



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 21

SAMENVATTING & CONCLUSIE

21.1 Inleiding

In dit afsluitende hoofdstuk behandel ik eerst kort op welke gronden de financieringsvrijheid van aandeelhouders dient te worden begrensd. Daarna volgt een overzicht van de vier leerstukken die in de Verenigde Staten, Duitsland en Nederland de belangrijkste rol spelen bij de normering van aandeelhoudersfinanciering.¹ Aansluitend worden op basis van een analyse van deze leerstukken tegen de eerder geschetste economische achtergrond, de in de inleiding van dit boek geformuleerde deelvragen beantwoord, en wordt betoogd waar de grenzen liggen van de financieringsvrijheid van aandeelhouders onder Nederlands recht.

21.2 De financieringsvrijheid van aandeelhouders

In dit onderzoek staat de normering van aandeelhoudersfinanciering in besloten verhoudingen centraal. Het uitgangspunt is dat aandeelhouders financieringsvrijheid genieten. Onder de financieringsvrijheid van aandeelhouders versta ik het principe dat aandeelhouders in beginsel de vrijheid hebben om de financiering van de vennootschap naar eigen inzicht vorm te geven: de aandeelhouder kan vrijelijk bepalen hoeveel vermogen hij aan de vennootschap verstrekt, of hij in de vermogensbehoefte van de vennootschap voorziet met eigen vermogen of vreemd vermogen, en of hij tijdens het bestaan van de vennootschap eigen vermogen of vreemd vermogen daaraan onttrekt.

De financieringsvrijheid van de aandeelhouder vindt zijn grens in de gerechtvaardigde belangen van de overige bij de vennootschap betrokken partijen, zoals haar crediteuren en werknemers. De risico's die voortvloeien uit een riskante financieringsstructuur komen immers niet alleen voor rekening van de aandeelhouder, maar worden tevens, en soms met name, gedragen door deze partijen.² Niet alle crediteuren en andere *stakeholders* van de vennootschap zijn in staat om zich te beschermen tegen deze risico's. Professionele crediteuren, zoals banken, kunnen zekerheden bedingen, de financieringsvrijheid contractueel aan banden leggen en

1 Voor uitgebreidere conclusies over de Amerikaanse en Duitse leerstukken wordt verwezen naar de 'landen-conclusies'; zie voor Amerika hoofdstuk 9 en voor Duitsland hoofdstuk 15.

2 Zie hierover nader hoofdstuk 3.

hun risico verdisconteren in de rentevergoeding die de vennootschap over het krediet verschuldigd is. Van handelscrediteuren, werknemers, consumenten en in het bijzonder onvrijwillige schuldeisers kan dat niet zonder meer worden gezegd. Aandeelhouders kunnen daarom de kosten van de door de vennootschap gedreven onderneming tot op zekere hoogte externaliseren naar (bepaalde) schuldeisers van de vennootschap, in het bijzonder indien zij de vennootschap onderkapitaliseren, daaraan vermogen onttrekken of deze extra vreemd vermogen doen aantrekken.

In de aanloop naar de kredietcrisis is gebleken dat aandeelhouders soms op rationele gronden de voorkeur geven aan een (te) risicovolle financieringsstructuur,³ en daarom dient de vraag zich aan hoe het recht grenzen moet stellen aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder. De beperkte aansprakelijkheid strekt er mijns inziens toe aandeelhouders te beschermen tegen de verwezenlijking van het reguliere ondernemingsrisico, evenals tegen de verwezenlijking van bijzondere, onvoorzienbare risico's. Deze hoofdregel heeft echter niet ten doel om het aandeelhouders mogelijk te maken redelijkerwijs voorzienbare kosten op derden af te wentelen. Ik heb daarom betoogd dat onder omstandigheden op aandeelhouders de verantwoordelijkheid kan rusten om de vennootschap bij haar oprichting of wijziging van haar activiteiten adequaat te financieren, inhoudende dat de financiering in een redelijke verhouding staat tot de aard en omvang van de ondernemingsactiviteiten en de daaruit voortvloeiende risico's. Ook mogen aandeelhouders door vermogensonttrekkingen en *leveraging* crediteuren niet blootstellen aan risico's waarop zij redelijkerwijs niet bedacht hoefden te zijn. De normering van aandeelhoudersfinanciering dient kortom te voorkomen dat aandeelhouders redelijkerwijs voorzienbare kosten externaliseren naar de crediteuren en overige *stakeholders* van de vennootschap.

21.3 Vier leerstukken die de financieringsvrijheid normeren

21.3.1 Vennootschapsrechtelijke normering van het kapitaal en uitkeringen

In veel landen is het zwaartepunt van de normering van aandeelhoudersfinanciering verplaatst van absolute kapitaalbeschermingsregels naar open geformuleerde (aansprakelijkheids)normen. Zo ligt in alle drie de onderzochte jurisdicties thans de nadruk op de regulering van vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, terwijl slechts beperkt eisen worden gesteld aan de inbreng door de aandeelhouders. In alle onderzochte landen dienen uitkeringen aan aandeelhouders in beginsel te voldoen aan een balanstest en (de facto) aan een bedrijfseconomische test.⁴ In Duitsland geldt de strengste balanstest, nu uitkeringen daar slechts zijn toegestaan voor zover

³ Zie hierover nader hoofdstuk 2.

⁴ Zie voor Amerika hoofdstuk 5, voor Duitsland hoofdstuk 11 en voor Nederland hoofdstuk 17.

het eigen vermogen groter is dan het *Stammkapital*. In de meeste Amerikaanse staten geldt de soepelere regel dat het *gehele* eigen vermogen aan de aandeelhouders kan worden uitgekeerd. De Nederlandse regeling, vervat in art. 2:216 BW, is sinds de herziening van 1 oktober 2012 op dit punt het meest flexibel, omdat geen balanstest is voorgeschreven indien wettelijk of statutair voorgeschreven reserves ontbreken, zodat uitkering bij of leidende tot een negatief eigen vermogen mogelijk is, ook indien winst over het lopende boekjaar ontbreekt.

De tweede, bedrijfsecomische test komt er in alle onderzochte landen kort gezegd op neer dat redelijkerwijs voorzienbaar moet zijn dat na de uitkering de continuïteit van de vennootschap niet in het geding zal komen. Deze test is niet geënt op de jaarrekening van de vennootschap, maar vergt een redelijk oordeel over de mogelijkheid van de vennootschap om in de toekomst aan haar opeisbare verplichtingen te blijven voldoen. De beoordeling dient zich daarbij niet te beperken tot de (geprognosticeerde) liquiditeitspositie van de vennootschap; ook de verwachtingen inzake sovbiliteit, winstmarges en omzet dienen in de analyse te worden betrokken. Het is communis opinio dat deze uitkeringstest vager is en daarom tot meer onzekerheid leidt over de toelaatbaarheid van een uitkering, maar ook dat creditoren daaraan de meeste bescherming ontnemen.

