op de grote bedragen die gemoeid waren met haar activiteiten, over een aanzienlijke financiële reserve moest beschikken, opdat “niet de schuldeisers met het ondernemersrisico van [de vennootschap] zouden worden opgezadeld”. De rechtbank overwoog echter dat “er [...] geen rechtsregel [bestaat] die met zich brengt dat de deelnemers aan een vennootschap die een onderneming drijft in een tak van handel waarin grote bedragen omgaan, [...] meer kapitaal aan zo’n vennootschap dienen te verstrekken dan wettelijk voorgeschreven”. Het Hof Arnhem overwoog in hoger beroep dat “het enkele feit dat een vennootschap onvoldoende middelen heeft om aan haar verplichtingen te voldoen, [...] voor een bestuurder of (indirect) aandeelhouder nog niet de verplichting mee[brengt] om – op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid jegens crediteuren – aan de vennootschap extra kapitaal te verstrekken”. De rechtbank en het hof gingen beiden aan de kernvraag voorbij: was ten tijde van de oprichting van de vennootschap, vanwege de wijze waarop zij was gefinancierd, een tekort redelijkerwijs voorzienbaar?¹²⁹ Bij een bevestigend antwoord kan de aandeelhouder zich mijns inziens niet verschuilen achter het wettelijk minimumkapitaal.

126 Zie over het onderscheid tussen objectieve onderkapitalisatie en verwijtbare onderkapitalisatie par. 19.4.4.

127 Timmerman 2001, p. 294.

128 Rb. Arnhem 7 september 1995 en Hof Arnhem 29 april 1997, *JOR* 1997/93 (*Pelco/Sturkenboom*).

129 Vgl. Van den Ingh 1998, p. 24.

Tegen een aansprakelijkheid vanwege onderkapitalisatie is door sommigen ingebracht dat van de aandeelhouders niet verlangd mag worden dat zij bij aanvang van de ondernemingsactiviteiten vaststellen welke vermogensbehoefte de vennootschap zal hebben, nu zelfs onder (bedrijfs)economen geen duidelijkheid bestaat over de beste manier waarop vennootschappen gefinancierd kunnen worden.¹³⁰ De bedrijfseconomie richt zich echter primair op de vraag naar de *optimale* kapitaalstructuur.¹³¹ Van aandeelhouders wordt niet gevergd dat zij een oordeel vellen over de best mogelijke financiering van de vennootschap; aansprakelijkheid komt pas aan de orde indien de financiering evident niet adequaat was. De norm dat aandeelhouders aansprakelijk kunnen zijn vanwege verwijtbare onderkapitalisatie houdt slechts in dat de aandeelhouder die weet of behoort te weten dat de financiering *niet* adequaat is en de totstandkoming van de financiële structuur kan voorkomen of opheffen, onrechtmatig handelt door niettemin zijn medewerking te verlenen aan de totstandkoming of instandhouding van de financiële structuur. In de kern komt de *Nimox*-norm erop neer dat een aandeelhouder aansprakelijk is als hij er ernstig rekening mee moest houden dat de vennootschap na een vermogensonttrekking ‘ondergekapitaliseerd’ zou zijn.¹³² Deze norm veronderstelt evenmin dat aandeelhouders in staat zijn de (optimale) vermogensbehoefte van de vennootschap na de onttrekking in te schatten. Het zou merkwaardig zijn als het in het leven roepen van een financiële structuur in de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap dat deze zal leiden tot een tekort, niet tot aansprakelijkheid zou kunnen leiden, terwijl daartoe leidende vermogensonttrekkingen wél onrechtmatig kunnen zijn.¹³³

19.8.2 Vereisten voor aansprakelijkheid

Voor aansprakelijkheid vanwege het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur is mijns inziens vereist dat de aandeelhouder daarbij direct betrokken is geweest en uit dien hoofde ook in staat is geweest om de totstandkoming van de structuur te voorkomen of op te heffen.¹³⁴ Het zal dus meestal gaan om grootaandeelhouders, maar tevens is mogelijk dat bijvoorbeeld *joint venture*-partijen een ondergekapitaliseerde vennootschap oprichten. Aansprakelijkheid daarvoor vereist niet dat de aandeelhouder zich ook daarna intensief met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid. Net zo min als voor aansprakelijkheid vanwege onrechtmatige vermogensonttrekkingen vereist is dat de aandeelhouder zich duurzaam intensief met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid, geldt dit vereiste

130 Zie bijvoorbeeld Mülbert 2006, p. 393.

131 Zie daarover uitgebreid hoofdstuk 2.

132 Vgl. Bartman 1992, p. 64: “Het Nimox-arrest geeft op een niet mis te verstane wijze uitdrukking aan [de] [...] gedachte die er in de kern op neerkomt dat het desbewust te weinig risicodragend vermogen verschaffen door de moeder aan haar dochter (“onderkapitalisatie”) onrechtmatig is tegenover schuldeisers van de laatste en haar uit dien hoofde schadelijkt maakt.”

133 Vgl. Bier 2006a, p. 223.

134 Aldus ook Van den Ingh 1998, p. 26.

bij de aansprakelijkheid vanwege het in het leven roepen van een inadequate financieringsstructuur.

Wel dient voor de aandeelhouder voorzienbaar te zijn geweest dat de financiële structuur inadequaat was. In deze wetenschap is primair de onrechtmatigheid van het gedrag gelegen. De vraag rijst of hier het lichte wetenschapsvereiste – zoals gehanteerd in de onttrekkingsgevallen – of het zwaardere wetenschapsvereiste – in de gevallen van voortzetting van verlieslatende activiteiten – moet gelden. Ik zou menen dat in beginsel het zwaardere subjectieve vereiste van toepassing dient te zijn, maar dat hier evenwel een flexibele norm moet gelden, afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Een relevante omstandigheid is mijns inziens in hoeverre de aandeelhouder zelf het ondernemingsrisico draagt. De aandeelhouder die zijn eigen risico tot het minimum heeft teruggebracht, bijvoorbeeld door de vennootschap uitsluitend te financieren met door zekerheden gedekte leningen, en daarmee het neerwaartse potentieel van de onderneming uitsluitend laat neerslaan bij de schuldeisers en werknemers van de vennootschap, zal eerder akkoord gaan met een te risicovolle financieringsstructuur dan de aandeelhouder die een significant deel van het risico voor zijn rekening neemt. Tevens zouden mijns inziens de aard van de ondernemingsactiviteiten en de daaruit voortvloeiende risico's voor derden relevant moeten zijn. Als de vennootschap uitsluitend overeenkomsten aangaat met professionele wederpartijen die in staat en in de gelegenheid zijn de risico's te beoordelen en te verdisconteren of af te dekken, zal de aandeelhouder minder snel een verwijt mogen worden gemaakt, dan in de situatie waarin de activiteiten van de vennootschap risico's meebrengen voor 'zwakke' crediteuren, zoals werknemers en handelscrediteuren, of derden die onvrijwillig een vordering op de vennootschap zullen krijgen bij verwezenlijking van de risico's.

Bij de beoordeling van de financiering dient rekening te worden gehouden met het gegeven dat de vermogensbehoefte van de vennootschap zich in de regel eenvoudiger laat schatten bij (onttrekkingen aan) een reeds bestaande onderneming, dan bij aanvang van (nieuwe) activiteiten. Daarom mag er mijns inziens niet te lichtvaardig van worden uitgegaan dat de continuïteitsproblemen bij aanvang voor de aandeelhouder redelijkerwijs voorzienbaar waren.¹³⁵ Het moet gaan om een evidente onderkapitalisatie.

