

MASTERSCRIPTIE

De aanpak van de problematiek rondom
(gesecureerde) aandeelhoudersleningen

Een taak voor de wetgever weggelegd?

Inhoudsopgave

1. Inleiding	3
2. De problematiek rondom (gesecureerde) aandeelhoudersleningen	6
2.1 <i>De risico's van het financieren met (gesecureerde) aandeelhoudersleningen</i>	6
2.2 <i>Banklening versus aandeelhouderslening</i>	11
3. Achterstelling van (gesecureerde) aandeelhoudersleningen in Nederland	13
3.1 <i>Aanvaarding buitencontractuele achterstelling zonder wettelijke basis</i>	13
3.2 <i>Verwerping buitencontractuele achterstelling zonder wettelijke basis</i>	16
3.3 <i>Tussenconclusie</i>	18
4. Het onrechtmatigedaadsrecht: een toereikend toetsingskader?	20
4.1 <i>Visie Slagter</i>	20
4.2 <i>Visie Timmerman</i>	20
4.3 <i>Visie Schimmelpenninck, Hoff, Abendroth, Lennarts en Schutte-Veenstra: het Nimox-arrest</i>	21
4.4 <i>Visie De Weijs enerzijds en standpunt Barneveld en Corpeleijn anderzijds</i>	22
4.4.1 <i>Reddingsoperatie</i>	23
4.4.2 <i>Materiële en nominale onderkapitalisatie</i>	25
4.5 <i>Tussenconclusie</i>	28
5. Geselschafterdarlehen im Ausland: Duitsland en Oostenrijk	29
5.1 <i>Duitsland</i>	29
5.1.1 <i>Voor MoMiG: Kapitalersetzende Darlehen</i>	29
5.1.1.1 <i>Ontwikkeling van het leerstuk van kapitaalvervangende leningen in de rechtspraak</i> 29	
5.1.1.2 <i>Codificatie van het leerstuk van kapitaalvervangende leningen</i>	30
5.1.1.3 <i>Achterstelling van kapitaalvervangende leningen</i>	31
5.1.1.4 <i>Ratio achter het leerstuk van kapitaalvervangende leningen</i>	32
5.1.2 <i>Na MoMiG: Geselschafterdarlehen</i>	33
5.1.2.1 <i>Achterstelling van aandeelhoudersleningen</i>	33
5.1.2.2 <i>Ratio achter achterstelling van aandeelhoudersleningen</i>	35
5.1.3 <i>Tussenconclusie</i>	35
5.2 <i>Oostenrijk</i>	36
5.2.1 <i>Ontwikkeling van het leerstuk van kapitaalvervangende leningen in de rechtspraak</i> 36	
5.2.2 <i>Herkwalificatie van kapitaalvervangende leningen en de ratio daarachter</i>	37
5.2.3 <i>Tussenconclusie</i>	40
6. Een wettelijke regeling omtrent aandeelhoudersleningen in Nederland?	41
6.1 <i>Wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen?</i>	42

6.1.1	<i>Argumenten voor</i>	42
6.1.2	<i>Argumenten tegen</i>	44
6.1.3	<i>Tussenconclusie</i>	46
6.2	<i>Verbod op het bedingen van zekerheden door aandeelhouders?</i>	47
6.2.1	<i>Argumenten voor</i>	47
6.2.2	<i>Argumenten tegen</i>	48
6.2.3	<i>Tussenconclusie</i>	51
6.3	<i>Expliciete regels voor de (al dan niet voorverpakte) doorstart?</i>	52
7.	Samenvatting & conclusie	55
	Bronvermelding	57
	<i>Literatuur</i>	57
	<i>Jurisprudentie</i>	62
	<i>Kamerstukken</i>	64
	<i>Overige bronnen</i>	64

‘Het is de tweede keer in ruim een jaar tijd dat McGregor en Gaastra failliet gaan. Ook bij de eerste keer hadden dezelfde aandeelhouders (...) het pandrecht op vrijwel alle activa. Dat leidde toen tot grote ophef binnen en buiten het bedrijf.’¹

1. Inleiding

Als ergens geld te halen valt, is iedereen er als de kippen bij. Zo ook in geval van een faillissement. Zonder wettelijke regels zal eenieder die recht denkt te hebben op het geringe actief, zo snel mogelijk op (een deel van) de opbrengst verhaal gaan halen, zelfs als dit ten koste gaat van een ander. Het recht van de sterkste en snelste gaat zegevieren. Om een einde te maken aan dit gevecht, bestaat het faillissementsrecht. De curator krijgt de touwtjes in handen en komt op voor de schuldeisers teneinde de boedel te spekken en de netto-opbrengst te verdelen onder de gezamenlijke crediteuren, met inachtneming van ieders recht. Maar hiermee is niet de hele strijd gestreden: pand- en hypotheekhouders kunnen zich verhalen op de goederen van de failliet, zonder dat ze zich ook maar iets van het faillissement hoeven aan te trekken. Aandeelhouders lijken zich van deze riantie positie steeds meer bewust te zijn.

Een aandeelhouder verschaft geld aan de vennootschap zodat de vennootschap de onderneming kan drijven. In de klassieke situatie verschaft een aandeelhouder dit geld in de vorm van eigen vermogen. Inmiddels blijkt een andere financieringsmethode steeds meer in zwang te zijn: de (gesecureerde) aandeelhoudersleningen. Een aandeelhouder verschaft een lening aan de vennootschap die al dan niet gedekt is door zekerheden. Een aandeelhouder heeft in een dergelijk geval een dubbele pet op: enerzijds is hij aandeelhouder van de vennootschap en anderzijds is hij schuldeiser van de vennootschap.² Het staat een aandeelhouder in principe zelfs vrij om de vennootschap nagenoeg geheel met vreemd vermogen te financieren, nu sinds de invoering van de Wet tot vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht (hierna: Wet Flex-BV) geen wettelijke regels meer gelden die een aandeelhouder – op één eurocent na – verplichten een wettelijk minimumbedrag aan de vennootschap te verschaffen.³ Ook kennen we geen andere wettelijke regels die aandeelhouders verhinderen een onderneming vrijwel geheel met vreemd vermogen te financieren.

Door te financieren met (gesecureerde) aandeelhoudersleningen kunnen aandeelhouders het risico in een eventueel faillissement zoveel mogelijk beperken. In de klassieke situatie staan aandeelhouders als verschaffers van eigen vermogen achteraan in de rij,⁴ terwijl een aandeelhouder door het financieren met vreemd vermogen een concurrente positie in faillissement verwerft.⁵ Indien een aandeelhouder dan ook nog eens zekerheden bedingt voor de aan de vennootschap verstrekte lening, wordt hij vanwege zijn separatistenpositie zelfs vóór de preferente en concurrente schuldeisers voldaan.⁶ Dit laat-

¹ Den Brinker, *FD* 7 september 2017.