Het bestuur heeft in alle onderzochte jurisdicties een prominente rol bij uitkeringen aan aandeelhouders; het is voor aandeelhouders niet mogelijk om zonder tussenkomst van het bestuur vermogen aan de vennootschap te onttrekken. Alle onderzochte landen voorzien in een aansprakelijkheidsregeling voor bestuurders die medewerking of goedkeuring verlenen aan een uitkering, terwijl zij wisten of moesten voorzien dat op de uitkering continuïteitsproblemen zouden volgen.

Tevens kent het vennootschapsrecht van de verschillende jurisdicties een restitutieplichting voor aandeelhouders die een ongeoorloofde uitkering hebben ontvangen, zij het dat deze regelingen onderling enigszins verschillen. Zo biedt de Amerikaanse modelwet – de RMBCA – slechts aan aangesproken bestuurders een regresmogelijkheid op de aandeelhouders die de uitkering ontvingen.⁵ In de meeste Amerikaanse staten kunnen aandeelhouders op grond van de vennootschapsrechtelijke bepalingen uitsluitend worden aangesproken indien zij op de hoogte waren van het ongeoorloofde karakter van de uitkering. Op grond van de *common law* regels kunnen echter ook aandeelhouders die *te goeder trouw* een dividend hebben ontvangen tot restitutie worden aangesproken, mits de vennootschap insolvent was op het moment dat de uitkering plaatsvond.⁶

In Duitsland kunnen aandeelhouders op grond van § 31 GmbHG tot restitutie worden aangesproken indien de uitkering in strijd met de kapitaalbeschermingsregels is geschied.⁷ Deze restitutieplicht geldt ook voor de aandeelhouder die te goeder trouw het dividend heeft ontvangen. Het *GmbH-Gesetz* voorziet tevens in

⁵ Zie par. 5.7.1.

⁶ Zie par. 5.7.2.

⁷ Zie par. 11.8.

een subsidiaire aansprakelijkheid van aandeelhouders voor de uitkeringen aan hun medeaandeelhouders, indien verhaal op die medeaandeelhouders niet mogelijk blijkt.

Op grond van de Nederlandse uitkeringsregeling in art. 2:216 lid 3 BW kunnen aandeelhouders die een uitkering ontvingen terwijl zij wisten of behoorden te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zou kunnen voortgaan met betaling van haar opeisbare verplichtingen, door de vennootschap worden aangesproken tot vergoeding van het tekort dat door de uitkering is ontstaan, voor ten hoogste het bedrag of de waarde van de door de aandeelhouder ontvangen uitkering, vermeerderd met de wettelijke rente vanaf de dag van de uitkering.⁸ Hoewel op grond van de regeling zoals die aanvankelijk werd voorgesteld in het ambtelijk voorontwerp van de wet Flex-BV ook de aandeelhouder te goeder trouw tot restitutie kon worden aangesproken, voorziet art. 2:216 BW dus niet in een aansprakelijkheid van de aandeelhouder te goeder trouw.

21.3.2 Insolventierechtelijke grenzen aan vermogensonttrekkingen

De financieringsvrijheid van aandeelhouders wordt niet alleen genormeerd door regels van vennootschapsrecht, ook het insolventierecht stelt daaraan grenzen. Met een beroep op insolventierechtelijke bepalingen kan een curator soms een vermogensonttrekking door een aandeelhouder aanvechten. De insolventierechtelijke leerstukken die ertoe strekken benadelende transacties ongedaan te maken, zijn daarom een functioneel equivalent van de uitkeringsregels. Zo speelt in Amerika het *fraudulent transfer law* een belangrijke rol bij de normering van transacties tussen de vennootschap en haar aandeelhouders.⁹ Amerikaanse curatoren die beogen een uitkering ongedaan te maken, baseren zich vaker op het faillissementsrechtelijke leerstuk van de *fraudulent transfers*, dan op de vennootschapsrechtelijke regels. In de VS kan een curator – en soms ook een individuele crediteur – een overdracht van de vennootschap aan een aandeelhouder vernietigen, indien de vennootschap daarvoor geen gelijkwaardige tegenprestatie kreeg en na de transactie insolvent was of met een onredelijk klein vermogen (*unreasonably small capital*) achterbleef. Daarvoor is niet vereist dat de aandeelhouder wetenschap had van het ongeoorloofde karakter van de transactie. In Duitsland is weliswaar geen rechtspraak beschikbaar waarin de *Insolvenzanfechtung* is toegepast op uitkeringen aan aandeelhouders, maar daar betoogt een groeiend aantal juridische auteurs wel dat uitkeringen kunnen worden aangetast op grond van dit insolventierechtelijke leerstuk.¹⁰ De meningen verschillen echter over de wijze waarop de terugvordering van uitkeringen dient te worden ingepast in het complexe systeem van de *Insolvenzan-*

⁸ Zie par. 17.6.

⁹ Zie hoofdstuk 6.

¹⁰ Zie hoofdstuk 12.

fechtung. In Nederland is het communis opinio dat uitkeringsbesluiten kunnen worden vernietigd met een beroep op de faillissementspauliana.¹¹ De laatste jaren lijken curatoren van deze mogelijkheid ook steeds vaker gebruik te maken.

21.3.3 Doorbraak van aansprakelijkheid

De betrokkenheid van de aandeelhouder bij de financiering van de vennootschap kan in alle onderzochte jurisdicties tevens leiden tot een directe of indirecte doorbraak van aansprakelijkheid. Met de term ‘doorbraak van aansprakelijkheid’ wordt tot uitdrukking gebracht dat de aandeelhouder, ondanks het (voor)recht van de beperkte aansprakelijkheid, tóch aansprakelijk is jegens de crediteuren van de vennootschap of jegens de vennootschap zelf, doordat de rechtspersoonlijkheid wordt weggedacht, of doordat het handelen of nalaten van de aandeelhouder kwalificeert als een onrechtmatige daad. De dogmatische grondslag en uitwerking van het doorbraak-leerstuk verschillen weliswaar per land, maar tóch bestaat er een aantal overeenkomsten tussen de landen. Ten eerste valt op dat het door de rechtspraak ontwikkelde doorbraak-leerstuk in alle jurisdicties een sterk contextueel en casuïstisch karakter heeft. De Amerikaanse rechters bedienen zich vaak van metaforen en lange waslijsten van relevante omstandigheden voor een doorbraak, waardoor het zicht op de achterliggende afwegingen regelmatig wordt ontnomen.¹² Het Duitse *Bundesgerichtshof* onderbouwt zijn oordelen weliswaar met heldere overwegingen en uitgebreide verwijzingen naar de wet, jurisprudentie en literatuur, maar heeft al een aantal keer een nieuwe invulling aan het doorbraak-leerstuk gegeven.¹³ Ook in Nederland is de (indirecte) doorbraak-rechtspraak zeer casuïstisch van aard.¹⁴ De overwegingen van de Hoge Raad zijn vaak toegespitst op de concrete omstandigheden van het voorliggende geval, zonder dat daarbij algemene regels worden geformuleerd.