135 Voor aansprakelijkheid van de moeder vanwege onderkapitalisatie is volgens Van den Ingh "in ieder geval [...] steeds vereist dat de moeder heeft bijgedragen aan de toestand van onderfinanciering of die toestand zelfs heeft veroorzaakt en aldus invloed op het ontstaan van het ontbreken van verhaal heeft uitgeoefend. Vanzelfsprekend moet daarnaast ook altijd de eis van voorzienbaarheid van benadeling van de (overige) schuldeisers van de dochter worden gesteld." (Van den Ingh 1998, p. 26).

19.8.3 Onderkapitalisatie onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren

Bij een onrechtmatige onderkapitalisatie wordt de aandeelhouder niet verweten dat hij verzaakt heeft in te grijpen toen hij ermee bekend moest zijn dat de vennootschap ten dode was opgeschreven (zoals in de arresten *Albada Jelgersma* en *Sobi/Hurks*), maar dat hij door zijn eigen actief handelen heeft bijgedragen aan de totstandkoming van de inadequate financiële structuur. In die zin ligt het verwijt in het verlengde van het verwijt dat de aandeelhouder wordt gemaakt als ten gevolge van een vermogensonttrekking de vennootschap ondergekapitaliseerd is geraakt. De aandeelhouder handelt door het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur daarom in beginsel onrechtmatig jegens de – als eenheid gedachte – gezamenlijke crediteuren, waardoor de curator in een eventueel faillissement met een *Peeters/Gatzen*-vordering vanwege de onderkapitalisatie tegen de verantwoordelijke aandeelhouder kan ageren. Voor dit standpunt zijn aanknopingspunten te vinden in de arresten van de Hoge Raad inzake *Comsys* en *Stichting Waalwijk 8*.¹³⁶

19.8.4 Onderkapitalisatie en verzekeringen

De Amerikaanse rechtspraak inzake *veil piercing* illustreert dat het bij de vaststelling van onderkapitalisatie van belang is in hoeverre de vennootschap de verwezenlijking van bepaalde risico's door het afsluiten van verzekeringen heeft afgedekt.¹³⁷ Onderkapitalisatie brengt in het bijzonder risico's mee voor de onvrijwillige crediteuren van de vennootschap en juist deze risico's kunnen niet zelden door verzekeringen worden afgedekt.

Een vergelijkbare redenering lees ik in een uitspraak van de Rechtbank 's-Gravenhage inzake een ongeval op een klimmuur.¹³⁸ S was directeur en enig aandeelhouder van HTC BV. HTC exploiteerde onder andere een klimmuur. Doordat tijdens zijn klim op deze muur het bevestigingskoord was gebroken, had F blijvend letsel opgelopen. HTC en F hadden een schikking getroffen voor de door F geleden schade, maar HTC bleek daarvoor geen verhaal te bieden. Nu HTC haar aansprakelijkheidsverzekering enige tijd voor de dag van het ongeval had beëindigd, vond evenmin uitkering plaats door een verzekeraar. F sprak daarom S aan op grond van onrechtmatige daad, en voerde daartoe aan dat S onrechtmatig zou hebben gehandeld door de activiteiten na beëindiging van de aansprakelijkheidsverzekering voort te zetten, terwijl hij wist dat HTC op geen enkele wijze verhaal bood voor toekomstige schadevergoedingsverplichtingen jegens bezoekers. De rechtbank oordeelde dat S aansprakelijk was jegens F, en legde daaraan ten grondslag dat (1) de ondernemingsactiviteiten van de vennootschap voorzienbare risico's meebrachten, terwijl (2) de vennootschap niet over activa of een anderszins

¹³⁶ Zie par. 19.8.5 en par. 19.8.6 hierna.

¹³⁷ Zie par. 7.4.3.2.

¹³⁸ Rb. 's-Gravenhage 1 juni 2011, *RO* 2011/61 (*HTC*).

voor verhaal van crediteuren vatbaar vermogen beschikte, (3) de vennootschap geen voorzieningen had getroffen voor eventuele schadeclaims en (4) zij zich evenmin gedekt wist door een aansprakelijkheidsverzekering ten tijde van het ongeval omdat een jaar daarvoor de verzekering was geëindigd.¹³⁹ De rechtbank rekende het S in het bijzonder aan dat hij de risicovolle activiteiten na het wegvallen van de verzekeringsdekking had voortgezet. Voor zover de vennootschap niet in staat was om adequate dekking te verkrijgen, had zij onder de gegeven omstandigheden haar risicovolle activiteiten moeten staken, aldus de rechtbank.

In de onderhavige zaak was S niet alleen aandeelhouder van HTC, maar tevens haar enig bestuurder. Mijns inziens is de door de rechtbank geformuleerde norm eveneens van toepassing op de aandeelhouder die door zijn nauwe betrokkenheid bij het opzetten van een financiële structuur weet of moet weten dat de ondernemingsactiviteiten evidente risico's meebrengen voor derden, die bij verwezenlijking van deze risico's onvrijwillig een vordering op de vennootschap zullen krijgen en de vennootschap daarvoor geen verhaal zal bieden.¹⁴⁰ Aandeelhouders en bestuurders dienen op een financieel verantwoordelijke manier te handelen door ervoor te zorgen dat de vennootschap redelijkerwijs voorzienbare risico's kan dragen. Aan deze verplichting kunnen zij niet alleen voldoen door het bijeenbrengen van voldoende risicodragend vermogen, maar tevens door het afsluiten van passende aansprakelijkheidsverzekeringen. Sterker nog: een adequate verzekering biedt onvrijwillige crediteuren wellicht nog wel meer bescherming dan het eigen vermogen (dat immers door verliezen verloren kan gaan).

Millon heeft dienaangaande overwogen: “*The key distinction [between permissible and illegal shareholder conduct – JB] should be about the reasonableness of the corporation’s effort ex ante to provide compensation for potential accident victims [...]. A corporation acts reasonably if it provides sufficient compensation for harms likely to occur as a result of its business activities. [...] The law should not encourage deliberate or reckless failure to cover the reasonably anticipated costs of doing business by allowing business owners to seek refuge behind the limited liability shield.*”¹⁴¹

19.8.5 Onderkapitalisatie vanwege een negatieve rentabiliteit

Het arrest van de Hoge Raad inzake *Comsys* illustreert mijns inziens dat voor aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege een inadequate financiering niet alleen de solvabiliteit en liquiditeitspositie van de vennootschap van belang zijn, maar tevens de (geprognosticeerde) rentabiliteit van de door haar ontplooide

139 De wijze waarop de rechtbank deze schade berekent, roept overigens vragen op; zie daarover de wenk bij RO 2011/61.

140 Vgl. Schoonbrood-Wessels 1996b, p. 37-48 en Van den Ingh 1998, p. 30.

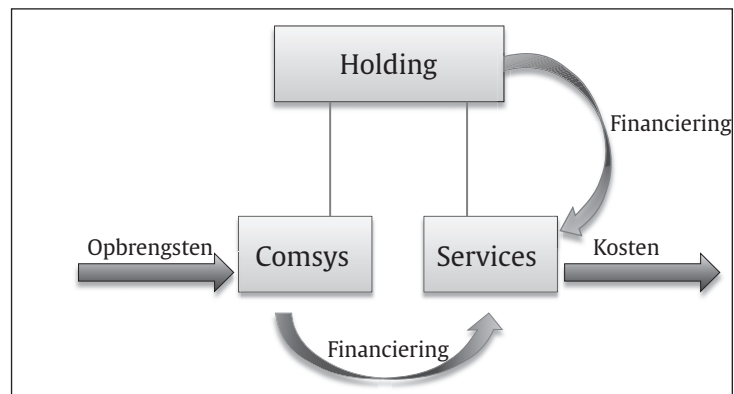
141 Millon 2007, p. 1356.

activiteiten.¹⁴² Op de aandeelhouder die, bijvoorbeeld in concernverband, gebruikmaakt van een stropenmaatschappij die gedoemd is tot het maken van verlies, rust een zorgplicht jegens de crediteuren van die vennootschap.