² De Weijs, *WPNR* 2008/6751, p. 313.

³ Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, 3, p. 26-27; zie ook Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 1; voor de NV geldt ingevolge artikel 2:67 lid 2 Burgerlijk Wetboek (hierna: BW) wel een minimumkapitaal van € 45.000,-.

⁴ Een aandeelhouder heeft uitsluitend recht op het restant ex artikel 2:23b BW.

⁵ De Weijs, *WPNR* 2008/6751, p. 314.

⁶ Artikel 3:277 lid 1 jo. 3:278 lid 1 BW.

ste overkwam onder andere de vennootschapscrediteuren in het faillissement van McGregor. Zij visten achter het net omdat de aandeelhouders beschikten over pandrechten op onder meer de collectie en de merknamen van de modeketen. Dit deed zich niet één, maar zelfs twee keer voor. Dezelfde aandeelhouders wisten de onderneming na het eerste faillissement weer in handen te krijgen, maar het bedrijf is na iets meer dan een jaar alweer ten onder gegaan.⁷

Om de problematiek rondom het financieren met aandeelhoudersleningen te ondervangen, voorzien andere jurisdicties in een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen.⁸ In Nederland kennen we een dergelijke bijzondere regeling niet. Geïnspireerd door het buitenlandse recht pleiten sommige Nederlandse rechtsgeleerden voor invoering van een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen in Nederland, terwijl andere auteurs hier juist geen voorstander van zijn.⁹ In dit onderzoek richt ik mij op de vraag of het wenselijk is om ook in ons land wettelijke regels inzake aandeelhoudersleningen te introduceren. Mijn onderzoeksvraag valt in drie subvragen uiteen. Ik zal ten eerste onderzoeken of (ook) in Nederland een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen dient te worden ingevoerd. Daarnaast zal ik me concentreren op de vraag of een verbod op zekerheden voor de door de aandeelhouders verstrekte leningen geïntroduceerd zou moeten worden. Ten slotte zal ik ingaan op de vraag of er specifieke regelgeving dient te komen voor de situatie dat de voormalige (al dan niet gecureerde) aandeelhouder/kredietverlener als koper bij de pre-pack gaat optreden.

Ter beantwoording van bovengenoemde vragen is het noodzakelijk om in hoofdstuk 2 allereerst dieper in te gaan op de mogelijke problemen die spelen bij het financieren met (gecureerde) aandeelhoudersleningen. Wat is er mis mee als een aandeelhouder de onderneming met (gecureerde) leningen financiert? Hoe verhoudt de positie van de aandeelhouder zich tot die van banken, die ook krediet verstrekken tegen zekerheid? Vervolgens zal in hoofdstuk 3 besproken worden in hoeverre achterstelling van aandeelhoudersleningen in Nederlands reeds mogelijk is. Aansluitend zal in hoofdstuk 4 aandacht worden besteed aan de vraag of het onrechtmatiggedaadsrecht al een toereikend toetsingskader vormt om de onderhavige problematiek aan te pakken. De in de hoofdstukken 2 tot en met 4 opgeworpen vragen worden beantwoord door analyse van Nederlandse rechtspraak en literatuur. In hoofdstuk 5 onderzoek ik het Duitse en het Oostenrijkse recht om in kaart te brengen hoe deze landen omgaan met aandeelhoudersleningen. Voor een onderzoek naar het Duitse recht is gekozen, omdat Duitsland al lange tijd een wettelijke regeling voor aandeelhoudersleningen kent. Het Oostenrijkse recht is interessant, omdat Oostenrijk bij de totstandkoming van de wet gekeken heeft naar Duitsland, maar toch ook eigen keuzes heeft gemaakt. Ik ben me ervan bewust dat leerstukken uit een ander rechtssysteem niet zomaar in ons nationale recht overgenomen kunnen worden zonder kennis te hebben van het gehele rechtssysteem van de betreffende

⁷ Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 90-91.

⁸ De Weijs 2014, p. 2.

⁹ Zie voor de tegenstanders van een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen Timmerman 1990; Hoff 2009; Abendroth 2014; Barneveld 2014; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39. Zie voor de voorstanders van een wettelijke regeling Slagter 1988; De Weijs 2014; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123; De Weijs, *ECFR* 2018 en Timmerman 2018 die afgelopen jaar op zijn eerdere standpunt lijkt terug te komen.

landen. Niettemin meen ik dat een analyse van de achtergrond en opzet van de regelingen in Duitsland en Oostenrijk kan helpen bij de beantwoording van de hoofdvraag van dit onderzoek: of een wettelijke regeling voor aandeelhoudersleningen in Nederland geïntroduceerd moet worden. Deze vraag zal in het laatste hoofdstuk (hoofdstuk 6) worden beantwoord.

2. De problematiek rondom (gesecureerde) aandeelhoudersleningen

Uit faillissementsverslagen van de laatste jaren lijkt te volgen dat aandeelhouders regelmatig leningen in plaats van eigen vermogen aan de vennootschap verschaffen. Het financieren met aandeelhoudersleningen lijkt steeds meer in opkomst te zijn.¹⁰ In een aantal recente faillissementen blijken de aandeelhouders zelfs pandrechten te hebben op de goederen van de vennootschap ter verzekering van de terugbetaling van de lening die zij hebben verschaft. Zo beschikten de aandeelhouders in het McGregor faillissement over pandrechten op vrijwel alle activa van de vennootschap.¹¹ In het Intertoys faillissement bemachtigde de aandeelhouder pandrechten op de speelgoedvoorraden¹² en in het Mexx faillissement had de aandeelhouder een pandrecht op de IE-rechten van de modeketen.¹³ Ook in het V&D faillissement stelde de aandeelhouder een pandrecht te hebben op onder meer de roerende zaken, de vorderingen en de aandelen van de vennootschap, omdat de aandeelhouder een half jaar voor het faillissement de positie van de zekerheidsgerechtigde bank had overgenomen.¹⁴ Verder claimde de aandeelhouder in het faillissement van het kinderopvangbedrijf Estro een openbaar pandrecht te hebben op de bankrekeningen van de Estro groep.¹⁵ “Ik ken zelfs een fietsenmaker uit Zwolle met pandrechten op zijn eigen inventaris”, voegt De Weijs hier nog aan toe.¹⁶ De mogelijkheid om met (gesecureerde) aandeelhoudersleningen een vennootschap te financieren brengt echter een aantal risico’s met zich mee.

