



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 20

FINANCIERING & ACHTERSTELLING

20.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de normering van aandeelhoudersleningen onder Nederlands recht. Anders dan het Amerikaanse en Duitse recht voorziet de Nederlandse wet niet in bijzondere regels op basis waarvan de vorderingen van aandeelhouders kunnen worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren. Daarom zal eerst de bescheiden hoeveelheid rechtspraak aan bod komen waarin over achterstelling is geoordeeld. Vervolgens zal worden geanalyseerd welke bijzondere risico's inherent zijn aan financiering met aandeelhoudersleningen en in hoeverre deze risico's een bijzondere behandeling rechtvaardigen van door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekt krediet.

20.2 Aandeelhoudersleningen onder het flexibele BV-recht

20.2.1 *Toename financiering met aandeelhoudersleningen sinds de herziening van 2012?*

Het is zeker niet ondenkbaar dat aandeelhouders door de afschaffing van het minimumkapitaal hun investering in een BV in toenemende mate zullen vormgeven als een lening, in plaats van als een storting van kapitaal of agio.¹ Reeds vóór de flexibilisering van het BV-recht kozen aandeelhouders regelmatig voor een minimale kapitaalstorting en voor het verstrekken van vreemd vermogen aan de vennootschap. Vanuit het perspectief van de aandeelhouder zijn er immers geen argumenten om te kiezen voor financiering met risicodragend vermogen, zolang de wet daartoe niet verplicht en de aandeelhouder daartoe evenmin gedwongen wordt door een professionele kredietverstrekker. Niet alleen heeft schuldfinanciering de fiscale voordelen die in hoofdstuk 2 zijn behandeld,² maar daarnaast beperkt de aandeelhouder hiermee ook zijn *exposure* in een eventueel faillissement van de vennootschap. Door te financieren met leningen kunnen aandeelhouders immers voorzien in de vermogensbehoefte van de vennootschap, terwijl in faillissement een concurrente positie kan worden ingenomen, in plaats van de achtergestelde positie

1 Zo ook Franken & Louwerier 2012, p. 201.

2 Zie par. 2.4.1 en par. 2.5.3.1.

die de aandeelhouder had ingenomen indien hij hetzelfde bedrag had gestort als kapitaal of agio. Omdat in faillissement doorgaans weinig wordt uitgekeerd op de concurrente vorderingen, zal de aandeelhouder zijn positie aanzienlijk kunnen verbeteren door tevens zekerheden te bedingen op de activa van de vennootschap.³

20.2.2 Aandeelhoudersleningen en betrokkenheid van professionele crediteuren

Als de vennootschap een beroep doet op een professionele kredietverstrekker, zal de vrijheid van de aandeelhouder om leningen aan de vennootschap te verstrekken en daarvoor zekerheden te verkrijgen, beperkt zijn. Banken eisen bijna altijd dat door aandeelhouders verstrekte leningen contractueel worden achtergesteld bij de bankfinanciering, en bedingen regelmatig dat op de aandeelhouderslening pas mag worden afgelost nadat het krediet aan de bank is terugbetaald, althans dat daarvoor toestemming van de bank verkregen is.⁴ Hierdoor vertoont de aandeelhouderslening vanuit het perspectief van de bank een hoge mate van gelijkenis met risicodragend kapitaal. Hoewel de bank achtergestelde aandeelhoudersleningen daarom pleegt te rekenen tot het 'garantievermogen' van de vennootschap, zij men erop bedacht dat vanuit het perspectief van de vennootschap en haar overige crediteuren geenszins sprake is van risicodragend vermogen.⁵ Tenzij een 'generieke achterstelling' wordt overeengekomen, vormt de aandeelhouderslening ten opzichte van de overige crediteuren een concurrente vordering. Daarnaast staat tegenover een aandeelhouderslening de verplichting om deze op termijn weer terug te betalen; deze verplichting geldt niet bij financiering met eigen vermogen. Een ander kenmerk van eigen vermogen is dat daarover alleen een vergoeding hoeft te worden betaald als de vermogenspositie van de vennootschap het de aandeelhouders toestaat tot een dividenduitkering te besluiten.⁶ Over een aandeelhouderslening is de vennootschap echter (doorgaans) periodiek een gefixeerde (rente)vergoeding verschuldigd, ongeacht de vermogenspositie van de vennootschap. Ook als de rente niet betaalbaar wordt gesteld, maar wordt bijgeschreven op de hoofdsom, leidt financiering met aandeelhoudersleningen tot een uitholling van de solvabiliteit van de vennootschap. Omdat in dat geval rente over de bijgeschreven rente moet worden betaald, stijgen de financieringslasten van de vennootschap gedurende de looptijd van de lening.⁷

3 Zo werd volgens het CJB in 2010 gemiddeld ongeveer 3 procent uitgekeerd aan de preferente en concurrente schuldeisers in het faillissement van een BV (CJB, *Faillissementen: oorzaken en schulden 2010*, Den Haag 6 oktober 2011, p. 14).

4 Zie over de achterstelling vanuit bancair perspectief Haak 2012.

5 Aldus ook Dorsman 2003.

6 Zie over de onderscheidende kenmerken van eigen vermogen en vreemd vermogen, par. 2.2.

7 Zie par 2.2.3.

20.2.3 Geen bijzondere wettelijke regels voor aandeelhoudersleningen

Anders dan in de Verenigde Staten en in Duitsland bevat de Nederlandse wet geen bijzondere regeling voor door aandeelhouders aan de vennootschap verstrekte leningen. Er bestaat in Nederland bijvoorbeeld geen bepaling die vergelijkbaar is met § 510 *Bankruptcy Code* of § 39 *Insolvenzordnung*, en die de curator uitdrukkelijk de bevoegdheid geeft om vorderingen van aandeelhouders of andere *insiders* in faillissement achter te stellen bij de vorderingen van de overige crediteuren, of om ten behoeve van aandeelhouders gevestigde zekerheden te vernietigen. Evenmin voorziet de Nederlandse wet in een bijzondere regeling voor betalingen die voorafgaande aan het faillissement zijn verricht op door aandeelhouders verstrekt krediet, zoals geregeld in § 547 *Bankruptcy Code* en § 135 *Insolvenzordnung*. Noch in de *Memorie van Toelichting* bij de wet Flex-BV, noch in de daarna verschenen parlementaire stukken, is aandacht besteed aan de vraag of een regeling inzake aandeelhoudersleningen wenselijk zou zijn. Opmerkelijk genoeg is in een onderzoeksrapport dat ten grondslag lag aan de wet Flex-BV, wél aandacht aan deze vraag besteed en geconcludeerd dat het Nederlandse recht op dit punt een lacune zou vertonen.⁸ De Commissie Kortmann, die in 2007 een voorontwerp presenteerde voor een nieuwe Insolventiewet, heeft in de toelichting daarbij gewezen op fiscale rechtspraak waarin onder bepaalde omstandigheden een vordering, ondanks het ontbreken van een afspraak tot achterstelling, toch als achtergestelde vordering werd beschouwd.⁹ De Commissie meende dat het aan de rechtsontwikkeling moest worden overgelaten of en in hoeverre dit fiscale leerstuk ook civielrechtelijk een rol zou kunnen spelen. Aangezien een wettelijke regeling inzake aandeelhoudersleningen thans ontbreekt, zullen deze leningen moeten worden beoordeeld in het licht van het algemene civiele normenkader dat in de voorgaande hoofdstukken reeds is geschetst.

20.2.4 Het juridisch discours inzake achterstelling

Al lange tijd vindt er in Nederland onder juridische auteurs een discussie plaats over de normering van aandeelhoudersleningen. De meningen verschillen zowel over de mogelijkheden die het huidige, positieve recht biedt om aandeelhoudersleningen in faillissement achter te stellen bij de overige vorderingen, als over de wenselijkheid van (de invoering van) een daartoe strekkende wettelijke regeling. Reeds in 1988 wees Slagter erop dat een moedervenootschap haar dochter niet altijd financiert met risicodragend kapitaal, maar ook met “risicomijdend vermogen”, te weten door het verstrekken van leningen.¹⁰ Slagter wees erop dat de moeder in dat geval kennelijk niet bereid was te voorzien in de kapitaalbehoefte van de dochter, en door

⁸ Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 132.