Ondanks dit contextuele en casuïstische karakter van de doorbraak-rechtspraak, is het mogelijk om in algemene termen de contouren van het leerstuk te schetsen, en daarbij valt een aantal overeenkomsten tussen de verschillende landen op. Zo is in alle bestudeerde jurisdicties een doorbraak van aansprakelijkheid vooralsnog uitsluitend aangenomen in besloten vennootschappen met een beperkt aantal aandeelhouders. Daarnaast kunnen vermogensonttrekkingen op een moment dat voor de aandeelhouder voorzienbaar is dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zal geraken, in alle onderzochte landen aanleiding kunnen geven tot een doorbraak van aansprakelijkheid.

De gevolgen van een ‘doorbraak’ zijn echter niet in alle landen hetzelfde. Zo leiden ongeoorloofde onttrekkingen in de Amerikaanse *veil piercing* procedures

11 Zie hoofdstuk 18.

12 Zie hoofdstuk 7.

13 Zie hoofdstuk 13.

14 Zie hoofdstuk 19.

doorgaans tot een directe aansprakelijkheid van de aandeelhouder jegens een specifieke crediteur. In Duitsland leiden *existenzvernichtenden Eingriffe* sinds de *Trihotel*-uitspraak niet langer tot een directe doorbraak, maar kwalificeren deze als een *unerlaubte Handlung* jegens de vennootschap, zodat de vordering tot schadevergoeding door de vennootschap – meestal de curator – moet worden ingesteld. In Nederland kunnen ongeoorloofde vermogensonttrekkingen een onrechtmatig daad opleveren jegens de gezamenlijke crediteuren. Hieruit vloeit voort dat zowel een individuele crediteur als de curator die ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren optreedt, tegen de aandeelhouder kan ageren.

21.3.4 Bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen

Onder het Amerikaanse en Duitse recht gelden bijzondere regels voor leningen die de aandeelhouder verstrekt aan de vennootschap. Zo worden in Duitsland, sinds de invoering van het *MoMiG* in 2008, alle door aandeelhouders verstrekte leningen in faillissement achtergesteld bij de vorderingen van de overige schuldeisers.¹⁵ Zekerheden die de vennootschap heeft gevestigd ten behoeve van aandeelhoudersleningen hebben in faillissement geen werking, en alle betalingen die de vennootschap in de periode van een jaar voorafgaande aan het faillissement op een aandeelhouderslening heeft verricht, kunnen door de curator worden vernietigd. De Duitse wetgever kiest dus voor een zeer absolute normering van aandeelhouderskrediet en van de daarop verrichte “*fragwürdige*” betalingen. Ook de Amerikaanse *Bankruptcy Code* biedt de mogelijkheid om vorderingen van aandeelhouders achter te stellen en de zekerheden die ten behoeve daarvan zijn gevestigd te doen overgaan op de boedel, maar aan deze regeling ligt een andere gedachte ten grondslag.¹⁶ Waar de achterstellingsregeling in Duitsland lijkt te zijn gebaseerd op een (vage) notie van algemene financieringsverantwoordelijkheid van aandeelhouders, zal de curator in de VS voor een succesvol beroep op achterstelling moeten aantonen dat de aandeelhouder zich schuldig heeft gemaakt aan onredelijk handelen (*inequitable conduct*) jegens de crediteuren van de vennootschap. In de Amerikaanse *Bankruptcy Code* wordt tevens een mogelijkheid geboden om betalingen aan (bepaalde) aandeelhouders te vernietigen, maar daarvoor is kort gezegd vereist dat de vennootschap insolvent was op het moment van de betaling en de betaling niet “*in the ordinary course of business or financial affairs*” is geschied. Ook op dit punt behelst de Amerikaanse regeling dus een genuanceerde benadering, in verhouding tot de absolute Duitse norm. In Nederland ontbreken bijzondere normen voor aandeelhoudersleningen.¹⁷ Sommige auteurs bepleiten daarom de introductie van een

15 Leningen verstrekt door aandeelhouders die minder dan 10 procent van de aandelen in de vennootschap houden en geen bestuurder daarvan zijn, vallen buiten de achterstellingsregeling, zie par. 14.3.6.

16 Zie hoofdstuk 8.

17 Zie hoofdstuk 20.

regeling op grond waarvan aandeelhoudersleningen in faillissement kunnen worden achtergesteld, en betalingen op die leningen kunnen worden vernietigd. Anderen hebben daarentegen juist aangevoerd dat het huidige normenkader voldoende instrumenten biedt om op te komen tegen benadeling door aandeelhoudersleningen.

21.4 De grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders naar Nederlands recht

Op basis van de analyse van de vier hiervoor besproken leerstukken die in de voorgaande hoofdstukken heeft plaatsgevonden, kunnen de in de inleiding van dit boek geformuleerde deelvragen worden beantwoord. Aan de hand daarvan zal hierna worden betoogd waar de grenzen liggen van de financieringsvrijheid van de aandeelhouder.

21.4.1 Welke rol speelt het begrip ‘onderkapitalisatie’ bij de normering van aandeelhoudersfinanciering?

21.4.1.1 Een diffuus begrip

Over de exacte inhoud van het begrip ‘onderkapitalisatie’, en de normatieve betekenis daarvan, bestaat onduidelijkheid.¹⁸ Het begrip speelt nauwelijks een rol bij de Nederlandse normering van aandeelhoudersfinanciering. Hoewel een aanzienlijk aantal juridische auteurs meent dat er in Nederland een ongeschreven regel geldt dat er een redelijke verhouding dient te bestaan tussen de financiering van de vennootschap en de door haar ontplooiende activiteiten, wordt het begrip in de rechtspraak zelden gehanteerd. Mogelijk is de oorzaak daarvan mede gelegen in het feit dat verschillende auteurs een verschillende betekenis lijken toe te kennen aan het begrip.

In de Amerikaanse rechtspraak en literatuur wordt wel regelmatig gerept van *undercapitalization*, maar ook daar lijkt niet iedereen daaronder hetzelfde te verstaan. Hoewel er rechtspraak is waaruit men zou kunnen afleiden dat onderkapitalisatie een grond kan zijn voor aansprakelijkheid van aandeelhouders, en een aanzienlijk aantal Amerikaanse auteurs voor een dergelijke regel heeft gepleit, kan op basis van een grote meerderheid van Amerikaanse uitspraken geconcludeerd worden dat onderkapitalisatie op zichzelf, zonder bijkomende omstandigheden, onvoldoende is voor aansprakelijkheid van aandeelhouders of achterstelling van aandeelhoudersleningen. Wel is helder dat vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die leiden tot een *unreasonably small capital*, kunnen worden teruggevoerd in faillissement.