19.8.5.1 De Comsys-zaak: een inherent verlieslatende structuur

Comsys Holding BV (Holding) was enig aandeelhouder en bestuurder van onder meer *Comsys BV (Comsys)* en *Comsys Services BV (Services)*. De *Comsys*-groep hield zich bezig met de verkoop en installatie van *voice response* systemen. Het in het *Comsys*-concern werkzame personeel was ondergebracht in *Services*. Daarnaast kocht *Services* de voor de onderneming benodigde materialen. *Comsys* ging vervolgens de contracten aan met afnemers en incasseerde de bijhorende facturen. Het concern was kortom zo opgezet dat de door de onderneming gegenereerde inkomsten neersloegen in *Comsys*, terwijl (uitsluitend) de kosten neersloegen in *Services*.

Omdat niet alle door *Services* gemaakte kosten volledig werden doorberekend aan haar moeder en zuster, leed zij sinds 1999 verlies. Deze verliezen werden in rekening-courant voor een deel gedragen door *Comsys* en *Holding*. In de jaarrekening van 2001 erkende de accountant dat het eigen vermogen van *Services* negatief was, de vennootschap voor haar voortbestaan afhankelijk was van haar financiers, en dat de belanghebbenden de intentie hadden om de vennootschap te continueren. *Services* had al haar activa aan de bank verpand in het kader van een kredietarrangement ten behoeve van de gehele *Comsys*-groep (zie figuur 1).



Figuur 1

¹⁴² HR 11 september 2009, *JOR* 2009/309 (*Comsys*).

Tot 2001 voldeed *Services* al haar opeisbare schulden. Begin 2003 stopte *Holding* echter met het financieren van de door *Services* geleden verliezen en daarom beëindigde in mei van dat jaar de bank het aan *Services* verstrekte krediet. Toen *Services* kort daarna failliede, sprak de curator *Holding* en *Comsys* aan voor het boedeltekort op grond van onrechtmatige daad. De vordering werd aanvankelijk afgewezen door de rechtbank, maar daarna door het hof toegewezen. Het hof verwees naar de bestuurlijke en bedrijfsmatige verwevenheid van de groepsvenootschappen, de financiële afhankelijkheid van *Services* van *Holding* en *Comsys*, de wetenschap van *Holding* en *Services* dat de crediteuren van *Services* zouden worden benadeeld door de inrichting van de groep, en dat *Holding* verzuimd had in te grijpen. Het hof meende dat deze “omstandigheden een doorbraak van aansprakelijkheid [rechtvaardigden]”. In cassatie overwoog de Hoge Raad dat de door het hof vastgestelde feiten er in de kern op neer kwamen:

“dat sinds 1999 een situatie heeft bestaan waarin *Holding* als houdstermaatschappij en bestuurder van *Comsys* en *Services* dit deel van haar concern aldus had opgezet dat in wezen *Comsys* en *Services* tezamen één onderneming voerden, waarbij de kostenkant bij *Services* lag en de inkomstenkant bij *Comsys*, terwijl de door *Services* ten behoeve van *Holding* en *Comsys* gemaakte kosten niet volledig werden doorbelast. [...] Volgens het kennelijke oordeel van het hof had *Holding* onder die omstandigheden een bijzondere zorgplicht jegens de crediteuren van *Services*, welke zorgplicht berustte op de door *Holding* opgezette structuur met inherente risico’s voor crediteuren van *Services*, in samenhang met haar keuze ultimo 2001 om de activiteiten van *Services* *going concern* voort te zetten hoewel zij wist dat door de gevolgde wijze van handelen binnen de *Comsys* Groep de crediteuren van *Services* zouden worden benadeeld zodra de financiering in rekening-courant door *Holding* en *Comsys* zou worden beëindigd. Onder die omstandigheden diende *Holding* zich de belangen van de – bestaande en toekomstige – schuldeisers van *Services* aan te trekken.”

In cassatie overwoog de Hoge Raad dat de aansprakelijkheid van *Holding* voor onvoldane schulden van *Services* die voortvloeiden uit langlopende verplichtingen die reeds vóór het einde van 2001 waren aangegaan, niet gebaseerd was op het enkele feit dat *Holding* die langlopende verplichtingen na het einde vsn 2001 niet had beëindigd, maar mede op de omstandigheid dat *Holding* reeds in 1999 een concernstructuur met inherente risico’s in het leven had geroepen, en in dat kader *Services* verplichtingen had laten aangaan die, toen de concernfinanciering in rekening-courant werd stopgezet en het faillissement van *Services* werd aangevraagd, niet langer konden worden nagekomen. De Hoge Raad liet de aansprakelijkheid van *Holding* daarom in stand.

19.8.5.2 Geen peildatum bij een inherent verlieslatende structuur

De *Comsys*-uitspraak van de Hoge Raad laat zich niet gemakkelijk lezen. Dit is met name het gevolg van het feit dat het hof en de Hoge Raad hun oordeel in hoge mate hebben toegesneden op de specifieke omstandigheden van het geval.¹⁴³ Daarnaast is niet duidelijk of de aansprakelijkheid van *Holding* werd gebaseerd op haar rol als aandeelhouder of bestuurder; de Hoge Raad verwijst naar beide hoedanigheden. Niettemin kan mijns inziens uit het *Comsys*-arrest worden afgeleid dat op aandeelhouders een zorgplicht kan komen te rusten jegens de crediteuren van de vennootschap, indien zij een te riskante financieringsstructuur in het leven roepen.

A-G Timmerman had in zijn conclusie voor het arrest overwogen dat het hof een peildatum had moeten vaststellen waarop “binnen de riskante constellatie de schending van een bijzondere zorgplicht een aanvang [had] genomen”. Het hof had volgens de A-G “een jaar voor jaar overzicht van de financiële gang van zaken” binnen *Services* moeten maken en op basis daarvan moeten beoordelen vanaf welk moment de zorgplicht van *Holding* jegens de crediteuren van *Services* een aanvang had genomen. Kennelijk meende de A-G dat het verwijt aan *Holding* zo begrepen moest worden dat zij de schijn van kredietwaardigheid had gewekt, vergelijkbaar met de in par. 19.3.1 genoemde rechtspraak.