⁹ Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 1 november 2007, p. 111.

¹⁰ Slagter 1988, p. 122-124.

te financieren met leningen het risico van deze onderkapitalisatie afwentelde op de crediteuren van de dochter. Zijns inziens zouden crediteuren hiertegen onvoldoende beschermd worden door de onrechtmatige daad, en daarom pleitte Slagter voor de invoering van een (concernrechtelijke) regeling op basis waarvan de leningen die door de moeder aan de dochter waren verstrekt, achtergesteld werden als de dochter leed “aan een duurzaam tekort aan eigen middelen” en “de positie van de schuldeisers van de dochter aanzienlijk in het gedrang [werd] gebracht”. In dat geval zouden ook eventuele zekerheden die ten behoeve van de aandeelhouder op de activa van de vennootschap waren gevestigd, hun werking ontnomen moeten worden. Niet veel later overwogen Timmerman en Lennarts dat juist geen behoefte bestond aan bijzondere regels inzake aandeelhoudersleningen, omdat met het leerstuk van de onrechtmatige daad hetzelfde doel zou kunnen worden bereikt.¹¹ In 2003 blies Schimmelpenninck de discussie nieuw leven in, door te pleiten voor achterstelling van aandeelhoudersleningen die waren verstrekt in crisistijd. Schimmelpenninck meende, geïnspireerd door het destijds geldende Duitse recht, dat deze bijzondere behandeling van aandeelhoudersleningen reeds mogelijk was op grond van art. 6:162 BW. In hun onderzoeksrapport van 2004 zagen ook Lennarts en Schutte-Veenstra, op basis van het *Nimox*-arrest, ruimte voor achterstelling van aandeelhoudersleningen.¹² Daarnaast wierpen zij de vraag op of aandeelhoudersleningen konden worden achtergesteld uitsluitend op grond van het argument dat de vennootschap met te weinig eigen vermogen was uitgerust. Ook vroegen zij aandacht voor “de principiële vraag of aandeelhouders [...] een verantwoordelijkheid hebben voor een behoorlijk financiering van de vennootschap”. In haar preadvies van 2006 stelde Bier zich eveneens de vraag of de wet niet zou moeten voorzien in een bijzondere regeling voor aandeelhoudersleningen.¹³

De Weijs beantwoordde deze vraag in 2008 bevestigend.¹⁴ Hij overwoog dat een ‘dubbele opstelling’ van de aandeelhouder moest worden aangemerkt als een vorm van schuldeisersbenadeling. Omdat aandeelhouders recht hebben op de winst, komt in een ‘*downside* scenario’ het verlies primair voor hun rekening. Door te financieren met leningen zouden aandeelhouders ten koste van de crediteuren een uitzondering maken op deze normatieve hoofdregel. Volgens De Weijs waren het Nederlandse insolventierecht en vennootschapsrecht “vrijwel blind” voor de “dubbele, opportunistische opstelling van aandeelhouders”. De Weijs pleitte daarom voor de invoering van een wettelijke regeling op basis waarvan vorderingen van aandeelhouders als achtergesteld geverifieerd konden worden op grond van de redelijkheid, en zekerheden gevestigd ten behoeve van vorderingen van aandeelhouders niet zonder meer afdwingbaar zouden zijn in faillissement. Hoff heeft zich

11 Timmerman 1990, p. 18-19.

12 Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 127-128.

13 Bier 2006a, p. 226.

14 De Weijs 2008. Zie voor een nadere uitwerking van het betoog De Weijs 2010.

in 2009 uitgesproken tegen de voorstellen van Schimmelpennick en De Weijs.¹⁵ Zijns inziens bevat de “gereedschapskist van de curator” voldoende instrumenten om op te treden tegen benadelende financieringsconstructies, en dient daaraan het instrument van de achterstelling niet te worden toegevoegd. In zijn conclusie bij een uitspraak van de Hoge Raad in 2012, waarin de achterstellingskwestie overigens niet voorlag, heeft ook A-G Langemeijer zich – bij wijze van intermezzo – over de kwestie uitgelaten; zijns inziens is achterstelling zonder een contractuele grondslag niet mogelijk.¹⁶

20.3 Achterstelling in de rechtspraak

Hoewel de wet geen duidelijk aanknopingspunt biedt voor de achterstelling van aandeelhoudersleningen, heeft de Nederlandse rechter daarover een aantal keer moeten oordelen. De beperkte hoeveelheid rechtspraak over deze kwestie is echter allerminst eenduidig. Sommige rechters hebben geoordeeld dat achterstelling reeds kan worden aangenomen, terwijl anderen deze gedachte juist uitdrukkelijk hebben verworpen.

20.3.1 *Carrier 1 BV en Ambacht BV: achterstelling van ‘informeel kapitaal’*

20.3.1.1 Carrier 1

In het kader van de homologatie van een akkoord in de zin van art. 252 Fw kreeg de Rechtbank Amsterdam in 2005 de vraag voorgelegd of een door een aandeelhouder verstrekte lening een bijzondere behandeling verdiende.¹⁷ *Carrier 1 BV* verkeerde in surseance van betaling en had aan haar schuldeisers een akkoord aangeboden, op

¹⁵ Hoff 2009, p. 29.

¹⁶ Overweging 2.4-2.7 van de conclusie bij HR 20 januari 2012, JOR 2012/97 (*DCC/Illinois*).

¹⁷ Rb. Amsterdam 26 juli 2005 en Hof Amsterdam 5 november 2005, JOR 2007/51, (*Carrier 1*). Het centrale idee van het akkoord is dat de schuldenaar aan zijn gezamenlijke schuldeisers een ontwerpakkoord kan aanbieden, dat – indien een meerderheid van stemgerechtigde (concurrente) schuldeisers het aanneemt – werking verkrijgt als de rechter het homologeert. Zodra de beschikking houdende de homologatie van het akkoord in kracht van gewijsde is gegaan, eindigt het faillissement, de surseance of de schuldsaneringsregeling (Wessels Insolventierecht VI, 3e druk, 2010). Tot het aannemen van het akkoord wordt vereist de toestemming van de gewone meerderheid van de ter vergadering verschenen erkende en toegelaten schuldeisers, die tezamen ten minste de helft van het bedrag van de erkende en toegelaten schuldvorderingen vertegenwoordigen (art. 268 Fw). In afwijking van art. 268 Fw kan de rechtbank of, zo die is benoemd, de rechter-commissaris op verzoek van de schuldenaar of de bewindvoerder bij gemotiveerde beschikking een aangeboden akkoord vaststellen als ware het aangenomen, indien (a) drie vierde van de ter vergadering verschenen erkende en toegelaten schuldeisers voor het akkoord hebben gestemd; en (b) de verwerping van het akkoord het gevolg is van het tegenstemmen van een of meer schuldeisers die, alle omstandigheden in aanmerking genomen en in het bijzonder het percentage dat die schuldeisers, zou de boedel worden vereffend, naar verwachting aan betaling op hun vordering zullen ontvangen, in redelijkheid niet tot dit stemgedrag hebben kunnen komen (art. 268a Fw).

grond waarvan al haar crediteuren 33 procent van hun vordering zouden ontvangen, maar haar moedervennootschap slechts 5,6 procent van haar aan *Carrier 1* verstrekte krediet. De moedervennootschap stemde daarom niet in met het akkoord en bestreed de homologatie daarvan bij de rechtbank. Zij voerde daartoe aan dat het akkoord in strijd was met de *paritas creditorum*. De rechtbank overwoog dat slechts in bijzondere omstandigheden een ongelijke behandeling van schuldeisers gerechtvaardigd kon zijn en dat in beginsel een lening van een moeder aan een dochter niet als achtergesteld werd aangemerkt. Daartoe kon echter wel aanleiding bestaan als de door de moeder verstrekte lening moest worden aangemerkt als een “informele kapitaalverschaffing”. Daarvan zou sprake zijn indien de lening “wordt verstrekt op een moment dat en onder voorwaarden die een willekeurige derde niet zou aanvaarden”. Nu op de door de moeder verstrekte lening nimmer was afgelost, en *Carrier 1* sinds haar oprichting steeds een negatief resultaat had geboekt, diende, aldus de rechtbank, de vordering van de moeder (in ieder geval deels) te worden aangemerkt als informele kapitaalverstrekking en dus als achtergesteld. De rechtbank achtte het akkoord daarom niet onaanvaardbaar. Het hoger beroep van de moedervennootschap werd afgewezen, nu het door de rechtbank gehomologeerde akkoord volgens het hof het “enig haalbare compromis” was.