2.1 De risico’s van het financieren met (gesecureerde) aandeelhoudersleningen

Zoals ik in de inleiding al heb aangestipt, staat het een aandeelhouder in principe vrij met (gesecureerde) aandeelhoudersleningen een vennootschap te financieren. Als een aandeelhouder voornamelijk met vreemd vermogen financiert, zal een onderneming over weinig eigen vermogen beschikken. Zo lang het met de onderneming goed blijft gaan, levert dit geen problemen op: de schuldeisers krijgen hun vordering volledig voldaan en de aandeelhouder geniet winst door de uitkering van dividend. Bij eventuele tegenslagen ziet de situatie er voor de crediteuren van de vennootschap minder rooskleurig uit. Als de onderneming voornamelijk met vreemd vermogen is gefinancierd, heeft de onderneming immers weinig vlees op de botten om verliezen op te vangen en faillissement te voorkomen.¹⁷ Het risico wordt daarmee afgewenteld op de schuldeisers in plaats van op de aandeelhouder, die in beginsel niet verder aansprakelijk is dan zijn ingebrachte kapitaal.¹⁸ Banken kunnen dit risico vanwege hun sterke onderhandelings-

¹⁰ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 605.

¹¹ Zie eerste openbare faillissementsverslag Doniger Fashion Group c.s., d.d. 25 oktober 2017, p. 7; Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 90-91. Zie ook Den Brinker & R. Smit, *FD* 7 april 2017.

¹² Zie Van der Velden & Den Brinker, *FD* 22 februari 2019; Van der Velden & Den Brinker, *FD* 9 maart 2019.

¹³ Eerste geconsolideerde openbare faillissementsverslag Mexx Europe B.V. en de andere Mexx entiteiten, d.d. 22 februari 2015, onder 5.4.

¹⁴ Eerste geconsolideerde openbare faillissementsverslag V&D Holding en andere V&D entiteiten, d.d. 9 maart 2016, p. 3; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611.

¹⁵ Openbaar faillissementsverslag Estro, d.d. 28 november 2014, onder 5.3; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611.

¹⁶ Den Brinker, *FD* 15 juli 2016.

¹⁷ Zie conclusie van Advocaat-Generaal (hierna: A-G) Timmerman, par. 3.12 bij HR 7 april 2017, *JOR* 2017/213 (*Jongepier q.q./Drieakker*).

¹⁸ Artikel 2:64 lid 1 en 2:175 lid 1 BW; Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 92-94 en 99.

positie beperken door achterstelling van de aandeelhouderslening contractueel overeen te komen,¹⁹ of ervoor kiezen hun positie inclusief de zekerheden te laten overnemen door de aandeelhouder van de betreffende vennootschap. De meeste schuldeisers zullen daarentegen niet in de positie verkeren bescherming van hun belangen af te dwingen. Denk hierbij bijvoorbeeld aan werknemers, consumenten en handelscrediteuren die een vordering op de vennootschap hebben.²⁰ Zij lopen niet alleen het risico dat de onderneming failliet gaat, maar ook dat hetgeen resteert voor de schuldeisers met de aandeelhouder gedeeld moet worden, of dat de aandeelhouder zelfs als geseceerde (en dus bevoorrechte) schuldeiser op hen voor gaat. Ik zal dit aan de hand van de volgende casus nader toelichten. Voor de eenvoud zijn de boedelschulden en de berekening van het omslagpercentage ex artikel 182 Faillissementswet (hierna: Fw) buiten beschouwing gelaten.²¹

Op 21 april 2018 spreekt de rechtbank het faillissement van ScottyKitchens BV uit. Ten tijde van de faillietverklaring heeft zowel leverancier X als leverancier Y een concurrente vordering van € 10.000,- op de vennootschap (tezamen € 20.000,-). Ook werknemer Z heeft een vordering op ScottyKitchens BV, namelijk een preferente vordering van € 5.000,- wegens achterstallig loon.²² Na grondig onderzoek van de curator blijkt een netto-actief van € 14.000,- beschikbaar te zijn om onder de schuldeisers van de vennootschap te verdelen. Afhankelijk van de financieringswijze die de aandeelhouder heeft aangewend, zijn er drie verschillende scenario's mogelijk. Deze scenario's zal ik hierna achtereenvolgens bespreken:

- 1) Scenario 1: de aandeelhouder financierde de vennootschap met een eigen vermogen van € 10.000,-;
- 2) Scenario 2: de aandeelhouder financierde de vennootschap met een ongesecureerde lening ter waarde van € 10.000,-;
- 3) Scenario 3: de aandeelhouder financierde de vennootschap met een geseceerde lening ter waarde van € 10.000,-.

Scenario 1: financiering met eigen vermogen

In scenario één financiert de aandeelhouder met een eigen vermogen van € 10.000,-. Dit betekent dat de aandeelhouder in faillissement een achtergestelde positie inneemt bij de verdeling van het netto-actief onder de schuldeisers van de vennootschap.²³ In onderhavig scenario ziet dit er als volgt uit. Allereerst krijgt de werknemer uit het netto-actief van € 14.000,- zijn vordering van € 5.000,- volledig betaald, nu hij een preferente vordering op de vennootschap heeft wegens achterstallig loon. Er resteert een bedrag van € 9.000,- om onder de concurrente handelscrediteuren te verdelen. Schuldeiser X en Y

¹⁹ Zie artikel 3:277 lid 2 BW.

²⁰ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 3.2; Barneveld 2014, p. 56-58.

²¹ Zie ook 'De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123' en de Engelse versie 'De Weijs, *ECFR* 2018' waarin De Weijs een uitgebreide toelichting geeft op onderhavige problematiek aan de hand van een door hem bedachte casus.

²² Artikel 3:288 sub e BW.

²³ Artikel 2:23b BW.

krijgen derhalve ieder een bedrag van € 4.500,- uitgekeerd, hetgeen neerkomt op een uitkeringspercentage van 45%.²⁴ De aandeelhouder raakt zijn ingebrachte kapitaal kwijt.

Scenario 2: financiering met ongesecureerde aandeelhoudersleningen

Indien een aandeelhouder een ongesecureerde lening verstrekt aan de vennootschap, zal de verdeling van het netto-actief onder de schuldeisers anders uitpakken. De aandeelhouder is door het verstrekken van de lening immers concurrente schuldeiser geworden. Dit heeft tot gevolg dat de aandeelhouder meedeelt met de andere concurrente schuldeisers in faillissement. De verdeling ziet er daardoor als volgt uit. Nog steeds ziet de werknemer zijn vordering volledig voldaan uit het netto-actief van € 14.000,-, omdat hij met zijn preferente vordering voor de concurrente schuldeisers gaat. Anders dan in scenario één wordt het resterende actief van € 9.000,- echter niet enkel verdeeld onder de twee leveranciers, maar deelt ook de aandeelhouder mee in de opbrengst. Zowel schuldeiser X en Y als de aandeelhouder krijgen derhalve 30% uitbetaald, hetgeen neerkomt op een bedrag van € 3.000,-.²⁵ Het uitkeringspercentage aan de concurrente crediteuren daalt aldus van 45% naar 30% indien de aandeelhouder met vreemd vermogen financiert.