Mijns inziens is het verwijt aan de aandeelhouder in de *Comsys*-zaak echter van een andere orde dan in de zaken *Albeda Jelgersma* en *Sobi/Hurks*. Bakker en Wassenaar hebben er terecht op gewezen dat in de *Comsys*-casus geen sprake was van een “dynamisch verslechteringsproces”, ofwel een keten van gebeurtenissen waarbij door een toenemende verslechtering van de positie van de vennootschap langzaam het inzicht groeide dat zij niet langer levensvatbaar was.¹⁴⁴ Vanaf het moment dat *Holding* het concern en haar financiering in het leven had geroepen, stond vast dat *Services* niet zelfstandig levensvatbaar was. Een vennootschap waarin uitsluitend de kosten van de onderneming neerslaan is per definitie ondergecapitaliseerd, en deze ondercapitalisatie moest duidelijk zijn geweest voor *Holding* . De negatieve rentabiliteit zou vroeg of laat leiden tot een faillissement en een tekort daarin. Mijns inziens is de term ‘risicovolle concernstructuur voor crediteuren’ hier dan ook enigszins misleidend, omdat er in de onderhavige constellatie geen *risico* of *kans* bestond op benadeling van crediteuren, maar deze benadeling een gegeven was; zij zat in de toegepaste financieringsstructuur ‘ingebakken’. De zorgplicht van *Holding* was daarom van meet af aan aanwezig. Voor zover men wil kunnen spreken van een peildatum, valt deze samen met de dag waarop het concern en de financieringsstructuur werden opgezet.¹⁴⁵ Door *Services* te financieren voldeed

143 Zie hierover de wenk bij *RO* 2009/67 en Lennarts 2010.

144 Bakker & Wassenaar 2010, p. 26-27.

145 Aldus ook Lennarts 2010.

Holding aan de op haar rustende zorgplicht en voorkwam zij dat haar een verwijt kon worden gemaakt ter zake van de onderkapitalisatie van *Services*. Door de verliesfinanciering in 2003 echter te beëindigen, zonder ervoor te zorgen dat alle crediteuren van *Services* werden voldaan, handelde *Holding* in strijd met haar zorgplicht en dus onrechtmatig.

Mijns inziens zou *Holding* ook aansprakelijk zijn geweest, als zij nimmer was overgegaan tot de verliesfinanciering en *Services* al vrij snel onder haar schuldenlast was bezweken. Ook dan zou *Holding* in strijd met haar zorgplicht hebben gehandeld. Dit illustreert dat *Holding* niet het verwijt treft de schijn van kredietwaardigheid van *Services* te hebben gewekt, maar primair dat zij een financieringsstructuur in het leven heeft geroepen waaraan de benadeling van crediteuren – bij een stilzitten van *Holding* – inherent was.¹⁴⁶

19.8.6 Risicospreiding of risicovermijding?

De vraag rijst of onderkapitalisatie er ook in kan bestaan dat binnen een concern de risicovolle activiteiten van de onderneming worden ondergebracht in een bepaalde vennootschap, terwijl alle activa worden ondergebracht in een aparte entiteit. In hoofdstuk 3 is gewezen op de verschillende constructies waarmee bewerkstelligd kan worden dat de vennootschap waarin de risico's van de onderneming neerslaan, nimmer over enig risicodragend vermogen zal beschikken, en dat dergelijke constructies de onderneming in staat stellen kosten te externaliseren naar de (toekomstige) onvrijwillige en 'zwakke' contractuele crediteuren.¹⁴⁷ Uit de rechtspraak van de Hoge Raad blijkt dat het gebruik van verschillende vennootschappen binnen een concern niet zonder meer als een vorm van misbruik of als onrechtmatig moet worden aangemerkt, maar juist kan duiden op een gezond, op spreiding van risico's bedacht ondernemingsbeleid.¹⁴⁸ Zo is het niet ongebruikelijk, en evenmin onwenselijk, dat een ondernemer zijn activiteiten onderbrengt in een aantal verschillende vennootschappen, opdat het faillissement van een bepaalde entiteit niet het gehele concern ten onder zal doen gaan. Dat neemt niet weg dat deze vorm van legitieme risicoafwenteling kan ontaarden in onrechtmatige risicovermijding. Daarvan is mijns inziens sprake indien de vennootschap waarin de risicovolle activiteiten zijn ondergebracht, over onvoldoende risicodragend vermogen (of passende verzekeringen) beschikt, om de kosten te dragen die zouden voortvloeien uit een verwezenlijking van de redelijkerwijs voorzienbare risico's.

In de uitspraak van de Hoge Raad inzake *Stichting Waalwijk 8* kunnen mijns inziens aanknopingspunten worden gevonden voor de stelling dat een aandeelhouder onder omstandigheden onrechtmatig handelt als hij alle door de vennootschap aangewende activa buiten haar vermogen houdt, om eventuele

146 Vgl. Bartman 2010, p. 105.

147 Zie hierover uitgebreid par. 3.5.3.2.

148 Zie HR 2 november 1984, NJ 1985, 446 (*Blok/De Haan*) en HR 16 juni 1995, NJ 1996, 214 (*Bato's Erf*).

verhaalsmogelijkheden van crediteuren illusoir te maken. In die zaak had een ondernemer zijn woonhuis ondergebracht in een stichting, om te voorkomen dat bij een eventueel faillissement zijn schuldeisers het pand zouden kunnen uitwinnen. De Hoge Raad oordeelde dat de ondernemer hierdoor onrechtmatig had gehandeld, en dat daaraan niet in de weg stond dat het pand nooit tot het vermogen van de ondernemer had behoord, zodat niet kon worden gesproken van een onttrekking.

De Hoge Raad overwoog: “[Het is] niet een noodzakelijke voorwaarde dat het woonhuis ooit aan [de ondernemer] in juridische eigendom heeft toebehoord, om te kunnen oordelen dat sprake is van het hiervoor bedoelde, jegens de crediteuren van [de ondernemer] onrechtmatige misbruik van het identiteitsverschil tussen de stichtingen onderling en tussen de stichtingen en [de ondernemer]. Van een dergelijk misbruik kan ook sprake zijn indien iemand een goed waarvan hij alle voordelen geniet met gebruikmaking van dat identiteitsverschil buiten zijn vermogen brengt of houdt zonder daarmee een zelfstandig belang van de betrokken rechtspersoon of -personen te dienen, maar enkel met het oogmerk dat goed aan verhaal van zijn crediteuren te onttrekken.” (Onderstr. JB)

Hoewel deze uitspraak van de Hoge Raad vanzelfsprekend moet worden gelezen tegen de achtergrond van de concrete omstandigheden van het geval, kan op basis daarvan worden vastgesteld dat onrechtmatig handelen niet uitsluitend gelegen kan zijn in onttrekkingen of een voortzetting van verlieslatende activiteiten, maar tevens in het doelbewust afzonderen van het ten behoeve van de onderneming aangewende vermogen, om zo het verhaal van (bestaande en toekomstige) crediteuren te frustreren.

19.9 Onderkapitalisatie en risicoaanvaarding

In hoofdstuk 3 is geconcludeerd dat het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid aandeelhouders in staat stelt om risico's te externaliseren naar de vennootschapscrediteuren, maar dat het daarbij van belang is onderscheid te maken tussen de verschillende soorten crediteuren van de vennootschap. Hoewel in de Amerikaanse rechtseconomische literatuur vaak wordt gewezen op het belang van een dergelijke differentiatie tussen de professionele en 'zwakkere' crediteuren, blijkt slechts een klein deel van de Amerikaanse rechters daarvoor oog te hebben.¹⁴⁹ Ook in Duitsland speelt dit onderscheid geen rol van betekenis in de rechtspraak inzake *existenzvernichtenden Eingriffs*. Voor de Nederlandse jurisprudentie inzake de aansprakelijkheid van aandeelhouders (en bestuurders) geldt hetzelfde. Bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege het opzetten van een inadequate financiële structuur, dient het recht echter oog te hebben voor de positie van de verschillende crediteuren. Men zal zich mijns inziens de vraag moeten stellen

¹⁴⁹ Zie hoofdstuk 3 en hoofdstuk 7.

in hoeverre de crediteuren in de gelegenheid zijn geweest om de voorwaarden te beïnvloeden waarop zij krediet aan de vennootschap hebben verstrekt.