De redenering van de rechtbank die ten grondslag lag aan de feitelijke achterstelling van de vordering van de moedermaatschappij, sluit nauw aan bij het oude Duitse recht inzake kapitaalvervangende leningen: de door de aandeelhouder gefourneerde middelen waren nimmer door een onafhankelijke derde (tegen dezelfde voorwaarden) aan de vennootschap verstrekt en moesten daarom tot het risicodragende vermogen worden gerekend.¹⁸ Het is niet duidelijk of het hof deze overweging onderschreef: in zijn arrest verwees het hof weliswaar naar de lening van de aandeelhouder onder de noemer “kapitaalsinjectie”, maar nam het de overwegingen van de rechtbank inzake de informele kapitaalverstrekking niet uitdrukkelijk over. Daarnaast zij men erop bedacht dat de Hoge Raad de homologatieprocedure heeft aangemerkt als een rechterlijk-administratieve procedure, die gericht is op “een spoedige beslissing over het akkoord”, en tevens heeft onderstreept dat de rechter een ruime discretionaire vrijheid toekomt bij zijn goedkeuring of weigering van een akkoord.¹⁹ Tot slot zij erop gewezen dat *Carrier 1* niet in faillissement, maar surseance van betaling verkeerde, waardoor bij de totstandkoming van het akkoord ook meewoog dat daardoor het faillissement van *Carrier 1*

¹⁸ Zie par. 14.2.

¹⁹ Zie HR 26 augustus 2003, JOR 2003/211 (*ICH/UPC*). Bartman wijst hier op in zijn *JOR*-noot onder de hof-uitspraak inzake *Carrier 1*.

zou kunnen worden voorkomen.²⁰ In het licht van deze omstandigheden kan mijns inziens in de *Carrier 1*-uitspraak geen principieel oordeel over financiering met aandeelhoudersleningen worden gelezen.²¹

20.3.1.2 Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.

In 2011 oordeelde ook de Rechtbank Breda dat een aandeelhouderslening moest worden aangemerkt als informeel kapitaal en daarom moest worden achtergesteld.²² *Ambacht BV* was voor de financiering van haar werkzaamheden in hoge mate afhankelijk van een in rekening-courant door haar (indirecte) enig aandeelhouder verstrekt krediet. Toen de enig aandeelhouder – *Stichting Ambacht* – faillierde, zag *Ambacht* zich genoodzaakt tevens haar faillissement aan te vragen. De curator van de stichting diende in het faillissement van *Ambacht* de *intercompany*-vordering ter verificatie in. Deze betwistte de curator van *Ambacht* vervolgens tijdens de verificatievergadering onder verwijzing naar de uitspraken in de voornoemde *Carrier 1*-procedure. De curator van de stichting vorderde daarom bij de Rechtbank Breda te worden toegelaten als concurrente schuldeiser in het faillissement van *Ambacht*. De rechtbank overwoog dat onder omstandigheden een vordering als achtergesteld moet worden beschouwd, in het bijzonder wanneer het gaat om een vordering van een controlerend aandeelhouder die moet worden aangemerkt als informele kapitaalverschaffing. In het onderhavige geval achtte de rechtbank zowel “de wijze van financiering”, als “de onderlinge verwevenheid tussen stichting *Ambacht* en *Ambacht BV*” van belang. Aangezien de stichting aan *Ambacht* de voor haar onderneming benodigde werknemers, materiaal en materieel ter beschikking stelde en deze vervolgens in rekening-courant boekte, werd *Ambacht* volledig gefinancierd door de stichting. De rechtbank oordeelde dat niet was komen vast te staan dat op dit krediet ooit was afgelost en dat de stichting, gezien de omvang van haar vordering op *Ambacht*, een substantieel betalingsrisico liep. Daarom was er, aldus de rechtbank, sprake van informele kapitaalverschaffing. Daar kwam bij dat de stichting volledig inzicht in en zeggenschap over het beleid van *Ambacht* had. De rechtbank stelde vast dat *Ambacht* voor haar voortbestaan afhankelijk was van de stichting, wat ook bleek toen *Ambacht* twee weken na het faillissement van de stichting eveneens in problemen was geraakt. De rechtbank concludeerde dat het in strijd zou zijn met de redelijkheid en billijkheid “wanneer een controlerend aandeelhouder die de vennootschap heeft opgericht, de volledige controle binnen de vennootschap heeft gehad en haar in stand heeft gehouden via een financiering in rekening-courant, in geval van faillissement zou meedelen in de opbrengst van de boedel op gelijke wijze als de concurrente crediteuren. Dit [gold] te meer, nu de

20 Orval & De Groot 2011, p. 103.

21 Aldus ook De Weijts 2010a, p. 320.

22 Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293 (*Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.*).

vordering van *Stichting Ambacht*, wanneer zij een andere vorm van kapitaalverschaffing had gekozen, op grond van artikel 2:23b BW zou zijn achtergesteld bij de overige concurrente crediteuren”.²³ De rechtbank overwoog tot slot dat de vordering van Stichting Ambacht geen reguliere handelsvordering was: “Het is een vordering van een controlerend aandeelhouder die is ontstaan door de wijze waarop de vennootschap is gefinancierd. Doordat behaalde winsten via dividend of waardeverhoging van de aandelen ten goede komen aan de aandeelhouders, is het gerechtvaardigd dat zij niet dezelfde positie innemen als de overige crediteuren.” De vordering van (de curator van) de stichting werd daarom afgewezen.

20.3.2 *One.Tel Ltd: geen achterstelling mogelijk onder Nederlands recht*

In tegenstelling tot voornoemde rechtspraak oordeelde de Rechtbank Amsterdam in 2008 dat achterstelling van aandeelhoudersleningen onder het Nederlandse recht niet mogelijk is.²⁴ *One.Tel Ltd* stond aan het hoofd van een internationale groep vennootschappen en hield alle aandelen in *Leteno BV*. Een aantal maanden na het faillissement van *One.Tel*, faillieerde ook *Leteno*. Vanaf haar oprichting waren de activiteiten van *Leteno* verlieslatend geweest. *Leteno* was gefinancierd met 40.000 gulden kapitaal en werd financieel ondersteund door *One.Tel*, die aan *Leteno* krediet verstrekte en soms ook direct haar schulden voldeed. De hieruit voortvloeiende verplichtingen van *Leteno* aan *One.Tel* werden ingeboekt als *intercompany loans*. In het faillissement van *Leteno* diende *One.Tel* ter verificatie een vordering in van bijna 65 miljoen euro. De curator van *Leteno* betwistte deze vordering, waarop *One.Tel* bij de Rechtbank Amsterdam verzocht toegelaten te worden als crediteur. De curator van *Leteno* stelde zich in rechte op het standpunt dat het gestorte aandelenkapitaal “absoluut onvoldoende was voor de grootse plannen en activiteiten die [*One.Tel*] in Nederland ontplooiden en die zij bovendien zelf dicteerde of initieerde” en beriep zich daarbij op de artikelen 2:8 en 6:162 lid 2 BW. De rechtbank oordeelde echter:

“Naar Nederlands recht geldt – anders dan bijvoorbeeld naar Duits recht – niet een regel op grond waarvan een lening door een aandeelhouder of moedervenootschap, verstrekt op een moment dat het eigen vermogen van de vennootschap eigenlijk uitgebreid had moeten worden volgens de regels van goed koopmansgebruik, rechtens wordt behandeld als ware het kapitaal. Een dergelijke regel vloeit naar de heersende rechtsopvatting ook niet voort uit de door de aandeelhouder jegens de vennootschap in acht te nemen redelijkheid en billijkheid als bedoeld in artikel 2:8 BW of uit de maatschappelijke zorgvuldigheid als bedoeld in artikel 6:162 BW.”