Scenario 3: financiering met gesecureerde aandeelhoudersleningen

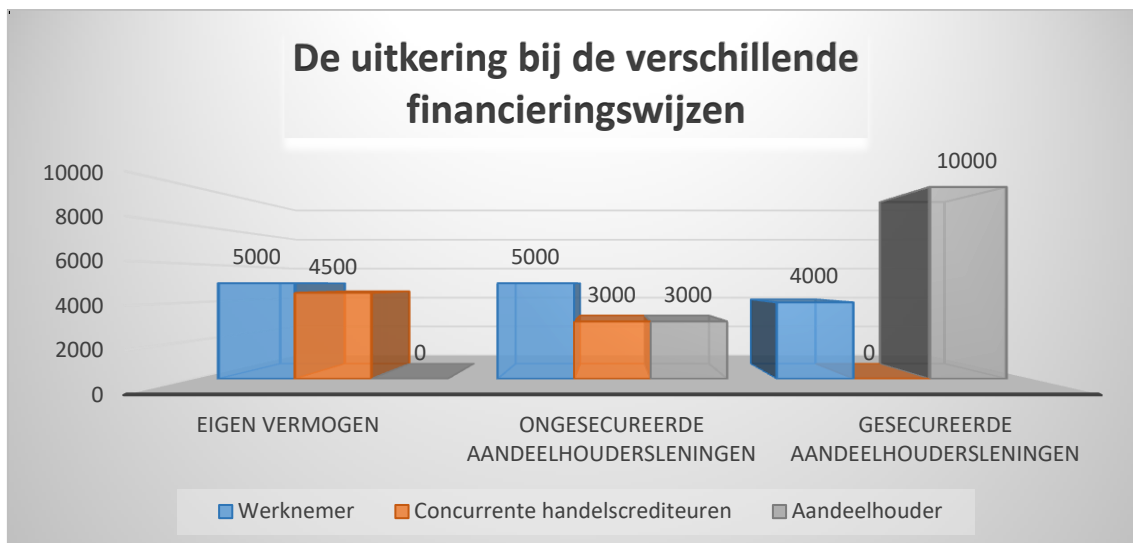
Zoals in scenario twee te zien is, gaat de werknemer voor de aandeelhouder omdat de werknemer een algemeen voorrecht heeft. De aandeelhouder doet er dan ook goed aan zekerheden te bedingen voor de lening die hij aan de vennootschap heeft verstrekt, zodat hij vanwege zijn positie als separatist zelfs vóór de werknemer wordt voldaan. De aandeelhouder kan dan immers rechtstreeks zijn zekerheden uitwinnen, zonder zich ook maar iets van het faillissement te hoeven aantrekken. Dit zal niet geheel zonder consequenties zijn voor de schuldeisers van de vennootschap. Uit het netto-actief wordt allereerst de aandeelhouder voldaan.²⁶ Er resteert in casu dan slechts een bedrag van € 4.000,-, welk bedrag toekomt aan de werknemer. Met andere woorden: zelfs de werknemer die een preferente vordering heeft, wordt niet meer volledig voldaan (slechts voor 80%). Bovendien blijven de concurrente handelscrediteuren met lege handen achter. Zij zien hun uitkeringspercentage dalen van 45% naar 0% indien een aandeelhouder financiert met door zekerheden gedekte leningen in plaats van met risicodragend kapitaal.

Hetgeen de schuldeisers en de aandeelhouder in de verschillende scenario's uitgekeerd krijgen, is in onderstaand figuur overzichtelijk uiteengezet.

²⁴ Dit percentage wordt berekend door het resterende actief van € 9.000,- te delen door hetgeen de concurrente handelscrediteuren te vorderen hebben ($9.000/20.000 \times 100 = 45\%$). Aangezien zowel X als Y € 10.000,- te vorderen heeft van ScottyKitchens BV, zullen beiden 45% van dit bedrag uitgekeerd krijgen ($10.000 \times 45\% = 4.500$).

²⁵ Het percentage wordt berekend door het resterende actief van € 9.000,- te delen door hetgeen de concurrente handelscrediteuren en de aandeelhouder te vorderen hebben ($9.000/30.000 \times 100 = 30\%$). Aangezien X, Y en de aandeelhouder € 10.000,- (tezamen € 30.000,-) te vorderen hebben van ScottyKitchens BV, zullen zij 30% van dit bedrag uitgekeerd krijgen ($10.000 \times 30\% = 3.000$).

²⁶ Zie artikel 3:279 jo. 3:280 BW.



Het voorgaande leidt tot de volgende situatie. Bij succes krijgt de aandeelhouder alle door de onderneming gemaakte winsten. Om zich ook in faillissement te verzekeren van een uitkering, kan de aandeelhouder zijn positie versterken door zijn investeringswijze aan te passen. Ingeval hij met eigen vermogen financiert, krijgt hij in onderhavige casus immers € 0,- uitbetaald, terwijl hij bij het financieren met ongesecureerde leningen € 3.000,- en bij gecureeerde leningen zelfs zijn gehele inleg van € 10.000,- uitgekeerd krijgt, nog vóór de andere crediteuren. De aandeelhouder kan in dit laatste geval in feite ‘risicovrij’ investeren, hetgeen ten koste gaat van de schuldeisers van de vennootschap. De werknemer ziet in onderhavig geval zijn uitkering dalen van € 5.000,- naar € 4.000,- en de concurrente handelscrediteuren hebben het nakijken. In het McGregor faillissement had het financieren met door zekerheden gedekte aandeelhoudersleningen zelfs tot gevolg dat de boedelschuldeisers niet meer volledig konden worden voldaan.²⁷ Ook in het Estro faillissement leverde dit een bijzondere situatie op. Een ten behoeve van de aandeelhouder gevestigd pandrecht op de bankrekeningen zou namelijk betekenen dat de aandeelhouder de door de ouders vooruitbetaalde bedragen over de maand juli zou kunnen opeisen in faillissement. De curator kon daardoor vaarwel zeggen tegen het vooruitbetaalde geld, ook indien de curator het kinderopvangbedrijf gedurende de maand juli zou hebben voortgezet.²⁸

Een bijkomend nadelig gevolg van het financieren met gecureeerde aandeelhoudersleningen is dat de investeringsbeslissing wordt verstoord, aldus De Weijs. Als een aandeelhouder bij succes wel de winsten geniet, maar bij tegenslag niet de pijn in zijn portemonnee voelt, zal een aandeelhouder die bijvoorbeeld met een gecureeerde lening de onderneming van een ondergang wil redden, een groter risico durven nemen. Volgens De Weijs gaat het financieren met door zekerheden gedekte aandeelhoudersleningen zelfs verder dan een dagje in het casino rondbrengen: “Bij een casino krijg je bij verlies en verkeerde inschatting niet je geld terug, maar bij gecureeerde aandeelhoudersleningen wel.”²⁹ Dat dit probleem breder wordt gesignaleerd, blijkt onder andere uit de con-

²⁷ Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 91.