¹⁸ Zie voor Amerika par. 9.4, voor Duitsland par. 15.4 en voor Nederland par. 19.4.

In Duitsland is bijzonder veel juridische literatuur beschikbaar over *Unterkapitalisierung*, en lijkt een eenduidiger opvatting te heersen over de betekenis van dat begrip. Tot de herziening van 2008 sprak men van ‘nominale onderkapitalisatie’ indien de aandeelhouders de vennootschap met te weinig kapitaal financierden, maar leningen verstrekten om in haar vermogensbehoefte te voorzien.¹⁹ In dat geval dienden de leningen van de aandeelhouders te worden achtergesteld. Nu sinds 2008 leningen van aandeelhouders *zonder meer* worden achtergesteld, is ‘nominale onderkapitalisatie’ niet langer een rechtens relevant begrip. Onder ‘materiële onderkapitalisatie’ verstaat men in Duitsland de situatie waarin de aandeelhouders de vennootschap met te weinig eigen vermogen hebben gefinancierd in het licht van de omvang en aard van de te ontplooiën activiteiten. Een groot aantal juridische auteurs heeft een lans gebroken voor de introductie van de norm dat aandeelhouders jegens de crediteuren van de vennootschap aansprakelijk kunnen zijn op grond van materiële onderkapitalisatie. Het BGH heeft een dergelijke regel nooit aanvaard, maar wél uitdrukkelijk de mogelijkheid open gelaten dat een materiële onderkapitalisatie kan kwalificeren als een *unerlaubte Handlung* van de aandeelhouder in de zin van § 826 BGB.

21.4.1.2 De normatieve rol van onderkapitalisatie

Van onderkapitalisatie is mijns inziens sprake als met oog op de solvabiliteit, de liquiditeitspositie, de geprognosticeerde rentabiliteit en de door de vennootschap afgesloten verzekeringen, de vennootschap over te weinig middelen beschikt om haar continuïteit te waarborgen.²⁰ Het nominale kapitaal geldt dus niet als ijkpunt bij de vaststelling van onderkapitalisatie, nu de vennootschap in haar vermogensbehoefte kan voorzien met zowel eigen vermogen als vreemd vermogen. ‘Onderkapitalisatie’ is in deze definitie een objectief, feitelijk begrip, waarmee wordt aangegeven dat er een tekort aan financiering is, zonder dat de oorzaak van dit tekort een rol speelt. Dat een gefailleerde vennootschap op een bepaald moment in staat van onderkapitalisatie verkeerde, rechtvaardigt daarom (nog) geen (aansprakelijkheids)consequenties voor aandeelhouders. Dat neemt niet weg dat de vaststelling van onderkapitalisatie wel degelijk een rol kan spelen bij de beoordeling van het handelen van aandeelhouders ter zake van de financiering van de vennootschap.

Ten eerste kan een situatie van onderkapitalisatie – ongeacht de oorzaak daarvan – meebrengen dat aandeelhouders in hun financieringsvrijheid worden beperkt, doordat zij niet langer vermogen aan de vennootschap mogen onttrekken of haar niet zonder meer door kredietverstrekking op de been mogen houden. Ten tweede bestaat de mogelijkheid dat de aandeelhouder verantwoordelijk is voor *het ontstaan* van de onderkapitalisatie, bijvoorbeeld door vermogensonttrekkingen of door het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur. Omwille van de helderheid

¹⁹ Zie par. 13.4.1.

²⁰ Zie par. 19.4.3.

is in het onderhavige onderzoek voor deze gevallen de term ‘verwijtbare onderkapitalisatie’ gehanteerd, om aldus tot uitdrukking te brengen dat aan de aandeelhouder vanwege (het ontstaan van) de onderkapitalisatie een verwijt kan worden gemaakt.

21.4.2 *Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken of andersoortige transacties met de vennootschap aan te gaan?*

21.4.2.1 Grenzen aan formele uitkeringen

In alle hiervoor besproken leerstukken ligt de norm besloten dat de vrijheid van de aandeelhouder om vermogen aan de vennootschap te onttrekken eindigt indien de aandeelhouder weet of redelijkerwijs moet weten dat de vennootschap na de uitkering in continuïteitsproblemen zal geraken. Zo dient de aandeelhouder zich ingevolge het derde lid van art. 2:216 BW te onthouden van uitkering indien hij weet of behoort te voorzien dat de vennootschap daarna in betalingsproblemen zal komen. De aandeelhouder die niet te goeder trouw een uitkering ontvangt, kan door de vennootschap worden aangesproken voor het tekort dat door de uitkering is ontstaan. Daarbij is niet van belang of de aandeelhouder aan de totstandkoming van de uitkering heeft bijgedragen door uitoefening van zijn stemrecht. Niet het moment van de besluitvorming, maar dat waarop de aandeelhouder het dividend *ontvangt*, geldt als toetsmoment. Indien continuïteitsproblemen ten tijde van het AV-besluit tot uitkering niet voorzienbaar zijn, maar op het moment van de beoogde betaalbaarstelling van het dividend wel (behoren te) worden voorzien, dient de aandeelhouder zich dus van de (daadwerkelijke) onttrekking te onthouden. In dat geval prevaleren de belangen van de vennootschapscrediteuren bij de instandhouding van het vermogen van de vennootschap boven de belangen van de aandeelhouders bij de beoogde uitkering.²¹

Uit bestendige jurisprudentie blijkt dat aandeelhouders onder omstandigheden ook op grond van art. 6:162 BW gehouden kunnen zijn tot restitutie van een ongeloorloofde uitkering.²² Daarvoor is vereist dat de aandeelhouder door uitoefening van zijn stemrecht heeft bijgedragen aan de totstandkoming van het uitkeringsbesluit, terwijl hij op dat moment *ernstig rekening moest houden* met een tekort. De Hoge Raad hanteert bij aansprakelijkheid vanwege onttrekkingen een lichter wetenschapsvereiste – waaraan dus sneller is voldaan – dan bij aansprakelijkheid vanwege een onrechtmatige voortzetting van verlieslatende activiteiten. Het is daarom mogelijk dat de vennootschap in die mate ondergekapitaliseerd is, dat aandeelhouders (nog) *niet* onrechtmatig handelen door de vennootschap haar activiteiten te laten voortzetten, maar *wel* onrechtmatig handelen indien zij op dat

21 Zie par. 17.3.2.5.

22 Zie par. 19.5.

moment vermogen aan de vennootschap onttrekken. Dit onderscheid is mijns inziens terecht, nu voortzetting van de onderneming doorgaans ook in het belang van de crediteuren en overige *stakeholders* zal zijn, zo lang een redelijke overlevingskans bestaat. Vermogensonttrekkingen door aandeelhouders leiden daarentegen zonder meer tot crediteurenbenadeling indien daarop het faillissement van de vennootschap volgt. Bovendien dienen vermogensonttrekkingen geen bedrijfseconomisch of strategisch doel van de vennootschap op korte termijn, en hebben zij een negatief effect op de financiële weerbaarheid van de vennootschap. Bij financieel zwaar weer dienen onttrekkingen aan het eigen vermogen van de vennootschap daarom achterwege te blijven. Daarnaast leidt een onrechtmatige vermogensonttrekking in beginsel niet tot een daadwerkelijke doorbraak van aansprakelijkheid, in die zin dat de aandeelhouder kan worden aangesproken voor de vorderingen van de crediteuren op de vennootschap, maar uitsluitend tot een restitutieplichting: de aandeelhouder dient – bij wijze van schadevergoeding – het onttrokken bedrag aan de vennootschap te restitueren en komt daardoor in dezelfde positie te verkeren als vóór de ongeoorloofde onttrekking. Ook in de Amerikaanse en Duitse rechtspraak leiden vermogensonttrekkingen vaker en sneller tot aansprakelijkheid van aandeelhouders dan de voortzetting van een verlieslatende onderneming.