²³ Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293 (*Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.*), r.o. 3.13.

²⁴ Rb. Amsterdam 17 december 2008, *JOR* 2009/171 (*One.Tel/Bink q.q.*).

De rechtbank wees vervolgens op de mogelijkheid dat de kredietverstrekking door *One.Tel* onrechtmatig was geweest jegens de crediteuren van *Leteno*.²⁵ De curator had daaromtrent echter niets gesteld.

20.4 Achterstelling van alle aandeelhoudersleningen?

20.4.1 *Is er een normatieve relatie tussen winstdeling en verschaffing van risicodragend kapitaal?*

In het licht van de hiervoor besproken literatuur en rechtspraak is het mijns inziens zeer de vraag of naar huidig recht (buiten-contractuele) achterstelling van een aandeelhouderslening kan worden aangenomen, al dan niet vanwege het feit dat een lening door een aandeelhouder ten tijde van een crisis is verstrekt. Onduidelijk is ook op basis van welke argumenten een aandeelhouderslening zou moeten worden achtergesteld terwijl een contractuele basis daarvoor ontbreekt. Wat rechtvaardigt dat voorbij wordt gegaan aan het beginsel van contractsvrijheid van de aandeelhouder en de vennootschap? Dat iemand crediteur is van de vennootschap waarin hij aandelen houdt, is op zichzelf niet in strijd met de redelijkheid en billijkheid of onrechtmatig. Zo heeft niemand de stelling willen betrekken dat het onwenselijk is dat iemand met een aandeel in een beursgenoteerde vennootschap tevens een door deze vennootschap uitgegeven obligatie houdt. Het samenvallen van het aandeelhouderschap met de hoedanigheid van schuldeiser is op zich naar zijn aard niet problematisch.

Engert heeft er zelfs op gewezen dat vanuit rechtseconomisch perspectief de vennootschap het meest gediend is bij (controlerende) aandeelhouders die vijftig procent van hun investering als eigen vermogen inbrengen, en vijftig procent vreemd vermogen verstrekken. Hierdoor zou voor de aandeelhouder de rationele prikkel bestaan om op ondernemingsbeleid aan te sturen dat de belangen van de aandeelhouders en de belangen van de crediteuren in gelijke mate bevordert, en daarmee het zelfstandige belang van de onderneming het beste dient.²⁶

Aan sommige betogen voor de achterstelling van aandeelhoudersleningen lijkt de gedachte ten grondslag te liggen dat er een normatieve relatie bestaat tussen

25 De rechtbank overwoog dat “[z]owel het passief toelaten dat de verliesgevende exploitatie van de dochter wordt voortgezet als het actief bevorderen dat de exploitatie wordt voortgezet door een nieuw krediet aan de dochter te verstrekken” onrechtmatig kon zijn jegens de gezamenlijke crediteuren. Zoals in hoofdstuk 19 is besproken, handelt een aandeelhouder in dat geval (in beginsel) onrechtmatig jegens de crediteuren waarvan de vordering na een zeker peilmoment dateert.

26 Engert 2004, p. 840.

winstdeling en het verschaffen van risicodragend kapitaal;²⁷ de aandeelhouder heeft recht op de winst *omdat* hij risicodragend kapitaal verstrekt en daarom geldt tevens het omgekeerde: de aandeelhouder *dient* risicodragend kapitaal te verstrekken *omdat* hij recht heeft op de winst. Ik vraag mij af in hoeverre deze notie hout snijdt. Sinds oktober 2012 staat het de aandeelhouder in beginsel vrij de BV op te richten zonder enig risicodragend (eigen) vermogen. Mijns inziens hangt het winstrecht van de aandeelhouder, net als zijn zeggenschapsrechten, primair samen met zijn hoedanigheid van '(mede)eigenaar' van de vennootschap. De aandeelhouder is eigenaar omdat hij bij oprichting aandelen heeft genomen of omdat hij op een later moment de aandelen onder algemene of bijzondere titel heeft verworven. Hij is de 'architect' van de door de vennootschap gedreven onderneming, of hij heeft op enig moment het potentieel van de vennootschap ingezien en daarom meer voor de aandelen betaald dan andere partijen. Hij is kortom in materiële zin de eigenaar van de vennootschap geworden en om die reden strijkt hij de winst op.

Het is in dit verband van belang om te wijzen op een belangrijk verschil tussen de Duitse en Amerikaanse achterstellingsregelingen. In Duitsland worden sinds de invoering van het *MoMiG* alle leningen van aandeelhouders achtergesteld.²⁸ In hoofdstuk 14 is geconcludeerd dat de ratio achter deze absolute regel niet helder is en dat hij daarom aan kritiek bloot staat. Kennelijk gaat het Duitse recht uit van de (normatieve) notie dat aandeelhouders de vennootschap (uitsluitend) dienen te financieren met risicodragend vermogen. Aan de Amerikaanse achterstellingsregeling ligt een geheel andere gedachte ten grondslag.²⁹ Voor achterstelling op grond van § 510 *Bankruptcy Code* is vereist dat de aandeelhouder zich schuldig heeft gemaakt aan *inequitable conduct*. De achterstelling dient ertoe het dientengevolge door de crediteuren geleden nadeel ongedaan te maken. Dat achter de Amerikaanse regeling geen notie van *Finanzierungsverantwortung* van aandeelhouders schuil gaat, blijkt ook uit het gegeven dat niet alleen vorderingen van aandeelhouders voor achterstelling in aanmerking komen, maar ook *claims* van andere *insiders*. Een absolute achterstelling van alle vorderingen van aandeelhouders is door het Amerikaanse Congres uitdrukkelijk van de hand gewezen.³⁰

27 Zie bijvoorbeeld De Weijs 2010a, p. 31: "Er bestaat, als gezegd, een evenwicht bij de financiering van kapitaalvennootschappen. De aandeelhouders zijn gerechtigd tot het *upside* potentieel van de vennootschap, maar delen niet in het *downside* scenario. Schuldeisers delen daarbij niet in het *upside* potentieel, maar dienen als eerste te worden voldaan in een *downside scenario*. Dit evenwicht kan men als een beschrijvende analyse opvatten van hoe investeringen in vennootschappen normaliter plaatsvinden en wie wanneer wat krijgt. Men kan dit evenwicht echter ook als een *normatief evenwicht* beschouwen. Indien men dit evenwicht meer normatief benadert, kan het evenwicht een toetsingskader vormen voor handelingen die een inbreuk op dit evenwicht vormen."

28 Mits de aandeelhouder meer dan 10 procent van de aandelen in het kapitaal van de vennootschap houdt, zie par. 14.3.6.

29 Zo ook Cahn 2006, p. 293.

30 Zie par. 8.4.1.

Bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen dienen mijns inziens gerechtvaardigd te worden. Nu een heldere rechtvaardiging voor een absolute achterstelling van alle aandeelhoudersleningen ontbreekt, is de introductie van een daartoe strekkende regeling ongewenst. Een categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen past daarnaast niet binnen een flexibel vennootschapsrecht, dat nu juist afstand tracht te nemen van absoluut geformuleerde *ex ante* normering, vanwege de in hoofdstuk 3 beschreven bezwaren.