²⁸ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611; Faillissementsverslag Estro nummer 1a periode stille bewindvoering, d.d. 22 juli 2014, onder 3.4.

²⁹ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 423.

clusie van A-G Timmerman voor het arrest Jongepier q.q./Drieakker en uit een recent preadvies voor de Vereniging Handelsrecht, waarin eveneens Timmerman op de zojuist genoemde negatieve gevolgen van het financieren met gecureerde aandeelhoudersleningen wijst.³⁰

Ten slotte wil ik een opmerking maken over het mogelijke gevaar dat aandeelhouders niet enkel de kans van slagen van een reddingspoging hoog inschatten, maar zelfs doelbewust op een faillissement aansturen.³¹ Een aandeelhouder zou hiertoe bereid kunnen zijn als hij weet dat hij met zijn zekerheidsrechten voldoende invloed kan uitoefenen om ook na faillissement met de onderneming door te gaan. Aandeelhouders kunnen op deze wijze gemakkelijk van werknemers afkomen, nu de arbeidsrechtelijke ontslagbescherming in faillissement niet geldt.³² Ook is het bedrijf in een dergelijk geval op eenvoudige wijze van ongunstige contracten en haar schulden verlost.³³ Omdat het een panden/of hypotheekhouder in Nederland vrij staat te bieden op de goederen die hij in zekerheid heeft, kunnen aandeelhouders die zekerheden hebben bedongen voor de aan de vennootschap verstrekte lening als koper en als executieverkoper optreden. De aandeelhouder kan hierdoor zelfs in of net voor faillissement controle blijven uitoefenen op de verkoop van de goederen van de vennootschap. Door middel van een pre-pack kan een aandeelhouder proberen de onderneming weer onder zich te krijgen door bijvoorbeeld (net iets meer dan) de liquidatiewaarde te bieden, terwijl de going concern-waarde in de regel veel hoger ligt. Een aandeelhouder kan hierdoor tegen een veel lager bedrag met de schuldeisers afrekenen en zelf de overwaarde incasseren.³⁴ Hij hoeft daar niet eens geld voor te betalen, maar kan door middel van een zogenoemde ‘credit bid’³⁵ proberen de onderneming te verkrijgen. Het McGregor faillissement biedt daar een aansprekend voorbeeld van. McGregor ging in 2016 failliet, maar dezelfde aandeelhouders zetten de onderneming voort onder de naam Doniger Fashion Group.³⁶ Zij boden 26 miljoen euro voor het bedrijf, waarvan ze ongeveer 24,5 miljoen euro konden verrekenen met bestaande schulden. Een aandeelhouder die ervoor kiest niet hoger te bieden dan het totaal van de verstrekte lening, zal de onderneming aldus weer in handen kunnen krijgen zonder daar ook maar iets voor te hoeven betalen.³⁷

Alles overziend staat het financieren met (gecureerde) aandeelhoudersleningen op gespannen voet met het faillissementsrecht, dat juist de belangen van de schuldeisers dient te beschermen.

³⁰ Zie conclusie A-G Timmerman, par. 3.12 bij HR 7 april 2017, *JOR* 2017/213 (*Jongepier q.q./Drieakker*); Timmerman 2018, p. 96.

³¹ Zie Van Andel, *TvI* 2014/37, par. 5.

³² Zie de artikelen 13a en 40 Fw. Daarnaast is in een faillissementssituatie de transitievergoeding niet langer verschuldigd (7:673c BW) en is de Wet overgang van onderneming (in beginsel) niet van toepassing (7:666 BW).

³³ Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 99.

³⁴ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611-613; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 427.

³⁵ Met een ‘credit bid’ wordt bedoeld dat een aandeelhouder als pand- of hypotheekhouder bij een openbare verkoop van het onderpand kan meebieden en betalen met de openstaande vorderingen. Een aandeelhouder hoeft zodoende niet daadwerkelijk met geld te betalen.

³⁶ Ook Doniger Fashion Group, het moederbedrijf van Gaastra, McGregor en Adam Menswear, wist zich geen staande te houden: op 7 september 2017 heeft de rechter het faillissement van Doniger Fashion Group uitgesproken.

³⁷ Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 91.

2.2 Banklening versus aandeelhouderslening

Volgens een aantal auteurs zijn de ongewenste risico's die verbonden zijn aan (gesecureerde) aandeelhoudersleningen ook aanwezig als banken in ruil voor zekerheid financiering aan de onderneming verschaffen.³⁸ Waarom zou het dan gerechtvaardigd zijn grenzen te stellen aan het financieren met aandeelhoudersleningen, terwijl banken gewoonweg dergelijke leningen aan de vennootschap kunnen verstrekken? Deze vraag lijkt mij de moeite van het bespreken waard.

Barneveld, Corpeleijn en Abendroth stellen zich op het standpunt dat de risico's die in paragraaf 2.1 de revue passeerden, zich eveneens voor kunnen doen als banken leningen aan de vennootschap ter beschikking stellen. Nu de positie van de bank volgens hen overeenkomt met de positie van de aandeelhouder, zien zij geen reden de aandeelhoudersfinanciering anders te beoordelen dan de bankfinanciering. Banken zullen namelijk in de (algemene voorwaarden van de) kredietovereenkomst als voorwaarde opnemen dat de vennootschap alle relevante informatie dient te verschaffen over de financiële positie van het bedrijf.³⁹ Niet alleen aandeelhouders, maar ook banken beschikken derhalve over 'inside information' en kunnen daardoor volgens de auteurs invloed uitoefenen op het bestuur als het bedrijf aan een zijden draadje hangt.⁴⁰ Hoewel aandeelhouders en banken hierdoor een voorsprong hebben ten opzichte van andere schuldeisers, zijn er mijns inziens wel degelijk verschillen die een andere aanpak van de aandeelhoudersfinanciering rechtvaardigen. Ik noem er drie.