De notie dat onvrijwillige crediteuren meer bescherming verdienen tegen een ondergekapitaliseerde vennootschap dan de contractuele crediteuren, vloeit voort uit de idee dat laatstgenoemden de risico's die uit het zakendoen met een ondergekapitaliseerde vennootschap voortvloeien, impliciet hebben geaccepteerd, althans de voorwaarden van hun betrekking met de vennootschap daarop hebben afgestemd, of hebben kunnen afstemmen. Er moet echter niet te gemakkelijk worden aangenomen dat een specifieke crediteur een risico heeft aanvaard. Zoals in hoofdstuk 3 is uiteengezet, zijn zeker niet *alle* contractuele crediteuren zonder meer in staat de voorwaarden waarop zij krediet verstrekken te beïnvloeden.¹⁵⁰ Aandeelhouders kunnen kleine handelscrediteuren benadelen door hen bloot te stellen aan een dermate groot faillissementsrisico, dat deze crediteuren daarop niet bedacht hoefden te zijn. Daarnaast verkeren de werknemers van de vennootschap, onder meer vanwege hun *firm specific investment*, vaak niet in de onderhandelingspositie om hun vorderingen veilig te stellen.¹⁵¹

In vergelijkbare zin overwoog het hof in de *Osby*-procedure: "Osby-Zweden heeft nog een beroep gedaan op 'eigen schuld', hierin bestaande dat LVM [de crediteur – JB], mede gezien de voor iedereen kenbare tweede hypotheek, haar eigen belangen had moeten beschermen, bijvoorbeeld door verzoeken of overleg met de accountant van Osby-Nederland te plegen. In aanmerking genomen dat Osby-Nederland, zoals hiervoor reeds werd vastgesteld, op buitenstaanders een redelijk gezonde indruk maakte, behoort dit beroep te worden verworpen: door maatregelen als zoeven bedoeld ook bij gezond lijkende bedrijven op straffe van 'eigen schuld' verplicht te stellen zou het handelsverkeer vastlopen."¹⁵²

19.9.1 Risicoaanvaarding door specifieke crediteuren

Het voorgaande neemt niet weg dat onder omstandigheden geconcludeerd moet worden dat bepaalde crediteuren de risico's aanvaard hebben die voortvloeien uit het contracteren met een ondergekapitaliseerde vennootschap. In de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam inzake *KPNQwest* komt bijvoorbeeld de gedachte naar voren dat niet zonder meer alle crediteuren van een vennootschap nadeel onder vinden van een (te) riskante financiële structuur.¹⁵³ In deze zaak trachtten twee professionele crediteuren, diverse functionarissen van het failliete *KPNQwest*

150 Zie par 3.5.

151 Zie par. 3.6.

152 HR 25 september 1981, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

153 Rb. Amsterdam 25 april 2012, *JOR* 2012/177 (*KPNQWest*).

aansprakelijk te stellen op grond van “kenbare financiële gevaarzetting”. De gedaagde functionarissen zouden onrechtmatig jegens de financiers hebben gehandeld bij het aangaan van een kredietovereenkomst en bij het aanspreken van de verkregen kredietfaciliteit. De rechtbank oordeelde dat in de onderhavige casus geen aanleiding bestond voor aansprakelijkheid vanwege het creëren van een risicovolle situatie, onder andere omdat de financiers professionele kredietverstrekkers waren die een rationele inschatting van de aan de kredietverlening verbonden risico’s hadden gemaakt.

De rechtbank overwoog: “Voor de door Cargill en Citibank in dat kader bepleite toepassing van het ‘Broodbezorgers-criterium’, ontleend aan HR 22 november 1974, in die zin dat gedaagden reeds aansprakelijk zouden zijn door een concreet bestaande gevaarssituatie (te weten de reële kans dat KPNQwest niet zou kunnen nakomen en geen verhaal zou bieden) niet op te heffen of de *Original Lenders* daarvoor te waarschuwen, ziet de rechtbank in het onderhavige geval geen aanleiding. Anders dan in het in dat arrest beoordeelde geval is in het onderhavige geval geen sprake van een willekeurige passant die niet bedacht is (en ook niet bedacht hoeft te zijn) op een dreigend gevaar, maar van een professionele contractspartij die bij het aangaan van de Facilities Agreement een zakelijke belangenafweging en daarbij behorende risico inschatting heeft gemaakt.¹⁵⁴ (Onderstr. JB)

19.9.2 Risicoaanvaarding en de Peeters/Gatzen-vordering

Procedeert een curator ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren jegens de aandeelhouder van een ondergekapitaliseerde vennootschap, dan ontstaan complicaties als wordt vastgesteld dat bepaalde crediteuren geacht moeten worden de aan de financiële structuur inherente risico’s te hebben aanvaard. De eerste vraag die zich in dat geval aandient, is of de curator ontvankelijk is in zijn vordering jegens de aandeelhouder ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren. In de *Watt*-zaak beantwoordde de Rechtbank Rotterdam deze vraag ontkennend.¹⁵⁵ Daarin sprak de curator van een gefailleerde stichting met een *Peeters/Gatzen*-vordering de gemeente aan, nu de gemeente verantwoordelijk zou zijn voor een gevaarzettende financiële structuur. Daarbij beriep de curator zich uitdrukkelijk op het *Comsys*-arrest. De rechtbank oordeelde dat de curator niet ontvankelijk was, nu hij niet opkwam voor de gezamenlijke crediteuren. Volgens de rechtbank konden het “collectieve belang” en “de vereiste homogeniteit” van de schuldeisers niet in voldoende mate worden vastgesteld, nu de twee belangrijkste crediteuren in het faillissement van de stichting op de hoogte waren geweest van de risico’s die inherent waren aan de financiële constructie.

¹⁵⁴ Rb. Amsterdam 25 april 2012, *JOR* 2012/177 (*KPNQWest*), r.o. 4.2.6.

¹⁵⁵ Rb. Rotterdam 25 januari 2012, *JOR* 2012/167 (*Watt*).