20.4.2 Aandeelhoudersleningen als 'informeel kapitaal': een cirkelredenering

De in voornoemde rechtspraak geformuleerde notie dat een aandeelhouderslening moet worden achtergesteld omdat deze (onder bepaalde omstandigheden) kwalificeert als 'informeel kapitaal', kan evenmin overtuigen. Ten eerste wordt hiermee het onderscheid tussen een achtergestelde vordering en kapitaal miskend; als de rechter vaststelt dat de aandeelhouder geen vreemd vermogen aan de vennootschap heeft verstrekt maar kapitaal heeft gestort, komt men aan achterstelling in het geheel niet toe. In dat geval ontbreekt een vordering die kan worden achtergesteld; uit hoofde van zijn kapitaalstorting heeft de aandeelhouder uitsluitend recht op het restant ex art. 2:23b BW.³¹

De kwalificatie van aandeelhoudersleningen als informeel kapitaal sluit aan bij het Amerikaanse leerstuk van *recharacterization*, op basis waarvan rechters met oog op 'de ware aard' van de financiële inbreng, aandeelhoudersleningen aanmerken als kapitaal.³² In hoofdstuk 8 is geconcludeerd dat de toepassing van dit leerstuk in de VS omstreden is, nu geen consensus bestaat over de omstandigheden die aanleiding zouden moeten geven tot herkwalificatie. Als er onduidelijkheid bestaat over de juridische status van de betaling van de aandeelhouder aan de vennootschap, moet in Nederland op basis van het *Haviltex*-criterium aan de hand van de omstandigheden van het geval worden beoordeeld of partijen beoogden eigen vermogen of vreemd vermogen in te brengen.³³ Het Hof 's-Hertogenbosch heeft in 2011 een aantal relevante omstandigheden geformuleerd die hierbij van belang kunnen zijn.³⁴ In de zaken *Carrier 1* en *Ambacht* bestond echter tussen partijen geen discussie over de juridische vorm van de gefourneerde middelen; partijen hadden uitdrukkelijk beoogd een kredietovereenkomst aan te gaan. Door in een dergelijk geval de aandeelhouderslening achter te stellen op grond van het argument dat deze

31 Vgl. Herzog & Schweibel 1961, p. 93 en Orval & De Groot 2011, p. 104.

32 Zie par. 8.8.

33 Vgl. HR 18 oktober 2002, *JOR* 2002/234 (*Buter q.q. en Tiethoff q.q./Besix en SVC De Vliert*).

34 Hof 's-Hertogenbosch 13 september 2011, *LJN* BV2214, r.o. 3.3.3. Het hof acht onder meer van belang of er schriftelijke overeenkomsten zijn, of de bedragen zijn gestort door de aandeelhouders van de vennootschap, onder welke titel naar de stortingen wordt verwezen in de correspondentie van de vennootschap en hoe de storting is verwerkt in de jaarrekening.

kwalificeert als ‘informeel kapitaal’, bedient de rechter zich van een cirkelredenering. De kernvraag blijft daarmee immers onbeantwoord: *waarom* dient de aandeelhouderslening te worden aangemerkt als informeel kapitaal, en dus te worden achtergesteld?

20.4.3 Creëren aandeelhoudersleningen bijzondere risico’s?

Bovengenoemde kanttekeningen nemen niet weg dat financiering met aandeelhoudersleningen mogelijk bijzondere risico’s voor crediteuren meebrengt, waaraan het algemene civiele normenkader onvoldoende tegemoet komt. Voor zover deze risico’s bestaan, moet worden bezien in hoeverre de achterstelling van een aandeelhouderslening deze risico’s mitigeert, waarbij tevens aandacht moet worden besteed aan de eventuele nadelige neveneffecten daarvan. Hierna zal daarom worden ingegaan op drie risico’s die inherent zijn aan de financiering met aandeelhoudersleningen, die in de juridische literatuur regelmatig worden aangevoerd ter rechtvaardiging van de regel dat de vorderingen van aandeelhouders (onder bepaalde omstandigheden) moeten worden achtergesteld.

20.5 Misbruik van wetenschap uit hoofde insider positie?

20.5.1 Ongeoorloofde betalingen geen rechtvaardiging voor achterstelling

In de Amerikaanse, Duitse en Nederlandse literatuur is gewezen op het risico dat een aandeelhouder van zijn informatievoorsprong en invloed gebruik maakt om zijn lening aan de vennootschap te doen aflossen als haar faillissement dreigt. Hoewel dit een reëel gevaar is, kan dat de achterstelling van aandeelhoudersleningen niet rechtvaardigen. Ten eerste betreft het hier niet een probleem dat uitsluitend opgeld doet bij financiering door aandeelhouders; ook derden – zoals banken – kunnen vanwege hun wetenschap en invloed op het bestuur de door hen verstrekte leningen doen terugbetalen als zij een deconfiture voorzien. Daarnaast houdt de schade die de crediteuren door dergelijke betalingen lijden, geen verband met de omvang van de aandeelhouderslening. Achterstelling van de aandeelhouderslening is voor deze ongeoorloofde betalingen daarom geen passende sanctie.

20.5.2 Normering van betalingen op aandeelhoudersleningen vóór faillissement

Vanwege het hiervoor geschetste risico staan in Duitsland alle betalingen op aandeelhoudersleningen die binnen een jaar voor de faillissementsaanvraag zijn geschied, bloot aan vernietiging door de curator. De Duitse wetgever kiest uitdrukkelijk voor een zeer absolute normering van deze “*fragwürdige*” betalingen.³⁵ Ook het Amerikaanse recht voorziet in een bijzondere, zij het genuanceerdere, regeling

³⁵ Zie par. 14.3.3.

inzake betalingen aan *insiders* die binnen een jaar voor het faillissement van de vennootschap zijn verricht.³⁶ Alleen de betalingen die plaatsvonden op het moment dat de vennootschap insolvent was, komen voor aantasting in aanmerking. Als de betaling geschiedde in de *'ordinary course of business'* of de aandeelhouder daarvoor een gelijkwaardige tegenprestatie leverde, geldt dat echter niet.

Onder het Nederlandse recht worden crediteuren mijns inziens voldoende beschermd tegen ongeoorloofde betalingen op aandeelhoudersleningen door de leerstukken van de onrechtmatige daad en de faillissementspauliana. In het vorige hoofdstuk is besproken dat betalingen op risicodragende aandeelhoudersleningen kwalificeren als een onrechtmatige daad van de aandeelhouder indien hij ernstig rekening moest houden met een tekort, en dat betalingen op reguliere aandeelhoudersleningen als onrechtmatig kunnen worden aangemerkt indien de aandeelhouder wist of behoorde te weten dat de vennootschap zou failleren.³⁷ Aan de onrechtmatigheid van de betaling hoeft niet in de weg te staan dat deze verplicht werd verricht. Daarnaast staan dergelijke betalingen aan vernietiging bloot op grond van de pauliana. Als een betaling op een aandeelhouderslening voor faillissement onverplicht is verricht, wordt de curator in belangrijke mate geholpen door de bewijsvermoedens van art. 43 Fw.³⁸ Op grond van de pauliana of de onrechtmatige daad kan het daadwerkelijke nadeel dat door de betaling is ontstaan, ongedaan worden gemaakt.

Zo oordeelde de Rechtbank Den Haag in 2013 dat de controlerende aandeelhouder van een BV onrechtmatig had gehandeld, omdat de vennootschap in de periode van een half jaar voor haar faillissement een aantal omvangrijke betalingen had gedaan op een aandeelhouderslening.³⁹ Dat de lening opeisbaar was en de betalingen daarom niet voor vernietiging in aanmerking kwamen op grond van art. 42 Fw, stond niet aan aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW in de weg.⁴⁰

20.6 Ten tijde van onderkapitalisatie verstrekte aandeelhoudersleningen?

20.6.1 Inefficiënte reddingsoperaties

Een tweede risico dat de achterstelling van een aandeelhouderslening zou rechtvaardigen, doet zich voor als de lening wordt verstrekt op een moment dat de vennootschap zich in financieel zwaar weer bevindt. Daarvan zou sprake zijn als een

³⁶ Zie par. 8.9.

³⁷ Zie par. 19.5 en par. 19.6.

³⁸ Zie par. 18.2.2.2.

³⁹ Rb. Den Haag 9 januari 2013, *JOR* 2013/96 (*Berntsen q.q./Van Noorden*).