Ten eerste hebben banken niet meer te vorderen dan terugbetaling van de lening en de daarover vastgestelde rente. Een aandeelhouder heeft daarentegen – in beginsel – ook recht op een periodieke uitkering van de winst van de onderneming.⁴¹ Anders dan een bank kan een aandeelhouder door het financieren met (gesecureerde) leningen dus niet enkel het risico beperken in faillissement, maar ook bij een succesvolle onderneming de winsten naar zich toe trekken.

Ten tweede komt bij een aandeelhouder nog een ander belang om de hoek kijken. In tegenstelling tot banken die over het algemeen geen ander belang hebben dan terugbetaling van het krediet en de rente, zal bij een aandeelhouder meewegen of een kans bestaat dat de aandelen weer meer waard worden. Dit brengt het gevaar met zich mee dat aandeelhouders te lang blijven doorfinancieren met (gesecureerde) leningen om de onderneming weer uit het dal te trekken.⁴² Concurrente schuldeisers zullen dan in geval van faillissement naar rato minder ontvangen indien de aandeelhouder meedeelt, of wellicht zelfs niets ontvangen als de aandeelhouder met zijn hoge vordering op de schuldeisers voor gaat.

³⁸ Zie bijv. Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 3.2, 4.1 en 5.2; Barneveld 2014, p. 539; Abendroth 2014, p. 39, 42-43.

³⁹ Barneveld 2014, p. 54; zie ook Hamwijk, *AA* 55 (2006) 10, p. 726-728 en Groenewegen & Orval 2009, p. 40.

⁴⁰ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 3.2, 4.1 en 5.2; Barneveld 2014, p. 534 en 539; Abendroth 2014, p. 39, 42-43.

⁴¹ Zie Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, par. 3.

⁴² De Weijs 2014, p. 45.

Het derde en tevens laatste punt dat ik wil aanstippen, is de plicht die banken (op zich genomen) hebben om een weloverwogen keuze te maken voordat zij krediet aan de vennootschap verstrekken. De Weijs, Abendroth en Barneveld wijzen erop dat banken een solvabiliteitsgrens in acht nemen waaraan ondernemingen dienen te voldoen willen zij voor financiering in aanmerking komen.⁴³ Ook rust op de bank een onderzoeksplicht naar de financiële positie van de onderneming indien een in zwaar weer verkerende onderneming (aanvullend) krediet van de bank verzoekt.⁴⁴ Soortgelijke verplichtingen gelden tot op heden niet voor aandeelhouders die (gesecureerde) leningen aan de vennootschap ter beschikking stellen. Volgens De Weijs dient hier snel verandering in te komen: “waar we banken verplichten tot onderzoek, zou toch op z’n minst het zelfde moeten gelden voor aandeelhouders”.⁴⁵

Al met al dient de problematiek rondom (gesecureerde) aandeelhoudersleningen serieus onder de loep te worden genomen. Geïnspireerd door het buitenlandse recht wordt in de literatuur bepleit dergelijke leningen in faillissement (onder bepaalde omstandigheden) achter te stellen.⁴⁶ Of en in hoeverre achterstelling in Nederland reeds mogelijk is, zal ik in het volgende hoofdstuk bespreken.

⁴³ Zie De Weijs 2014, p. 43; Abendroth 2014, p. 21-22; Barneveld 2014, p. 395. Waar de solvabiliteitsgrens precies ligt, is niet op voorhand te zeggen. Dit hangt volgens Abendroth onder meer af van de sector, het risicoprofiel en de activiteiten die de onderneming verricht. Ook De Weijs stelt dat banken hierover geen publiek toegankelijke informatie verschaffen.

⁴⁴ Zie HR 22 december 2009, ECLI:NL:HR:2009:BI8493, r.o. 3.10, *NJ* 2010/273, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ABN Amro/Van Dooren q.q. III*).

⁴⁵ De Weijs 2014, p. 45.

⁴⁶ Zie De Weijs, *WPNR* 2008/6751, p. 313-320; De Weijs 2014, p. 2-3; Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, p. 239-246. Zie ook Tekstra, *TIP* 2009/1, p. 26-29.

3. Achterstelling van (gesecureerde) aandeelhoudersleningen in Nederland

Om de problematiek rondom (gesecureerde) aandeelhoudersleningen op te vangen, voorzien verscheidene buitenlandse rechtsstelsels in een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen.⁴⁷ Leningen van aandeelhouders worden dan achtergesteld, waardoor ze in faillissement een lagere rang innemen dan vorderingen van andere schuldeisers. In het Nederlandse recht kennen we slechts één wettelijke bepaling voor achterstelling.⁴⁸ Deze bepaling biedt partijen de mogelijkheid achterstelling contractueel overeen te komen. Een wettelijke regeling voor buitencontractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen ontbreekt in ons recht. Uit de toelichting bij het voorontwerp Insolventiewet blijkt niettemin dat de commissie Kortmann het denkbaar acht dat de rechter ook zonder wettelijke grondslag tot niet-contractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen over gaat.⁴⁹ In een beperkt aantal gevallen heeft de Nederlandse feitenrechter zich uitgelaten over de vraag of buitencontractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen bij het ontbreken van een wettelijke bepaling inderdaad mogelijk is. In de rechtspraak bestaat over deze kwestie echter allerm minst consensus. Ook de meningen in de literatuur liggen wat betreft deze vraag uiteen. In het hiernavolgende zal ik daarom aandacht besteden aan de verschillende standpunten in de literatuur en de overwegingen die rechters aan hun beoordeling ten grondslag hebben gelegd. In paragraaf 3.1 zal allereerst de aanvaarding van buitencontractuele achterstelling zonder wettelijke basis aan bod komen, waarna in paragraaf 3.2 ingegaan wordt op de verwerping van niet-contractuele achterstelling in de literatuur en de rechtspraak. Afsluitend zal in paragraaf 3.3 een tussenconclusie volgen.