Voor aansprakelijkheid vanwege een ongeoorloofde vermogensonttrekking is niet nodig dat de aandeelhouder zich ingrijpend met het beleid van de vennootschap heeft bemoeid; de onttrekking in combinatie met de genoemde wetenschap is daarvoor voldoende. Indien causaal verband bestaat tussen de uitkering en het faillissement van de vennootschap, kan de aandeelhouder op grond van art. 6:162 BW ook worden aangesproken voor eventuele schade die het bedrag van de uitkering te boven gaat. In dat geval wordt de aandeelhouder niet verweten dat hij vermogen heeft onttrokken terwijl de vennootschap op dat moment reeds was ondergecapitaliseerd, maar dat hij de ondercapitalisatie heeft *veroorzaakt*. Er is dan niet langer sprake van een restitutieplichting, maar van een aansprakelijkheid voor de schade die de crediteuren ten gevolge van de ondercapitalisatie hebben geleden.

De artikelen 2:216 lid 3 en 6:162 BW leiden uitsluitend tot aansprakelijkheid indien de aandeelhouder op de hoogte was of had moeten zijn van het ongeoorloofde karakter van de uitkering.²³ De faillissementspauliana biedt de curator daarnaast de mogelijkheid om onder bepaalde omstandigheden een uitkering van de aandeelhouder *te goeder trouw* terug te vorderen.²⁴ Het uitkeringsbesluit van de AV en het goedkeuringsbesluit van het bestuur kwalificeren mijns inziens als onverplichte rechtshandelingen om niet, zodat zij voor vernietiging in aanmerking komen indien *de vennootschap* ten tijde van de besluitvorming wetenschap van

23 Zie over de verhouding tussen het wetenschaps criterium in art. 2:216 lid 3 BW en het wetenschaps criterium dat wordt gehanteerd door de Hoge Raad bij aansprakelijkheid vanwege onttrekkingen op grond van art. 6:162 BW, par. 19.5.4.2.

24 Zie par. 18.8.

benadeling had in de zin van art. 42 Fw. Richt de curator zijn pijlen op het goedkeuringsbesluit van het bestuur, dan zal hij moeten stellen en bewijzen dat het bestuur ten tijde van (de goedkeuring van) de uitkering wist of behoorde te weten dat de crediteuren daardoor benadeeld zouden worden. Indien hij daarin slaagt, komt door de vernietiging van het besluit de rechtsgrond aan de dividenduitkering te ontvallen, zodat het uitgekeerde vermogen als onverschuldigd betaald van de aandeelhouder kan worden teruggevorderd. Indien de vennootschap binnen een jaar na de uitkering is gefailleerd, wordt op grond van art. 45 Fw vermoed dat de vennootschap de genoemde wetenschap van benadeling had.

De curator die constateert dat de bestuurders én de aandeelhouders op het moment van uitkering wisten of moesten weten dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zou geraken, kan kiezen wie hij op grond van art. 2:216 lid 3 BW zal aanspreken. Kiest hij ervoor om tegen de bestuurders te ageren, dan kunnen de bestuurders de aandeelhouders in vrijwaring oproepen of op hen regres nemen. De uiteindelijke draagplicht rust bij de aandeelhouders, omdat die immers door de uitkering zijn verrijkt. Ook indien *uitsluitend* het bestuur op de hoogte was van de continuïteitsproblemen, en de aandeelhouders de uitkering dus te goeder trouw hebben ontvangen, beschikt de curator over twee mogelijkheden. Hij kan op grond van art. 2:216 lid 3 BW ageren tegen de leden van het bestuur, of met een beroep op de pauliana het goedkeuringsbesluit vernietigen en vervolgens de uitkering van de aandeelhouders terugvorderen. Slaagt de curator er in het dividend van de aandeelhouders terug te vorderen, dan gaan de bestuurders in beginsel vrijuit: het door de uitkering veroorzaakte tekort is door de terugbetaling immers ongedaan gemaakt. Ik vind het redelijk dat op deze wijze de negatieve gevolgen van een uitkering meer bij de begunstigten van de transactie komen te liggen, en de draagplicht van het bestuur daarmee *de facto* wordt teruggebracht tot dat deel van de uitkering dat de vennootschap niet van haar aandeelhouders kan terugvorderen. Ook in Amerika kan de aandeelhouder te goeder trouw worden aangesproken tot restitutie van vermogensonttrekking die de vennootschap achterliet met een *unreasonably small capital*. In Duitsland zijn aandeelhouders die te goeder trouw een uitkering ontvingen die leidde tot een *Unterbilanz*, eveneens gehouden tot restitutie van het dividend.

Het is ten slotte mogelijk dat de aandeelhouder vanwege zijn rol bij een vermogensonttrekking kwalificeert als feitelijke beleidbepaler.²⁵ In dat geval kan de aandeelhouder op grond van art. 2:216 lid 4 juncto lid 3 BW worden aangesproken voor het gehele bedrag van de uitkering, ook voor dat deel dat aan zijn medeaandeelhouders is uitgekeerd. Indien causaal verband aannemelijk is tussen de uitkering en het faillissement, kan de aandeelhouder op grond van art. 2:248 lid 7 BW zelfs worden aangesproken voor het gehele tekort in faillissement. De aandeelhouder kwalificeert als feitelijke beleidbepaler indien hij zich direct heeft bemoeid met het bestuur van de vennootschap, gecombineerd met een feitelijke terzijdestelling van het formele bestuur. Deze terzijdestelling kan bijvoorbeeld gelegen zijn in

²⁵ Zie par. 17.7.

de feitelijke invloed die de aandeelhouder over het bestuur uitoefent. De aandeelhouder die zich in vergaande mate bemoeit met een herfinanciering van de vennootschap, en daarbij de facto zijn wil oplegt aan het formele bestuur, kwalificeert onder omstandigheden als feitelijke beleidsbepaler. Het feit dat zijn bemoeienis met (het bestuur van) de vennootschap een eenmalig karakter had, hoeft daaraan niet in de weg te staan.