⁴⁰ Een bijzondere omstandigheid in deze zaak was mijns inziens dat de vordering van de aandeelhouder voortvloeide uit een eerder genomen dividendbesluit dat niet betaalbaar was gesteld, maar in rekening-courant was geboekt.

onafhankelijke derde niet bereid was geweest de onderneming krediet te verlenen. Onder het Duitse recht van vóór de herziening van 2008 werden uitsluitend aandeelhoudersleningen achtergesteld die op dit moment waren verstrekt (of niet waren opgeëist).⁴¹ Ook in Amerika kan het gegeven dat de aandeelhouder krediet heeft verstrekt op het moment dat de vennootschap ondergekapitaliseerd was, bijdragen aan het oordeel dat achterstelling gerechtvaardigd is.⁴² Een vergelijkbare gedachte klinkt tevens door in de hiervoor besproken Nederlandse rechtspraak inzake *Carrier 1* en *Ambacht*.

Het gegeven dat de vennootschap ten tijde van de financiering ondergekapitaliseerd was, kan op zichzelf echter nog niet rechtvaardigen dat de aandeelhouderslening wordt achtergesteld. Het begrip ‘onderkapitalisatie’ wordt in deze gevallen gebruikt als een feitelijk, objectief begrip, waarin tot uitdrukking komt dat de vennootschap een tekort aan financiering had, ongeacht de oorzaak daarvan (zie hierover par. 19.4). Van het bestaan van deze onderkapitalisatie wordt de aandeelhouder dus geen verwijt gemaakt. Dat de aandeelhouder – ondanks dat hij daartoe niet gehouden is – met oog op zijn eigen belang bereid blijkt om de vennootschap toch additionele financiering te verstrekken, betekent juist een extra kans op ‘overleving’ voor de vennootschap die zij anders niet zou hebben gehad.

De rechtvaardiging van de achterstelling moet daarom worden gezocht in het risico dat de aandeelhouder, door de lening te verstrekken, de vennootschap in staat stelt haar activiteiten voort te zetten, terwijl het in het belang van de crediteuren zou zijn geweest om de activiteiten te staken. Omdat aandeelhouders aanspraak maken op het ongelimiteerde winstpotentieel, kan voor hen een rationele stimulans bestaan om ‘nog een gokje te wagen’, terwijl het belang van de crediteuren ertoe noopt het faillissement aan te vragen.⁴³ Als het eigen vermogen van de vennootschap is verdampt, zijn de aandeelhouders economisch uitgespeeld en gokken zij *de facto* met het geld van de schuldeisers; en als gegokt wordt met andermans geld, worden niet zelden onredelijk grote risico’s genomen.⁴⁴ Door de aandeelhouderslening in faillissement te behandelen als risicodragend kapitaal, zou bewerkstelligd worden dat aandeelhouders een efficiëntere keuze maken als zij voor de vraag staan of zij de vennootschap zullen financieren of op haar faillissement zullen aansturen, zo luidt de redenering.

Uit rechtseconomisch onderzoek blijkt echter dat deze argumentatie twijfelachtig is.⁴⁵ Achterstelling voorkomt niet alle reddingsoperaties met een (in objectieve zin) negatieve waarde, en staat soms juist wel in de weg aan reddingsoperaties met een

41 Zie par. 14.2.

42 Zie par. 8.5.

43 Zie par. 3.4.3 over *gambling for resurrection*.

44 “*Ist das Eigenkapital vollständig aufgezehrt (oder sogar negativ), dann spielen die Gesellschafter ausschließlich mit fremdem Geld.*” (Engert 2004, p. 824).

45 Zie Engert 2004, Gelter 2005, Skeel & Krause-Vilmar 2006 en Muro 2007.

(in objectieve zin) positieve waarde.⁴⁶ Dit komt onder meer omdat het effect van achterstelling op de bereidheid van een rationele aandeelhouder om de vennootschap te financieren, beperkt is. Door de achterstelling verandert het negatieve risico voor de aandeelhouder immers van een concurrente vordering in het faillissement van de vennootschap in een achtergestelde vordering. Zoals aangegeven wordt op een concurrente vordering in faillissement doorgaans weinig uitgekeerd, zodat het verschil een beperkte rol speelt in de risicoanalyse van de aandeelhouder.

Gelter overweegt dienaangaande: “*Some undesirable rescue attempts will still take place, because shareholders, whether there is subordination or not, will not internalize all social costs, the deterrent effect of subordination being too small.*”⁴⁷ Cahn concludeert: “*Thus, there seems to be no substantial difference between a shareholder providing additional equity or credit if a company is in distress. In both cases the corporation is provided with funds that enable it to continue its operations, and in both cases the shareholders seem to take substantially similar risks.*”⁴⁸

Hier komt bij dat de onrechtmatige daad al aanzienlijke bescherming biedt aan crediteuren tegen het risico dat een kansloze onderneming wordt voortgezet.⁴⁹ Aandeelhouders (en overigens ook bestuurders) lopen het risico aansprakelijk te worden gehouden jegens de nieuwe crediteuren van de vennootschap als zij de activiteiten voortzetten terwijl een reële overlevingskans ontbreekt. De omvang van deze potentiële schadevergoedingsverplichting is in de regel aanzienlijk groter dan het nadeel dat voor de aandeelhouder voortvloeit uit achterstelling van de door hem verstrekte reddingsfinanciering en heeft daarom een grotere invloed op zijn bereidheid om inefficiënte reddingsoperaties te financieren dan een achterstellingsregeling zou hebben. De huidige Nederlandse normering van aandeelhoudersleningen die wordt verstrekt ten tijde van een crisis lijkt kortom een efficiëntere risicoallocatie te bewerkstelligen dan een achterstellingsregeling.⁵⁰

Dat een aandeelhouder bereid is de vennootschap van additionele financiering te voorzien terwijl een onafhankelijke derde daartoe niet bereid is, impliceert daarnaast niet noodzakelijkerwijs dat de crediteuren beter af zijn als direct het faillissement van de vennootschap wordt aangevraagd. Het is goed mogelijk dat de aandeelhouder vanwege zijn nauwe betrokkenheid bij de vennootschap beter dan een derde in staat is de kans op succes van de reddingspoging te beoordelen. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat vanwege de penibele situatie waarin de vennootschap verkeert,

46 Een reddingsoperatie is volgens Gelter efficiënt als de totale verwachte waarde van de investering, verminderd met het bedrag van de investering, groter is dan het bedrag dat zonder de investering in insolventie zou resteren (Gelter 2005, p. 11).

47 Gelter 2005, p. 33.

48 Cahn 2006, p. 296.

49 Zie daarover par. 19.3.1 en par. 19.7.

50 Vgl. Gelter 2005, p. 33-34.

er simpelweg onvoldoende tijd is om met derden in onderhandeling te treden over een noodkrediet en de daarvoor noodzakelijke *due diligence* te verrichten.

Muro heeft hierover opgemerkt: “[T]he shareholder may very well be the cheapest and, perhaps, only available lender. Market imperfections generate a gap in the cost between internal and external financing, which may arise out of adverse selection (i.e., asymmetric information about the quality or riskiness of an investment) or moral hazard (i.e., the presence of incentive problems and costly monitoring). Therefore, external financing costs may very well be prohibitive.”⁵¹

20.6.2 Reddingsfinanciering tegen zekerheden

De juridische en rechtseconomische literatuur is in het bijzonder kritisch over de mogelijkheid van aandeelhouders om zekerheden te bedingen voor het door hen aan de vennootschap verstrekte krediet. Een keur aan (Duitse en Amerikaanse) auteurs stelt zich op het standpunt dat zekerheden van aandeelhouders in faillissement simpelweg geen werking zouden moeten hebben, nu deze een pervers effect hebben op de *risk incentive* van aandeelhouders.⁵² Zolang de zekerheden de gefourneerde additionele middelen volledig dekken, kan de aandeelhouder immers ‘risicovrij’ een gokje wagen; pakt dat goed uit, dan stijgen zijn aandelen in waarde, pakt het anders uit, dan wint de aandeelhouder zijn zekerheden uit en verliest hij niet meer dan hij verloren zou hebben als de vennootschap direct was geliquideerd. Doordat de aandeelhouder dus in het geheel niet participeert in het neerwaartse risico dat uit voortzetting van de activiteiten voortvloeit, zal hij (ook) bereid zijn tot inefficiënte reddingspogingen; dat wil zeggen, reddingspogingen die (in objectieve zin) een negatieve verwachte waarde hebben.