3.1 Aanvaarding buitencontractuele achterstelling zonder wettelijke basis

Al voordat de vraag aan de rechter is voorgelegd of achterstelling van aandeelhoudersleningen zonder partijafpraak in faillissement mogelijk is, hebben Santen, Warnaar en Schimmelpenninck zich op het standpunt gesteld dat niet-contractuele achterstelling zonder wettelijke grondslag mogelijk moet zijn.⁵⁰ Santen en Schimmelpenninck hebben zich daarbij laten inspireren door het Duitse recht. In Duitsland werden destijds aandeelhoudersleningen achtergesteld indien de lening in crisistijd was verstrekt.⁵¹ In hoofdstuk 5 zal ik hier nader aandacht aan besteden. Warnaar en Schimmelpenninck sluiten zich aan bij de fiscale rechtspraak. Volgens hen kan het fiscale leerstuk van de onzakelijke lening ook civielrechtelijk een rol spelen. De fiscale kamer van de Hoge Raad heeft geoordeeld dat onder bepaalde omstandigheden een lening fiscaal gekwalificeerd moet worden als een kapitaalverstrekking door de aandeelhouder, waardoor het uitgeleende bedrag tot het eigen vermogen van de vennootschap is gaan behoren. Het gaat hierbij met name om leningen die een moedermaatschappij aan haar dochtermaatschappij verstrekt, terwijl de moedermaatschappij een dergelijke lening onder dezelfde

⁴⁷ De Weijs 2014, p. 2 en 4-10.

⁴⁸ Zie artikel 3:277 lid 2 BW.

⁴⁹ Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 1 november 2007, p. 111.

⁵⁰ Santen 1986, p. 226; Warnaar 1989, p. 240; Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, p. 239-246.

⁵¹ Zie § 32a GmbHG (oud): “(1) Hat ein Gesellschafter der Gesellschaft in einem Zeitpunkt, in dem ihr die Gesellschafter als ordentliche Kaufleute Eigenkapital zugeführt hätten (Krise der Gesellschaft), statt dessen ein Darlehen gewährt, so kann er den Anspruch auf Rückgewähr des Darlehens im Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft nur als nachrangiger Insolvenzgläubiger geltend machen.”

omstandigheden nimmer aan een onafhankelijke derde zou verschaffen.⁵² Hoewel Schimmelpenninck voorstander is van achterstelling van aandeelhoudersleningen, bepleit hij dat achterstelling slechts onder omstandigheden mogelijk zou moeten zijn. Zijns inziens zou een lening als informeel kapitaal moeten worden behandeld indien een ‘controlerend aandeelhouder’ werkelijk invloed heeft uitgeoefend op de dochtervennootschap, een derde een dergelijke lening niet aan de vennootschap zou hebben verschaft en de financiële toestand van de dochtervennootschap er niet veelbelovend uit zag op het moment dat de lening aan de vennootschap ter beschikking werd gesteld. Volgens Schimmelpenninck is achterstelling echter niet het aangewezen middel indien de crediteuren van de vennootschap niet benadeeld zijn door de informele kapitaalverschaffing, bijvoorbeeld omdat de lening is aangewend om de schuldeisers te betalen. De bewijslast hiervoor ligt bij de aandeelhouder.⁵³

Na enige discussie in de literatuur over de vraag of en in hoeverre buitencontractuele achterstelling reeds mogelijk is, kwam deze vraag in 2005 voor het eerst aan bod voor de civiele rechter in Amsterdam. De rechtbank Amsterdam zag zich in het kader van een surseanceakkoord voor de vraag gesteld of achterstelling van de aandeelhouderslening gerechtvaardigd was nu partijen dit niet contractueel overeengekomen waren.⁵⁴ In deze zogeheten Carrier 1-beschikking ging het om het volgende. De in surseance van betaling verkerende vennootschap Carrier 1 BV bood een akkoord aan haar schuldeisers aan. De concurrente schuldeisers zouden 33% van hun vordering voldaan krijgen, terwijl de moedermaatschappij slechts 5,6% van haar aan Carrier 1 BV verstrekte krediet uitgekeerd zou krijgen. De moedervernootschap uitte haar bezwaren tegen de homologatie van het akkoord bij de rechtbank, omdat het akkoord in strijd zou zijn met de paritas creditorum (gelijkheid van schuldeisers). De rechtbank overwoog dat een aandeelhouderslening in beginsel niet achtergesteld behandeld mocht worden. De rechtbank merkte echter wel op dat een afwijkende behandeling mogelijk is indien bijzondere omstandigheden dit rechtvaardigen. Dit is het geval indien de lening als een informele kapitaalverschaffing kan worden gekwalificeerd, bijvoorbeeld omdat een willekeurige derde deze lening niet op dat moment en onder die voorwaarden verschaft zou hebben. In casu was volgens de rechtbank sprake van een informele kapitaalsinjectie. De moedervernootschap kon immers niet bewijzen onder welke voorwaarden de lening was verstrekt. Daarnaast was niet op de lening afgelost en bleek Carrier 1 BV vanaf het moment van oprichting al ondergekapitaliseerd te zijn.⁵⁵ De aandeelhouderslening mocht daarom volgens de rechtbank worden achtergesteld. Het hof liet het oordeel van de rechtbank in stand. Volgens het hof mag van de aandeelhouder onder de gegeven omstandigheden worden verwacht dat hij rekening houdt met de belangen van de andere crediteuren, zodanig dat zij zich moet neerleggen bij een lagere uitkering dan de overige schuldeisers.⁵⁶ Hoewel uit deze uitspraak lijkt te volgen dat niet-contractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen onder de genoemde voorwaarden mogelijk is, moet hier volgens Barneveld en Corpeleijn een nuance op aangebracht worden.⁵⁷ Volgens hen

⁵² HR 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *BNB* 1988/217, m.nt. G. Slot.

⁵³ Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, par. 5.7.

⁵⁴ Rb. Amsterdam 26 juli 2005 (*Carrier 1*) (niet gepubliceerd); zie ook Barneveld 2014, p. 527-529; Orval & De Groot, *FIP* 2011/4, p. 103; De Weijs 2014, p. 12-13.

⁵⁵ Barneveld 2014, p. 527-528; Orval & De Groot, *FIP* 2011/4, p. 103; De Weijs 2014, p. 12-13.

⁵⁶ Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51, r.o. 2.15 (*Carrier 1*).

⁵⁷ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 2.2.1.

dient immers rekening gehouden te worden met het feit dat het hier gaat om surseance van betaling, waardoor bij de totstandkoming van het surseanceakkoord meespeelde dat het faillissement door de achterstelling van de aandeelhouderslening voorkomen kon worden.⁵⁸ Bovendien komt de rechter bij de homologatie van een akkoord meer vrijheid toe dan in geval van een verificatiegeschil, aldus Barneveld en Corpeleijn.⁵⁹