21.4.2.2 Grenzen aan materiële uitkeringen en het afbouwen van exposure

Naast uitkeringen vinden met regelmaat andersoortige transacties plaats tussen een vennootschap en haar aandeelhouders. Art. 2:216 BW is daarop niet direct van toepassing, maar dat neemt niet weg dat ook deze transacties crediteuren kunnen benadelen, en daarom aanleiding kunnen geven tot aansprakelijkheid van de aandeelhouder. Daarbij acht ik het 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 indien 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. Voor deze transacties geldt naar mijn idee dezelfde norm als bij formele uitkeringen: indien de aandeelhouder ten tijde van de materiële uitkering ernstig rekening moest houden met een tekort, handelt hij door aanvaarding daarvan onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren. Hieruit vloeit bijvoorbeeld voort dat vanaf het moment dat door de aandeelhouder ernstig rekening dient te worden gehouden met een tekort, intra-concerntransacties tegen zakelijke voorwaarden dienen plaats te vinden. Indien de vennootschap in deze periode niet marktconforme rentebetalingen verricht op een aandeelhouderslening, kan het teveel betaalde bedrag van de aandeelhouder in faillissement worden teruggevorderd op grond van art. 6:162 BW. En als de vennootschap in deze periode een aandeelhouderslening aflost, die vanwege de wanverhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen gerekend dient te worden tot het *risicodragende* vermogen van de vennootschap, kan de aandeelhouder tot restitutie van de ontvangen middelen worden aangesproken. Tot slot handelt de aandeelhouder eveneens onrechtmatig indien hij op het moment dat hij ernstig rekening moet houden met een tekort, zekerheden bedingt voor een reeds eerder door hem aan de vennootschap verstrekte lening.

Van een *exposure* afbouwende betaling is naar mijn mening sprake als een betaling door de vennootschap aan (of ten behoeve van) een aandeelhouder niet leidt tot een vermindering van het *risicodragend* vermogen, maar daardoor wél de *exposure* van de aandeelhouder in faillissement wordt verminderd. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen bij de terugbetaling van een door een aandeelhouder verstrekt regulier krediet, of bij de voldoening van reguliere schulden aan derden waarvoor de aandeelhouder of andere groepsmaatschappijen zich sterk hebben gemaakt. Deze betalingen dienen mijns inziens terughoudend te worden getoetst.

Geschieden zij *onverplicht* op een moment dat voorzienbaar is dat crediteurenbenadeling daarvan het gevolg zal zijn, dan staan zij aan vernietiging bloot op grond van art. 42 Fw, waarbij de curator in belangrijke mate wordt geholpen door de bewijsvermoedens van art. 43 Fw.²⁶ Heeft de vennootschap de betalingen *verplicht* verricht, dan is een beroep op de faillissementspauliana meestal niet mogelijk, en zijn de betalingen in beginsel evenmin onrechtmatig. Als de vennootschap in zwaar weer verkeert, en haar aandeelhouders ernstig rekening moeten houden met insolventie, dient men zich te onthouden van (formele of materiële) uitkeringen, maar zijn verplichte betalingen aan aandeelhouders die geschieden in de normale uitoefening van het bedrijf toegestaan. Pas als de betalingen er evident toe strekken de *exposure* van de aandeelhouder te verminderen, geen redelijk doel van de vennootschap dienen, of het faillissement van de vennootschap onafwendbaar is, kan sprake zijn van onrechtmatig handelen door de aandeelhouder.

21.4.2.3 De rol van het vennootschappelijk belang bij onttrekkingen

Het is denkbaar dat een uitkering niet op afzienbare termijn zal leiden tot continuïteitsproblemen, maar wel degelijk in strijd is met het belang van de vennootschap.²⁷ Bij de eenpersoons-BV zal deze situatie zich niet snel voordoen, maar indien de vennootschap een meer geïnstitutionaliseerde onderneming drijft, waarbij meer belangen betrokken zijn dan die van de aandeelhouders en van de crediteuren met een opeisbare vordering, is dit goed mogelijk. In dat geval zullen de *stakeholders* van de vennootschap niet uitsluitend een belang hebben bij de voldoening van hun opeisbare vorderingen, maar ook bij voortdurende van hun relatie met de vennootschap. Deze belangen komen tot uitdrukking in het belang van de vennootschap. De formulering van de goedkeuringsbevoegdheid in art. 2:216 lid 2 BW en de toelichting daarbij wekken de suggestie dat bestuurders en aandeelhouders geen rekening hoeven te houden met het vennootschappelijk belang bij uitkeringen, zolang niet voorzienbaar is dat de vennootschap op afzienbare termijn in betalingsproblemen zal komen. Ik meen echter dat een aandeelhouder bij een vermogensonttrekking niet altijd voorbij mag gaan aan het zelfstandige belang van de vennootschap. Indien sprake is van een grote, geïnstitutionaliseerde onderneming, volgt uit art. 2:8 BW dat de aandeelhouder zich zal moeten onthouden van vermogensonttrekkingen die ernstig in strijd zijn met de strategie van de vennootschap. Dit uitgangspunt lees ik ook in de eindbeschikking van de OK in de *PCM*-procedure.

²⁶ Zie par. 18.2.2.2.

²⁷ Zie par. 17.4.

21.4.3 *Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap naar eigen inzicht te financieren bij oprichting en aanvang of wijziging van de ondernemingsactiviteiten?*

21.4.3.1 Verwijtbare onderkapitalisatie

Aandeelhouders kunnen crediteuren niet alleen blootstellen aan onredelijke risico's door vermogen aan de vennootschap te onttrekken, maar tevens door reeds bij oprichting, of bij aanvang of wijziging van de activiteiten een inadequate financiële structuur in het leven te roepen. Dat de wet (niet langer) een minimum eigen vermogen vereist bij oprichting van een BV, doet naar mijn oordeel niets af aan de ongeschreven regel dat aandeelhouders zich ertoe moeten inspannen de vennootschap behoorlijk te financieren. Van aandeelhouders wordt niet gevergd dat zij voorzien in een *optimale* financiering van de vennootschap. Maar 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, handelt mijns inziens onrechtmatig door niettemin zijn medewerking te verlenen aan de totstandkoming of instandhouding van de financiële structuur.²⁸ Vanwege de risico's en onzekerheden waarmee de aanvang van een nieuwe onderneming nu eenmaal omgeven is, mag er niet te lichtvaardig van worden uitgegaan dat de continuïteitsproblemen bij aanvang voor de aandeelhouder voorzienbaar waren. Staat niettemin vast dat de aandeelhouder de continuïteitsproblemen ten tijde van oprichting had moeten voorzien, dan is sprake van verwijtbare onderkapitalisatie in de door mij gegeven definitie. Aan een verwijtbare onderkapitalisatie kunnen verschillende oorzaken ten grondslag liggen. Zo kan de vennootschap met onvoldoende eigen vermogen zijn uitgerust om redelijkerwijs voorzienbare tegenvallers op te kunnen vangen. Daarnaast kan de onderkapitalisatie het gevolg zijn van het feit dat de rentabiliteit van de vennootschap negatief is, omdat daarin uitsluitend de kosten van de door het concern gedreven onderneming neerslaan. De onderkapitalisatie kan er tevens in bestaan dat de vennootschap voorzienbare risico's voor derden in onvoldoende mate door verzekeringen heeft afgedekt.