Skeel en Krause-Vilmar overwegen dienaangaande: “More serious and pervasive is the risk that the secured shareholder loan will prolong the travails of a troubled company at the expense of its creditors. Lending on a collateralized basis enables a shareholder to have her cake and eat it too: to keep the hope of a turnaround alive, while using a security interest to limit her exposure under the new loan. The risk that this will simply delay the failure of an unviable company, and that value will be destroyed in the interim, is so high, in our view, that it calls for a per se response: courts should automatically disallow the shareholder’s security interest and treat the loan as a general, unsecured claim.”⁵³

51 Muro 2007, p. 409.

52 Zie Verse 2008, Cahn 2006, p. 298-299, Skeel & Krause-Vilmar 2006, p. 271-274 en Engert 2004, p. 830-831.

53 Skeel & Krause-Vilmar 2006, p. 273.

Hier kan worden tegen ingebracht dat in de praktijk de aandeelhouder het negatieve risico dat verbonden is aan de additionele financiering meestal niet volledig zal kunnen elimineren. Ten eerste zal een vennootschap in financiële problemen doorgaans slechts in geringe mate over niet met (eerder verstrekte) zekerheden belaste activa beschikken. Daarnaast daalt de waarde van de activa aanzienlijk als de vennootschap faillieert, nu de liquidatiewaarde immers lager ligt dan de *going concern* waarde. Het valt daarom te betwijfelen of in de praktijk aandeelhouders door zekerheden gedekte financiering zullen verstrekken als een redelijke kans op succes ontbreekt.⁵⁴

Bovendien speelt de onrechtmatige daad in dit geval dezelfde rol als hiervoor aangegeven. De aandeelhouder die voortzetting van de activiteiten van de vennootschap faciliteert door haar krediet te verstrekken, loopt het risico onrechtmatig te handelen jegens de crediteuren als een rechter achteraf oordeelt dat een reële overlevingskans ontbrak.⁵⁵ Tot slot moet de aandeelhouder er in dat geval tevens rekening mee houden dat de zekerheden die in het kader van de reddingspoging zijn gevestigd met een beroep op de pauliana worden vernietigd. Sinds de drie arresten van de Hoge Raad inzake *ABN Amro/Van Dooren q.q.* is dit risico geenszins denkbeeldig.⁵⁶

De hiervoor geschetste problematiek speelt overigens niet uitsluitend bij aandeelhoudersleningen, maar doet zich ook voor als een derde met een ongesecureerde vordering op de vennootschap additionele financiering verstrekt en daarvoor (dekkende) zekerheden krijgt. Voor de huisbank met een blootstelling op de vennootschap, bestaat dezelfde rationele prikkel om een gok op de goede afloop te wagen als die gok geen risico's voor de bank meebrengt.

Kortom, in plaats van een categorische achterstelling van alle aandeelhoudersleningen verstrekt in crisistijd, of van een algemeen verbod op aandeelhouderszekerheden, moeten inefficiënte reddingsoperaties worden voorkomen met (de dreiging van) de onrechtmatige daad en de (faillissements)pauliana. Laatstgenoemde leerstukken steunen op open normen die de rechter in staat stellen om achteraf te beoordelen of een reddingspoging een redelijke kans van slagen had.

54 Vgl. de kritische reactie van Muro op het betoog van Skeel & Kraus-Vilmar: “Overall, I find it is extremely unclear a priori whether a rational shareholder will decide if it is worth lending to the bankrupt firm. Empirical evidence is needed to help with estimations. Until then, case-by-case analysis will be very important. Hence, a per se rule as proposed in RNC will not necessarily follow.” (Muro 2007, p. 408).

55 Zie par. 19.7.

56 Zie hierover (kritisch) Hekman & De Koning Gans 2012.

20.7 Nominale onderkapitalisatie bij oprichting?

Aandeelhouders kunnen de vennootschap niet alleen leningen verstrekken in het kader van een reddingsoperatie, maar ook reeds bij de oprichting van de vennootschap of de aanvang van haar activiteiten. In hoofdstuk 19 is betoogd dat aandeelhouders daarbij aansprakelijk kunnen zijn op grond van onrechtmatige daad indien zij een financiële structuur in het leven roepen die voorzienbaar zal leiden tot continuïteitsproblemen.⁵⁷ Hiervan kan sprake zijn als de renteverplichtingen van de verstrekte leningen te zwaar drukken op de kasstromen en/of de solvabiliteit van de vennootschap, of het vermogen onvoldoende is om de verwezenlijking van voorzienbare toekomstige risico's op te vangen.

Een lastiger kwestie betreft mijns inziens de situatie waarin de financiering van de vennootschap weliswaar adequaat is, maar *reeds bij oprichting of aanvang van de activiteiten* vrijwel het *gehele* ondernemingsrisico voor rekening van de ongesecureerde crediteuren zal komen, *indien* de vennootschap zal failleren. Deze situatie doet zich voor als de aandeelhouder de vennootschap voldoende vermogen verstrekt om haar activiteiten te ontplooiën en eventuele tegenvallers op te vangen, maar zijn investering vormgeeft als een door zekerheden gedekte lening, waarover de vennootschap geen rente verschuldigd is en die pas bij liquidatie van de vennootschap hoeft te worden afgelost. De kans dat de vennootschap zal failleren is in dat geval gelijk aan de situatie waarin de aandeelhouder had gekozen voor de storting van kapitaal. Bij deze wijze van financieren worden de crediteuren niet blootgesteld aan een onredelijk faillissementsrisico, maar is het nadeel voor de crediteuren gelegen in het feit dat de aandeelhouder zijn eigen *exposure* ten nadele van de crediteuren heeft beperkt;⁵⁸ de Duitsers spreken van nominale onderkapitalisatie.⁵⁹

Als het faillissement van de vennootschap geenszins te verwachten is op het moment dat deze financiële structuur in het leven wordt geroepen, zullen de leningen op grond van de eerder besproken doorbraak-jurisprudentie waarschijnlijk niet als onrechtmatig kwalificeren, en zullen de zekerheden die ten behoeve van de aandeelhouder zijn gevestigd evenmin met een beroep op de pauliana kunnen worden vernietigd.

⁵⁷ Zie par. 19.8.

⁵⁸ Het risico van crediteuren en aandeelhouders kan als volgt worden weergegeven: $R(\text{risico}) = K$ (de kans op faillissement) $\times E$ (de *exposure* in faillissement). De aandeelhouder wordt in de hier bedoelde situatie niet verweten dat de K te groot was, maar dat hij zijn E te klein heeft gehouden. Aldus ook F.B. Corpeleijn, in zijn (niet gepubliceerde) masterscriptie 'Risky Business. Over de (grenzen aan) risicoafwenteling bij kapitaalvennootschappen en de normering van aandeelhoudersleningen', UvA 24 april 2013.

⁵⁹ Zie 15.4.

Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam in de *Shato*-zaak.⁶⁰ De meerderheidsaandeelhouder had in dat geval reeds in de oprichtingsfase een omvangrijk krediet verstrekt aan de BV. In dat kader had de BV al haar huidige en toekomstige activa aan de grootaandeelhouder verpand. De BV faillieerde vijf maanden na haar oprichting en had gedurende haar korte bestaan constant een negatief eigen vermogen gehad en nooit winst gemaakt. De curator sprak de meerderheidsaandeelhouder (onder andere) aan op grond van onrechtmatige daad voor het faillissementstekort en legde aan zijn vordering ten grondslag dat de meerderheidsaandeelhouder “de bedrijfsactiviteiten van [de BV] geheel met vreemd vermogen [had] gefinancierd en daartegenover alle activa van [de BV] aan zichzelf [had] doen verpanden”. Zodoende zou de meerderheidsaandeelhouder, “wetende dat [de BV] bij insolventie geen enkel verhaal zou bieden, welbewust het gehele ondernemersrisico op de schuldeisers van [de BV] [hebben] afgewenteld”.⁶¹ De curator verwees daarbij naar het *Osby*-arrest.⁶² De rechtbank overwoog echter dat “[d]e te beantwoorden vraag [was] of [de aandeelhouder] ten tijde van het verstrekken van de lening en het krediet en het vestigen van de zekerheden [...] wist of behoorde te voorzien dat nieuwe schuldeisers van [de BV] bij gebreke van verhaal zouden worden benadeeld”. Of die benadeling voorzienbaar was, was volgens de rechtbank “afhankelijk van de vraag of op dat moment voor [de aandeelhouder] reeds voorzienbaar was dat [de BV] niet aan haar betalingsverplichtingen zou kunnen blijven voldoen”.⁶³ Nu ten tijde van het verstrekken van de financiering en het vestigen van de zekerheden een tekort nog niet voorzienbaar was, oordeelde de rechtbank dat van onrechtmatig handelen geen sprake was geweest.

Men kan zich de vraag stellen of het redelijk is dat een aandeelhouder op deze manier al bij aanvang van de activiteiten vrijwel het gehele ondernemingsrisico afwentelt op de crediteuren. Is het de aandeelhouder toegestaan om zijn *exposure* in faillissement tot het minimum terug te brengen, zolang het faillissementsrisico acceptabel is? Bij de introductie van het minimumkapitaal is door de Commissie Venootschapsrecht overwogen dat de oprichting van een BV gepaard behoorde te gaan “met de inbreng van een redelijk vermogen in de vennootschap”. De Commissie stelde dat “de BV-vorm niet een middel [mocht] worden om het risico van het ondernemershandelen geheel af te wentelen op de schuldeisers” (onderstr. JB).⁶⁴ Heeft deze notie nog enige betekenis onder het huidige BV-recht, of is daarvan volledig afstand genomen door de afschaffing van het minimumkapitaal in 2012?

60 Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shato Beheer*).

61 Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shato Beheer*), r.o. 3.3.

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

63 Rb. Amsterdam 23 maart 2011, *RO* 2011/48, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shato Beheer*), r.o. 4.17.

64 *Kamerstukken II* 1974/75, 13 483, nr. 4 (Bijlage advies Comm. Venootschapsrecht), p. 16 (zie par. 16.7.3).

Ik acht verdedigbaar dat in faillissement een rechter – bij een evidente wanverhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen – kan oordelen dat een deel van de inbreng van de aandeelhouder had moeten worden ingebracht als risicodragend vermogen, en de aandeelhouder daarom onrechtmatig heeft gehandeld door dit deel als een lening aan de vennootschap ter beschikking te stellen. De schade van de gezamenlijke crediteuren door deze vorm van nominale onderkapitalisatie bestaat er in dat geval in dat de aandeelhouder nu meedeelt in de opbrengst van de boedel, terwijl hij dat niet had gedaan als hij het vermogen als kapitaal had ingebracht. Voor dit verschil is de aandeelhouder aansprakelijk jegens de gezamenlijke crediteuren op grond van art. 6:162 BW. Deze benadering verdient mijns inziens de voorkeur boven een achterstelling van de aandeelhouderslening, nu hierdoor de rechter – via de weg van de schadevergoeding – de lening materieel kan achterstellen voor uitsluitend dat deel dat de aandeelhouder als risicodragend kapitaal ter beschikking had moeten stellen.

20.8 De achterstellingsrechtspraak in het licht van de onrechtmatige daad

Dat de onrechtmatige daad voldoende bescherming biedt tegen de risico's die inherent zijn aan financiering met aandeelhoudersleningen, kan worden geïllustreerd aan de hand van de in par. 3 besproken rechtspraak. Zo was *Carrier 1* vanaf haar oprichting steeds verlieslatend geweest. Als ten tijde van oprichting redelijkerwijs voorzienbaar was dat het eigen vermogen van de vennootschap onvoldoende zou zijn om de verliezen op te vangen, handelde de aandeelhouder onrechtmatig. Ook als op het moment van oprichting een tekort niet voorzienbaar was, is goed denkbaar dat op een later moment voorzienbaar moest zijn geweest dat voortzetting van de onderneming uitsluitend mogelijk zou zijn dankzij duurzame financiering door de moedervennootschap. Hetzelfde geldt voor de zaken *Ambacht* en *One.Tel*. In de *One.Tel*-casus was *Leteno* vanaf haar oprichting verlieslatend geweest, terwijl zij gefinancierd was met 18.000 euro kapitaal en 65 miljoen euro vreemd vermogen. Een dergelijk extreme wanverhouding tussen het eigen vermogen en het (door de aandeelhouder verstrekte) vreemd vermogen doet ten eerste de vraag rijzen of *Leteno* niet reeds bij haar oprichting (materieel of nominaal) ondergekapitaliseerd was en haar aandeelhouder uit dien hoofde aansprakelijk is jegens de gezamenlijke crediteuren. Als vastgesteld wordt dat *Leteno* uitsluitend kon (voort)bestaan als zij duurzaam door haar moedervennootschap gefinancierd werd, kan sprake zijn van een met de *Comsys*-casus vergelijkbare situatie.⁶⁵ Het is mijns inziens niet zonder betekenis dat de Rechtbank Amsterdam in deze zaak ambtshalve wees op de mogelijke aansprakelijkheid van *One.Tel* op grond van onrechtmatige daad. Het is goed mogelijk dat de curator door op grond van onrechtmatige daad tegen *One.Tel* te ageren een resultaat had kunnen bereiken dat materieel in hoge mate overeen zou komen met (of zelfs verder zou gaan dan) een achterstelling van de vordering

⁶⁵ Zie over de *Comsys*-zaak par. 19.8.5.

van de aandeelhouder. *One.Tel*, en overigens ook *Ambacht* hadden immers nooit winst gemaakt en failleerden kort nadat hun moedervennootschappen waren gefailleerd.

De drie uitspraken bieden onvoldoende informatie om vast te kunnen stellen of aansprakelijkheid van de aandeelhouders daadwerkelijk aan de orde zou kunnen zijn. Maar zij illustreren dat het handelen van de aandeelhouder ter zake van de financiering van de vennootschap goed en genuanceerd kan worden beoordeeld in het kader van een (door de curator of een specifieke crediteur aangespannen) aansprakelijkheidsprocedure en niet in het kader van de renvooiprocedure, waarin over de vordering van de aandeelhouder wordt beslist.

20.9 Conclusie

In de Nederlandse rechtspraak en literatuur bestaat geen consensus over de vraag of aandeelhoudersleningen in faillissement moeten worden achtergesteld bij de vorderingen van de overige crediteuren en onder welke omstandigheden dat zou moeten. De dogmatische en economische argumenten die voor een dergelijke regel worden aangevoerd, kunnen niet zonder meer overtuigen. In tegenstelling tot de klassieke Duitse leer en de gedachte die men ook in de Amerikaanse en Nederlandse rechtspraak soms aantreft, bestaat er mijns inziens niet zonder meer een goede grond voor achterstelling van een aandeelhouderslening die is verstrekt op een moment dat de vennootschap – vanwege externe omstandigheden – in zwaar weer verkeerde. De onrechtmatige daad en de faillissementspauliana bieden voldoende waarborgen tegen het risico dat aandeelhouders door het verstrekken van krediet de activiteiten van de vennootschap doen voortzetten terwijl een reële overlevingskans ontbreekt. Hetzelfde geldt voor de aandeelhouder die reeds bij oprichting of aanvang van de activiteiten zijn eigen risico volledig tracht te minimaliseren door feitelijk geen risicodragend vermogen in te brengen. Bij een evidente wanverhouding tussen het eigen vermogen en het door de aandeelhouder ter beschikking gestelde (en door zekerheden gedekte) vreemd vermogen, kan evenzeer grond bestaan voor aansprakelijkheid van de aandeelhouder op grond van art. 6:162 BW.