De rechtbank overwoog: “[In het faillissement] komen onder meer (aanzienlijke) vorderingen voor van Batenburg en Grolsch. Voor Batenburg en Grolsch geldt dat zij partij waren bij het onderhandelaarsakkoord, met de totstandkoming waarvan zij zich [...] intensief hebben bemoeid. Ook waren zij, als beoogde contractspartij, betrokken bij de onderhandelingen over het tweede onderhandelaarsakkoord. Hieruit kan niet anders worden afgeleid dan dat zij op de hoogte waren van de situatie als geheel, meer concreet: van de risico’s die (wellicht) aan de voor Watt gekozen constructie kleefden. Waar zij niettemin met die constructie akkoord zijn gegaan, valt niet in te zien dat de gemeente (juist) jegens hen onrechtmatig zou hebben gehandeld met de keuze voor deze constructie.”¹⁵⁶

Aan het oordeel van de rechtbank ligt de (op zichzelf juiste) gedachte ten grondslag dat de belangrijkste crediteuren in het faillissement van de stichting, vanwege hun nauwe betrokkenheid bij de totstandkoming van de financiële structuur, de daaraan inherente risico’s hadden aanvaard en daarom aan de gemeente geen verwijt konden maken van de verwezenlijking van deze risico’s. Niettemin heeft Spinath in zijn noot bij de uitspraak terecht vraagtekens geplaatst bij het oordeel van de rechtbank dat de financiële constructie, voor zover zij onrechtmatig zou zijn, daarom geen onrechtmatige daad zou behelzen jegens *de gezamenlijkheid* van crediteuren, zodat de curator niet ontvankelijk was.¹⁵⁷ Dat een aantal crediteuren bekend is met de financiële structuur, hoeft niets af te doen aan het gegeven dat een aandeelhouder door een dergelijke structuur in het leven te roepen onrechtmatig handelt jegens de – als eenheid gedachte – *gezamenlijke* crediteuren. Vergelijk ook het *THB*-arrest, waarin de Hoge Raad oordeelde dat degene die door een curator met een *Peeters/Gatzen*-vordering wordt aangesproken geen gebruik kan maken van verweren die hem wellicht tegenover bepaalde individuele schuldeisers ten dienste zouden hebben gestaan; volgens de Hoge Raad wettigt het collectieve belang dat betrokken is bij de bevoegdheid van de curator om op te treden tegen bij benadeling van de gezamenlijke crediteuren betrokken derden, dat in dezen aan het belang van de aangesproken derde voorbij wordt gegaan.¹⁵⁸

Aanvaardt men de gedachte dat verwijtbare onderkapitalisatie leidt tot een onrechtmatige daad jegens de gezamenlijke crediteuren ‘in abstracto’, dan rijst de lastige vraag hoe het recht moet omgaan met de situatie waarin specifieke crediteuren de aan de financiële structuur inherente risico’s hebben aanvaard.¹⁵⁹

156 Rb. Rotterdam 25 januari 2012, *JOR* 2012/167 (*Watt*), r.o. 4.7.

157 Zie overweging 6 van zijn noot bij *JOR* 2012/167.

158 HR 23 december 1994, *NJ* 1996, 628 (*Notaris M./Curatoren THB*).

159 Overigens is denkbaar dat deze lastige vraag ook rijst in het kader van een *Peeters/Gatzen*-vordering die word ingesteld tegen een aandeelhouder vanwege een onrechtmatige vermogensonttrekking die het faillissement van de vennootschap heeft veroorzaakt. Crediteuren die *na* de vermogensonttrekking krediet hebben verstrekt aan de vennootschap en daarbij volledig op de hoogte waren van de (penibele) vermogenspositie van de vennootschap, kunnen onder omstandigheden worden tegengeworpen de risico’s te hebben aanvaard.

Op welke wijze dient de ‘eigen schuld’ van deze crediteuren te worden verdisconteerd in de afwikkeling van de schade? Het huidige Nederlandse juridische systeem biedt op dit punt helaas geen panklare oplossing, terwijl het mijns inziens onredelijk zou zijn als crediteuren die de aandeelhouder nimmer zelfstandig hadden kunnen aanspreken, dankzij de tussenkomst van de curator het door hen aanvaarde risico kunnen afwentelen op de aandeelhouder, doordat zij participeren in de opbrengst van de *Peeters/Gatzen*-vordering. Het betreft hier overigens een probleem dat inherent is aan het systeem van de *Peeters/Gatzen*-vordering in het algemeen, en dus niet een probleem dat uitsluitend opgeld doet bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege onderkapitalisatie.¹⁶⁰

19.10 Onderkapitalisatie bij een LBO

Nu in hoofdstuk 17 en 18 is geconcludeerd dat de formele uitkeringsregels en de faillissementspauliana niet altijd effectieve instrumenten blijken om samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders te normeren, komt de vraag op welke rol de onrechtmatige daad hierbij zou kunnen spelen. De onrechtmatige daad is in die zin een flexibeler leerstuk, dat het gevolg van de normschending (het vergoeden van de schade) beter kan worden afgestemd op de omstandigheden van het geval dan bij de pauliana (vernietiging van de rechtshandeling) of bij art. 2:216 lid 3 BW (terugbetaling van het dividend). Daar komt bij dat een beoordeling in het licht van de onrechtmatige daad meer ruimte biedt om het handelen van de aandeelhouder te beoordelen op zijn daadwerkelijke merites, zonder dat de juridische structuur van de transactie daaraan noodzakelijkerwijs in de weg hoeft te staan. Hierna zal dit worden geïllustreerd door te bezien in hoeverre aandeelhouders op grond van art. 6:162 BW aansprakelijk kunnen zijn vanwege hun betrokkenheid bij een LBO.

¹⁶⁰ Dit probleem doet zich overigens ook voor bij aansprakelijkheid op grond van art. 2:248 BW. Van Schilfgaarde heeft daarom betoogd dat de wet zou moeten worden aangepast om te bewerkstelligen dat crediteuren die eigen schuld hebben aan hun schade niet (volledig) meedelen in de opbrengst van de boedel (Van Schilfgaarde 1995). Het is in dit kader interessant om te wijzen op een vrijwaringszaak in de *Ceteco*-procedure (Rb. Utrecht 12 december 2007, *JOR* 2008/66). Daarin trachtten – kort gezegd – de bestuurders en commissarissen van het failliete *Ceteco NV*, die door de curator (met succes) werden aangesproken voor het boedeltekort, een aantal professionele crediteuren (banken) in het faillissement van *Ceteco* in vrijwaring op te roepen. De banken zouden op de hoogte zijn geweest van de door *Ceteco* genomen risico's en deze in hun tarieven hebben verdisconteerd. Gelet op art. 6:101 BW zouden de banken daarom de gevolgen van de door hen gemaakte keuzes niet mogen afwentelen op de bestuurders en commissarissen. De bestuurders en commissarissen stelden dat ten gevolge van het feit dat in de hoofdzaak de vordering door de curatoren namens de gezamenlijke schuldeisers was ingesteld, hen de mogelijkheid was ontnomen om de eigen schuld van de banken als verweer tegen de hoogte van de vordering aan te voeren. Hierdoor zouden de banken onrechtvaardig worden verrijkt. De rechtbank Utrecht wees de vordering af (op gronden die hier niet van belang zijn).