Voor aansprakelijkheid ex art. 6:162 BW vanwege het in het leven roepen van een inadequate financiële structuur is ten eerste vereist dat de aandeelhouder direct betrokken is geweest bij het opzetten van de financiële structuur, en daarnaast dat de aandeelhouder wist of moest weten dat deze inadequate was en dus zou leiden tot benadeling van schuldeisers. De aandeelhouder die aan beide vereisten voldoet, handelt naar mijn oordeel onrechtmatig jegens de gezamenlijke crediteuren van de vennootschap, zodat ook de curator met een *Peeters/Gatzen*-vordering tegen hem kan opkomen.

²⁸ Zie par. 19.8.

21.4.3.2 Onderkapitalisatie en risicoaanvaarding door crediteuren

Eerder in dit onderzoek is gewezen op de heterogeniteit van het crediteurenbestand van de kapitaalvennootschap, en werd geconcludeerd dat een inadequate financiële structuur niet voor *alle* crediteuren benadelend hoeft te zijn.²⁹ Mijs inziens is daarom voor de aansprakelijkheid van aandeelhouders vanwege een verwijtbare onderkapitalisatie relevant in hoeverre een crediteur geacht kan worden het aan de financiële structuur verbonden risico te hebben geaccepteerd. De bank die volledig op de hoogte was van de financiële positie van de vennootschap, of dat had kunnen zijn, en niettemin tot financiering is overgegaan, kan de aandeelhouder niet aanspreken op grond van art. 6:162 BW indien de risico's zich verwezenlijken en de vennootschap faillieert. Van handelscrediteuren, werknemers en consumenten zal daarentegen niet snel mogen worden aangenomen dat zij de aan de onderkapitalisatie inherente risico's hebben aanvaard.

Dit onderscheid leidt overigens tot lastige vragen indien de curator ten behoeve van de gezamenlijke crediteuren de aandeelhouder aanspreekt, bijvoorbeeld met een *Peeters/Gatzen*-vordering, of op grond van art. 2:248 lid 7 BW. Hoewel de aandeelhouder door de verwijtbare onderkapitalisatie wel degelijk onrechtmatig heeft gehandeld jegens de – als eenheid gedachte – *gezamenlijke* crediteuren, zou het onredelijk zijn indien 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 via de boedel participeren in de opbrengst van de vordering. Dit probleem valt buiten het bestek van het onderhavige onderzoek, maar een panklare oplossing lijkt daarvoor onder het Nederlandse recht te ontbreken.

21.4.4 *Wat zijn de grenzen aan de vrijheid van de aandeelhouder om de vennootschap te financieren met door hem zelf verstrekt vreemd vermogen?*

Nu in Nederland bijzondere regels voor aandeelhoudersleningen ontbreken, zullen deze leningen moeten worden beoordeeld in het licht van het algemene civiele normenkader dat hiervoor werd geschetst. Ik meen dat overtuigende argumenten ontbreken om de vorderingen van aandeelhouders zonder meer achter te stellen, zoals dat gebeurt in Duitsland.³⁰ Een categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen past 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. De bijzondere risico's die inherent zijn aan financiering met aandeelhoudersleningen rechtvaardigen niet dat het huidige wettelijke kader wordt uitgebreid. Zo wordt door voorstanders van een achterstellingsregeling

²⁹ Zie hoofdstuk 3 en par. 19.9.

³⁰ Zie hoofdstuk 20.

gewezen op de mogelijkheid dat aandeelhouders hun lening kunnen opeisen op het moment dat de vennootschap in financieel zwaar weer verkeert. Zoals in par. 21.4.2.2 werd aangegeven, bieden de onrechtmatige daad en de faillissements-pauliana op dit punt echter voldoende bescherming.

Anderen hebben aangevoerd dat aandeelhoudersleningen zouden moeten worden achtergesteld, omdat voor rationele aandeelhouders anders een prikkel zou kunnen bestaan om inefficiënte reddingsoperaties te financieren, en aldus ten dode opgeschreven ondernemingen op de been te houden. Maar omdat een achterstellingsregel slechts een beperkt effect heeft op de risicoafweging van de aandeelhouder van de vennootschap in financiële nood, voorkomt een dergelijke regel niet alle reddingsoperaties met een (in objectieve zin) negatieve waarde, en staat deze soms juist wél in de weg aan reddingsoperaties met een (in objectieve zin) positieve waarde. Bovendien biedt de onrechtmatige daad reeds aanzienlijke bescherming aan crediteuren tegen het risico dat een kansloze onderneming wordt voortgezet.³¹ De aandeelhouder die een vennootschap door het verstrekken van financiering in staat stelt om nieuwe verplichtingen aan te gaan, terwijl hij weet of moet weten dat de vennootschap geen redelijke overlevingskans heeft, handelt onrechtmatig jegens deze ‘nieuwe’ schuldeisers indien hij geen zorg draagt voor de voldoening van hun vorderingen. Ook staan eventueel ten behoeve van de aandeelhouder gevestigde zekerheden onder die omstandigheden bloot aan het risico vernietigd te worden met een beroep op de pauliana. In plaats van een categorische achterstelling van alle aandeelhoudersleningen die zijn verstrekt in crisistijd, of van een algemeen verbod op aandeelhouderszekerheden, dienen inefficiënte reddingsoperaties te 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.

Een lastigere kwestie vind ik 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 ongesecurerde crediteuren zal komen *indien* de vennootschap zal failleren. 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. Ik acht verdedigbaar dat in faillissement een rechter – bij een evidente wanverhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen – zal 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.

31 Zie daarover nader par. 19.7.

21.4.5 *Hoe dienen complexe vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, die bestaan uit een samenstel van nauw verbonden rechtshandelingen, te worden genormeerd?*

Tot slot rest de vraag hoe vermogensonttrekkingen door aandeelhouders die bestaan uit een samenstel van nauw met elkaar samenhangende (rechts)handelingen, in het bijzonder *leveraged buyouts*, genormeerd dienen te worden. Zoals eerder aangegeven, behelst een *leveraged buyout* doorgaans een omvangrijke vermogensonttrekking, zonder dat daarbij noodzakelijkerwijs gebruik hoeft te worden gemaakt van de formele uitkeringsmogelijkheden. Zo kan de feitelijke onttrekking gelegen zijn in het feit dat de doelwitvennootschap een ongesecureerde lening verstrekt aan een marginaal gekapitaliseerd acquisitievehikel, dat de zo verworven middelen direct aanwendt om de koopprijs van de aandelen te voldoen. Indien de (ongesecureerde) crediteuren van de vennootschap door de LBO aan onredelijke risico's zijn blootgesteld, biedt art. 2:216 lid 3 BW daarom geen soelaas. Ook als de vermogensonttrekking wel de vorm had van een formele dividenduitkering of inkoop van eigen aandelen, kan de curator in het faillissement van de doelwitvennootschap weinig uitrichten met art. 2:216 lid 3 BW of de faillissementspauliana. Het vermogen is immers formeel aan het doelwit onttrokken door de acquisitievevennootschap, en die biedt in de regel geen verhaal.