19.10.1 Aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouder

Bij een LBO vinden de onttrekkingen aan het vermogen van de doelwitvennootschap in de regel plaats ná de overdracht van de aandelen van de verkopende aandeelhouders aan de kopende aandeelhouder. De vraag rijst of de aandeelhouders die in het kader van een LBO hun aandelen verkopen, en dus niet formeel betrokken zijn bij (de besluitvorming betreffende) deze onttrekkingen, zich vanwege hun medewerking aan de transactie schuldig kunnen maken aan onrechtmatig handelen. In beginsel is een aandeelhouder die zijn aandelen aan een derde verkoopt immers niet verantwoordelijk voor het handelen van de koper van de aandelen na de verkoop en levering van de aandelen. Onder omstandigheden kan dit echter anders liggen, zo blijkt bijvoorbeeld uit de *Montedison*-zaak.¹⁶¹

De *Montedison*-casus kwam in de kern op het volgende neer. *Montedison BV* wilde zich als enig aandeelhouder terugtrekken uit *Domp BV*. Daartoe werd een carousel opgetuigd dat erin resulteerde dat de aandelen van *Domp* overgingen naar *Fender BV*, waarbij de koopprijs gefinancierd werd uit het eigen vermogen van *Domp*. Om dit mogelijk te maken, besloot *Fender* in haar hoedanigheid van enig aandeelhouder na de overdracht van de aandelen, tot uitkering van alle vrije reserves van *Domp*. Toen *Domp* na deze transactie faillieerde, sprak de curator *Montedison* aan op grond van (onder meer) onrechtmatige daad, omdat *Montedison* op het moment dat de transactie plaatsvond bekend was met het gegeven dat de belangrijkste leverancier van *Domp*, goed voor maar liefst 35 procent van de omzet van *Domp*, de distributieovereenkomst had opgezegd. Dat de curator zijn pijlen richtte op *Montedison*, en niet op *Fender* dat immers formeel het uitkeringsbesluit had genomen, is in het licht van de feiten begrijpelijk. Net als bij een LBO, geschiedde de vermogensonttrekking in de *Montedison*-zaak door een 'lege huls', die de onttrokken middelen direct had aangewend voor de betaling van de koopprijs van de aandelen, en daarom geen verhaal bood. Het standpunt van *Montedison* dat zij met de onttrekking niets van doen had gehad, mocht haar daarom niet baten.¹⁶² De rechtbank oordeelde dat haar medewerking aan de gehele overname (en de financiering daarvan) kwalificeerde als een onrechtmatige daad jegens de gezamenlijke crediteuren van *Domp*.¹⁶³

De *Montedison*-zaak illustreert dat ook de aandeelhouder die in het kader van een LBO zijn aandelen van de hand doet, onder omstandigheden onrechtmatig handelt

161 Rb. Utrecht 7 augustus 1996, *JOR* 1996/98, Hof Amsterdam 26 november 1998, *JOR* 1999/10, HR 28 april 2004, *JOR* 2000/128, Hof 's-Gravenhage 7 augustus 2007, *JOR* 2008/71 en HR 28 april 2000, *NJ* 2000, 41, *JOR* 2000/128 (*Montedison*). Zie over de eerste hof-uitspraak in de *Montedison*-zaak Lennarts 1999, p. 215-221 en over de gehele zaak tevens Lennarts 2006b.

162 Zie r.o. 2.5 van de rechtbank-uitspraak.

163 Hoewel de *Montedison*-zaak na de uitspraak van de rechtbank nog aanleiding heeft gegeven tot twee hof-uitspraken en twee uitspraken van de Hoge Raad, speelde daarin het gegeven dat *Montedison* ten tijde van de formele onttrekking geen aandeelhouder meer was van *Domp*, geen rol.

jegens de crediteuren van de vennootschap als hij ernstig rekening moet houden met een tekort. Daarvoor is mijns inziens vereist dat de aandeelhouder op de hoogte was van het gegeven dat de koopsom gefinancierd zou worden door onttrekkingen aan het vermogen van de vennootschap en het daardoor voorzienbare tekort op de koop toe heeft genomen.¹⁶⁴ De vraag rijst of een verkopende aandeelhouder aansprakelijkheid kan voorkomen door zich vooral niet te verdiepen in de financiering van de overname. Moet de aandeelhouder worden beloond voor het feit dat hij zich van de domme houdt? Mijns inziens brengt het ten dele geobjectiveerde karakter van het voor aansprakelijkheid vereiste subjectieve criterium mee dat een nauw bij de vennootschap betrokken aandeelhouder die een hoge premie voor zijn aandelen ontvangt, zich soms de vraag dient te stellen waar die hoge premie vandaan komt. Ook in de *PCM*-uitspraak van de OK lees ik de notie dat het aandeelhouders niet in alle gevallen zonder meer vrij staat de vennootschap 'uit te leveren' aan een partij die de crediteuren en werknemers van de vennootschap aan een onredelijk groot risico zal blootstellen.¹⁶⁵

19.10.2 Aansprakelijkheid van de kopende aandeelhouder

Amerikaanse curatoren die trachten de door een LBO onttrokken middelen terug te vorderen, spreken doorgaans de verkopende aandeelhouders aan.¹⁶⁶ Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat zij moeten worden aangemerkt als de uiteindelijke ontvangers van het aan het doelwit onttrokken vermogen. De mogelijke aansprakelijkheidsgevolgen van een te riskante LBO dienen mijns inziens echter niet beperkt te blijven tot de verkopende aandeelhouder. De investeerder die de aandelen in de vennootschap overneemt, is in de praktijk niet zelden de architect van de financieringsconstructie. Vooral als het een professionele investeerder betreft, zoals een *private equity* partij, zal deze een leidende rol hebben bij het realiseren van de financiering.

Beziet men de financieringsstructuur nader, dan is het doorgaans de toetredende investeerder die – door tussenkomst van de acquisitievennootschap – het vermogen aan het doelwit heeft onttrokken, om dat vervolgens aan te wenden ter voldoening

164 In gelijke zin heeft Oostwouder overwogen: "De beheersende (ex)moedervenootschap loopt met name gevaar, indien zij wist of behoorde te weten dat de koopprijs ten laste van de doelvennootschap zou worden gefinancierd en zij ten tijde van het aangaan van de overeenkomst of ten tijde van de betaling van de koopprijs reeds ernstig rekening had moeten houden met de mogelijkheid van een tekort door deze financiering (in die zin dat er toen voor die mogelijkheid concrete aanwijzingen waren). Zowel koper als verkoper doen er derhalve verstandig aan erop te letten dat de MBO op een deugdelijke wijze wordt gefinancierd." (Oostwouder 2003, p. 93-94).

165 Zie over de *PCM*-procedure par. 17.4.4.

166 Zie hoofdstuk 13.

van de koopprijs van de aandelen.¹⁶⁷ Het feit dat niet de achterliggende investeerder zelf, maar een door hem voor de LBO opgerichte acquisitievennootschap de aandelen in het doelwit verwerft, dient mijns inziens niet zonder meer aan zijn aansprakelijkheid in de weg te staan. De acquisitievennootschap zal in de regel kunnen worden aangemerkt als een ondergekapitaliseerde vennootschap die volledig wordt gecontroleerd door de investeerder. Als vaststaat dat de acquisitievennootschap onrechtmatig heeft gehandeld door haar betrokkenheid bij de onttrekkingen aan het doelwit, kan mijns inziens worden ‘doorgebroken’ naar de achterliggende investeerder.

19.10.3 Redelijke prognoses ten tijde van de LBO

Nu een LBO *de facto* neerkomt op een (doorgaans omvangrijke) vermogensonttrekking, meen ik dat de daarbij betrokken aandeelhouders reeds onrechtmatig handelen indien zij ten tijde van de LBO ernstig rekening moeten houden met een tekort.¹⁶⁸ Daarvan is sprake als het financiële weerstandsvermogen van de vennootschap na de LBO onvoldoende is om de redelijkerwijs voorzienbare risico's te kunnen dragen. Voor de invulling van dit criterium kunnen mijns inziens waardevolle gezichtspunten worden ontleend aan de invulling die in het Amerikaanse *fraudulent transfer law* wordt gegeven aan het begrip ‘*unreasonably small capital*’.¹⁶⁹ De *ex post* beoordeling zal zich moeten richten op de door betrokkenen gemaakte prognoses voorafgaande aan de LBO. In het licht van deze prognoses dient redelijkerwijs te verwachten te zijn dat de vennootschap voldoende operationele winsten genereert om haar onderneming voort te zetten en haar opeisbare vorderingen tijdig te betalen. Daarvoor zijn vooral de omzet, winstmarges en kasstromen van belang. De vraag is niet of de gemaakte inschattingen juist zijn gebleken, maar of deze ten tijde van de prognoses redelijk waren. Van belang is dat prognoses ruimte hebben gelaten voor tegenvallers. Zo dienen betrokkenen de macro-economische conjuncturele werkelijkheid in ogenschouw te nemen en dus rekening te houden met fluctuaties in de prijs en beschikbaarheid van krediet. Omdat veel LBO's plaatsvinden op momenten dat de rente laag is, moet er ruimte zijn voor een herfinanciering tegen minder gunstige voorwaarden. De vennootschap die louter bij een stijgende conjunctuur aan haar verplichtingen zal kunnen blijven

167 Vgl. het *Magista*-arrest, waarin Hof Leeuwarden oordeelde dat de partij die in het kader van een LBO toetrad als aandeelhouder en (middelijk) bestuurder (op grond van art. 2:248 juncto 2:11 BW) aansprakelijk was voor het tekort in het faillissement van het overnamedoelwit. Het doelwit had het voor de LBO benodigde krediet vóór het toetreden van de nieuwe DGA aangetrokken en doorgeleend; dat ten tijde van de *debt-push-down* de verkoper nog (middelijk) bestuurder en aandeelhouder van de vennootschap was, en formeel verantwoordelijk was voor de doorleenstructuur, stond volgens het hof niet aan de aansprakelijkheid van de toetredende DGA in de weg. Zie de (op dit punt) instemmende noot van Bartman (Hof Leeuwarden 31 juli 2012, *JOR* 2013/34 (*Magista*)).

168 Zie par. 19.5.4 hiervoor.

169 Zie hoofdstuk 13.

voldoen, is niet financieel uitgerust om de voorzienbare risico's te dragen die inherent zijn aan een onzeker economische klimaat.

Zie in gelijke zin het preadvies van Van der Grinten van 1942, waarin hij overweegt dat een ondernemer geen recht heeft op beperking van zijn aansprakelijkheid als hij onvoldoende vermogen heeft ingebracht om de *normale, voorzienbare bedrijfsrisico's* te dekken: "Normaal is het bedrijfsrisico, dat naar ervaringsregelen te verwachten is bij de uitoefening van het bedrijf, dus ook het risico van economische depressies tot een zekeren graad. [...] De koopman moet zich aansprakelijk houden tot het bedrag, dat noodig is tot dekking van het normale bedrijfsrisico. In de taal der n.v. gesproken wil dat zeggen, dat de n.v. een kapitaal moet hebben, dat overeenkomt met dit bedrag. De grootte en de omvang van de zaak, alsmede de risico's aan het bedrijf verbonden, beslissen dus over het noodige kapitaal van de n.v."¹⁷⁰ Queenan heeft in gelijke zin opgemerkt: "*Some events are truly unforeseeable, but a rise in interest rates and some degree of business difficulty are not. A finding [...] of reasonable capitalization which is based upon projections leaving no margin for error concerning the interest rate or any other factor should be ruled clearly erroneous. We are not dealing here with projections by a sales department concerning a new product. The projections surrounding an LBO are crucial to the life of a company and the careers of its employees, not to mention the money of its creditors.*"¹⁷¹

19.10.4 Betrokkenheid van een bank: een preventieve factor?

Een aantal juridische auteurs heeft zich op het standpunt gesteld dat het gegeven dat een bank bereid was een LBO te financieren, beschouwd moet worden als een sterke aanwijzing dat de transactie geen onredelijke risico's meebracht.¹⁷² Nu banken zelf (de belangrijkste) crediteur worden van het doelwit en daarom plegen te financieren op *cash-flow* basis, zou van de betrokkenheid van een bank een preventieve werking uitgaan. Die redenering kan echter zeker niet zonder meer worden gevolgd. Het belang van de bank loopt niet altijd gelijk met dat van de ongesecureerde crediteuren.¹⁷³ Ten eerste weten de in een LBO participerende banken zich gedekt door zekerheden op doorgaans alle activa van het doelwit. Daarnaast is de bank in de gelegenheid om het door haar gelopen risico te verdisconteren in het rentepercentage dat zij voor het krediet rekent. Ook is niet zelden een belangrijk deel van de *upside* van de financiering voor de bank gelegen in eenmalige vergoedingen voor advisering die is verricht in het kader van de overname. Daar komt nog eens bij dat banken *repeat players* zijn op de overnamemarkt; banken wegen het risico van een specifieke *deal* vaak af tegen mogelijke opbrengsten die zullen voortvloeien uit

¹⁷⁰ Van der Grinten 1942, p. 39-40 en 41-42.

¹⁷¹ Queenan 1989, p. 21.

¹⁷² Zie Viëtor 2007b, par. 2.3, Lennarts 2006b, p. 133, Mol 2012, p. 114 en Eidenmüller 2007b, p. 670.

¹⁷³ Zie hierover nader par. 3.5.3.2.

toekomstige *deals* met dezelfde investeerder. Hierdoor kan het voor banken rationeel zijn om medewerking te verlenen aan financieringen die vanuit een objectief perspectief te veel risico's meebrengen voor de vennootschap en haar ongesecureerde crediteuren. Tot slot blijkt uit de jaren voor de kredietcrisis dat ook macro-economische omstandigheden een belangrijke invloed uitoefenen op de bereidheid van banken om *covenant-light* omvangrijke kredieten te verstrekken.¹⁷⁴

19.11 Conclusie

Hoewel het begrip onderkapitalisatie geen zelfstandige betekenis toekomt bij de aansprakelijkheid van aandeelhouders op grond van onrechtmatige daad, kan de objectieve vaststelling dat de vennootschap op een zeker moment ondergekapitaliseerd was, wel degelijk normatieve consequenties hebben. Zo staat het de aandeelhouder niet langer vrij om eigen vermogen aan de vennootschap te onttrekken, als hij ernstig rekening dient te houden met een tekort. Als de onderkapitalisatie van de vennootschap dusdanig ernstig is dat de aandeelhouder weet of behoort te weten dat discontinuïteit onontkoombaar is, komt op hem een zorgplicht te rusten indien hij desondanks de vennootschap door het verstrekken van additionele financiering in staat stelt om nieuwe verplichtingen te blijven aangaan. Ook als een aandeelhouder een ondergekapitaliseerde vennootschap desbewust in het leven roept, kan hij mijns inziens onrechtmatig handelen jegens haar gezamenlijke crediteuren. Het leerstuk van de onrechtmatige daad is mijns inziens het meest geschikt voor de beoordeling van het handelen van aandeelhouders bij een LBO. De flexibiliteit die de onrechtmatige daadsnorm biedt bij de *ex post* beoordeling van het handelen van aandeelhouders ter zake van de financiering van de vennootschap, biedt de ruimte om samengestelde vermogensonttrekkingen te normeren met inachtneming van alle relevante factoren en omstandigheden. Van de uitkeringsregels in boek 2 BW en de faillissementspauliana kan dat niet worden gezegd, althans in veel mindere mate.

¹⁷⁴ Zie par. 2.5.