In de Verenigde Staten worden LBO's en andere complexe transacties met aandeelhouders niettemin primair genormeerd door het insolventierechtelijke leerstuk van *fraudulent transfer law*.³² Dat dit op een twee-partijen-verhouding toegesneden leerstuk een belangrijke rol heeft weten te veroveren bij de normering van LBO's, is primair te danken aan de bereidheid van Amerikaanse rechters om de LBO voor de toepassing van het leerstuk te 'consolideren': de rechter beoordeelt de LBO alsof er sprake was van één overdracht van de doelwitvennootschap aan de verkopende aandeelhouders. Deze benadering spreekt aan, omdat zij oog heeft voor het netto effect van de gehele transactie en de inhoud boven de vorm plaatst. Niettemin leidt zij tot lastige vragen en nieuwe problemen. Want hoe dient het samenstel voor de toepassing van de *fraudulent transfer* regels te worden gekwalificeerd? Wat zijn precies de gevolgen van aantasting van het gehele samenstel? Is het redelijk dat (uitsluitend) de aandeelhouders die in het kader van de LBO hun aandelen hebben vervreemd tot restitutie van de door hen ontvangen gelden kunnen worden aangesproken, of zou onder omstandigheden ook de koper van de aandelen, die een belangrijk deel van de LBO heeft geëffectueerd, aansprakelijk moeten zijn? En is het ten slotte redelijk dat de bank, die nauw betrokken was bij het opzetten van de nieuwe financiële structuur, meedeelt in de opbrengst van de *fraudulent transfer claim*? Omdat het gevolg van een succesvol beroep op de *fraudulent transfer* regels vrij absoluut is (vermietiging), biedt de toepassing van dit leerstuk op samengestelde transacties de rechter onvoldoende vrijheid om bij de *ex post* beoordeling van de

³² Zie par. 6.4.

financieringsconstructie rekening te houden met de concrete omstandigheden van het geval, in het bijzonder indien er meer dan twee partijen bij de transactie betrokken waren. Dit probleem zou zich mijns inziens in gelijke mate voordoen bij een ‘geconsolideerde’ toepassing van de Nederlandse faillissementspauliana op samengestelde vermogensonttrekkingen door aandeelhouders.³³

Het leerstuk van de onrechtmatige daad acht ik geschikter voor de beoordeling van het handelen van aandeelhouders bij een LBO.³⁴ De flexibiliteit van de onrechtmatige daadnorm biedt meer ruimte om samengestelde vermogensonttrekkingen te normeren met inachtneming van alle relevante factoren en omstandigheden van het concrete geval en maakt het mogelijk om daarbij de materiële inhoud van de transactie boven haar formele structuur te plaatsen. Mijns inziens draait het bij deze beoordeling primair om de vraag of de financiële weerstand van de vennootschap na de LBO voldoende was om de redelijkerwijs voorzienbare risico’s te dragen. Lagen aan de LBO redelijke, realistische prognoses ten grondslag, die voldoende ruimte lieten voor tegenvallers? Indien door de LBO onredelijke risico’s zijn genomen, kunnen de verkopende aandeelhouders en de nieuwe (kopende) aandeelhouder schadeplichtig zijn jegens de gezamenlijke crediteuren.³⁵ Ik zou menen dat aan aansprakelijkheid van de verkopende aandeelhouder niet in de weg hoeft te staan dat de onttrekkingen aan het vermogen van de vennootschap formeel pas hebben plaatsgevonden *nadat* de aandelen zijn overgegaan op de kopende aandeelhouder. De verkopende aandeelhouder handelt onrechtmatig indien hij op de hoogte was van het gegeven dat de koopsom gefinancierd zou worden door onttrekkingen aan het vermogen van de vennootschap, en ernstig rekening moest houden met een tekort ten gevolge daarvan. De kopende aandeelhouder is doorgaans formeel een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap, maar is de facto de achterliggende investeerder. Deze investeerder is in de praktijk niet zelden de architect van de financieringsconstructie en heeft vaak een leidende rol bij het realiseren van de financiering, zoals bij de onderhandelingen met de financierende bank. 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 daarom 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, zodat kan worden ‘doorgebroken’ naar de achterliggende investeerder; die handelt onrechtmatig door een inadequate financiële structuur in het leven te roepen, terwijl hij ernstig rekening moet houden met een tekort.

33 Zie par. 18.11.

34 Zie par. 19.10.

35 Overigens speelt ook in dit geval de vraag of het redelijk is dat alle crediteuren via de boedel gebaat worden door de schadevergoeding door de aandeelhouders (zie par. 21.4.3.2 hiervoor). Zo zal bij een LBO de financierende bank bijvoorbeeld doorgaans goed op de hoogte zijn geweest van de transacties en het daarmee verbonden risico.

21.5 Tot slot: het blijft rommelen in krantenland

Aanleiding tot dit onderzoek vormden onder meer het publieke debat en de juridische procedures die voortvloeiden uit de *leveraged buyout* van *PCM Uitgevers* in 2004. De recente ontwikkelingen rondom het *NRC Handelsblad*, dat in 2004 nog werd uitgegeven door *PCM*, tonen aan dat financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders een actueel onderwerp blijft. De *NRC* is thans in handen van investeringsmaatschappij Egeria en ‘mediatycoon’ Derk Sauer. Op het moment van afronding van dit boek woedt een hevige discussie tussen de ondernemingsraad van *NRC* en haar bestuurders en aandeelhouders over de uitkering van een omvangrijk superdividend van bijna twee en een half keer de jaarwinst, terwijl het verdienmodel van het dagblad onder druk staat en wordt gesneden in het werknemersbestand van de krant. Volgens de OR zou de uitkering de solvabiliteit en liquiditeitspositie van de vennootschap te ver uithollen, terwijl de aandeelhouders zich op het standpunt stellen dat de vermogensonttrekking past binnen de afspraken die gemaakt zijn bij hun toetreding. Dit geschil illustreert eens te meer dat de belangen van de verschillende bij de vennootschap betrokken partijen uiteen kunnen lopen bij vermogensonttrekkingen door aandeelhouders, en dat daarom een coherent en redelijk normenkader inzake aandeelhoudersfinanciering van groot belang is.