Niet alleen de rechtbank Amsterdam, maar ook de rechtbank Breda heeft zich in positieve zin uitgelaten over de vraag of buitencontractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen mogelijk is.⁶⁰ Wel lijkt de rechtbank Breda strengere eisen te stellen aan achterstelling van aandeelhoudersleningen dan de rechtbank Amsterdam in de Carrier 1-beschikking.⁶¹ In de zaak die diende voor de rechtbank Breda ging het om een verificatiegeschil. De (curator van de) moedermaatschappij Stichting Ambacht vorderde bij de rechtbank toegelaten te worden als concurrente crediteur in het faillissement van haar dochtervennootschap Ambacht BV, omdat de curator van Ambacht BV het concurrerende karakter van de vordering had betwist. De curator van Ambacht BV beriep zich bij de rechtbank op de Carrier 1-beschikking en stelde zich op het standpunt dat de vordering van de aandeelhouder als informele kapitaalverschaffing moest worden aangemerkt en derhalve achtergesteld behandeld moest worden. De rechtbank Breda oordeelde dat aan een vordering van een aandeelhouder onder bijzondere omstandigheden een achtergesteld karakter verbonden kan worden, maar de enkele kwalificatie van de lening als informele kapitaalverschaffing – de voorwaarde die werd gesteld in de Carrier 1-beschikking – is daarvoor onvoldoende. Volgens de rechtbank is daarnaast vereist dat het kapitaal werd verstrekt door een 'controlerend aandeelhouder'.⁶² In casu was aan deze twee vereisten voldaan. Met betrekking tot de financieringswijze oordeelde de rechtbank dat Ambacht BV volledig werd gefinancierd door Stichting Ambacht. Stichting Ambacht stelde immers personen, materieel en materiaal aan Ambacht BV ter beschikking en de vordering die daardoor op Stichting Ambacht ontstond, werd verwerkt in een rekening-courantverhouding. De rechtbank overwoog dat uit de gedingstukken niet was gebleken dat de lening is afgelost. Bovendien liep Stichting Ambacht een substantieel betalingsrisico door de hoge vordering die zij op Ambacht BV had. Gelet hierop was volgens de rechtbank sprake van een informele kapitaalsinjectie.⁶³ Voor de beoordeling of sprake was van een controlerend aandeelhouder diende volgens de rechtbank sprake te zijn van 'een grote mate van verwevenheid' tussen Stichting Ambacht en Ambacht BV. In de onderhavige zaak stelde de rechtbank vast dat Ambacht BV voor haar voortbestaan afhankelijk was van Stichting Ambacht, omdat Stichting Ambacht de feitelijke en operationele leiding van Ambacht BV in handen had. De verwevenheid tussen beide vennootschappen bleek bovendien uit het feit dat Ambacht BV kort na Stichting Ambacht eveneens failliet ging. Volgens de rechtbank zou het daarom in strijd 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

⁵⁸ Zie ook Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51, r.o. 2.15 (*Carrier 1*).

⁵⁹ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 2.2.1.

⁶⁰ Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, m.nt. A.J. Tekstra (*Stichting Ambacht*).

⁶¹ Zie ook Orval & De Groot, *FIP* 2011/4, p. 104.

⁶² Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, r.o. 3.5, m.nt. A.J. Tekstra (*Stichting Ambacht*).

⁶³ Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, r.o. 3.7 t/m 3.10, m.nt. A.J. Tekstra (*Stichting Ambacht*).

van faillissement van de vennootschap zou meedelen in de opbrengst van de boedel op gelijke wijze als de concurrente crediteuren".⁶⁴

Ten slotte is ook De Weijs van mening dat niet-contractuele achterstelling zonder wettelijke basis in Nederland reeds mogelijk is. Hij zoekt hiervoor steun in de toelichting van de commissie Kortmann, de fiscale rechtspraak en de reeds besproken jurisprudentie van de rechtbank Amsterdam en de rechtbank Breda. Daarnaast wijst hij op de eerdere afwijking van de *paritas creditorum* in het *Ontvanger/Hamm q.q.*-arrest.⁶⁵ In dit laatste arrest oordeelde de Hoge Raad dat een betaling gedaan na faillissement – ondanks het ontbreken van een wettelijke regeling – van een concurrente boedelschuld promoveert tot een ‘superpreferente boedelschuld’ als de betaling het gevolg is van een onmiskenbare vergissing en tussen de gefailleerde en de onverschuldigd betaalde geen rechtsverhouding bestaat of heeft bestaan.⁶⁶ Dit houdt in dat de curator zo spoedig mogelijk het bedrag terug moet betalen aan degene die onverschuldigd heeft betaald, voordat de overige boedelschuldeisers worden voldaan. Gelet op deze ontwikkelingen moet het volgens De Weijs voor de Nederlandse rechter reeds mogelijk zijn zonder wettelijke grondslag aandeelhoudersleningen als informeel kapitaal te behandelen.⁶⁷

3.2 *Verwerping buitencontractuele achterstelling zonder wettelijke basis*

Naast de voorstanders van niet-contractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen zonder wettelijke grondslag hebben ook de tegenstanders in de literatuur van zich laten horen. Van Hees heeft zich reeds in 1989 in zijn proefschrift op het standpunt gesteld dat achterstelling van geldleningen op gespannen voet staat met de *paritas creditorum*. Zo lang partijen achterstelling niet overeengekomen zijn, zou een herkwalificatie volgens Van Hees slechts mogelijk zijn als hiervoor een wettelijke regeling in het leven wordt geroepen.⁶⁸ Daarnaast is ook Hoff geen voorstander van achterstelling buiten partijafpraak om, nu daarmee een inbreuk wordt gemaakt op het in ons rechtssysteem verankerde beginsel van de contractsvrijheid.⁶⁹ Ook Abendroth meent dat de gelijkheid van schuldeisers en de contracteervrijheid eraan in de weg staan zonder wettelijke grondslag tot buitencontractuele achterstelling over te gaan. Volgens Abendroth wordt dit te meer ondersteund door het ontbreken van wettelijke regels die de financieringsvrijheid van aandeelhouders aan banden leggen en door de bij de Wet Flex-BV afgeschafte minimumkapitaaleis.⁷⁰

Ook is niet-contractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen wegens het ontbreken van een wettelijke regeling in de rechtspraak door een paar rechters verworpen. Een voorbeeld is de *One.Tel*-zaak.⁷¹ In deze zaak lijkt de rechtbank Amsterdam terug te komen op zijn eerder gegeven oordeel in de *Carrier 1*-beschikking. *One.Tel* was een Australische vennootschap en hield indirect alle aandelen in *Leteno BV*. De onderne-

⁶⁴ Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, r.o. 3.11 t/m 3.13, m.nt. A.J. Tekstra (*Stichting Ambacht*).

⁶⁵ De Weijs 2014, p. 17.

⁶⁶ HR 5 september 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2419, *NJ* 1998/437, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Ontvanger/Hamm q.q.*).

⁶⁷ De Weijs 2014, p. 17.

⁶⁸ Van Hees 1989, p. 4.

⁶⁹ Hoff 2009, p. 29.

⁷⁰ Abendroth 2014, p. 20.

⁷¹ Rb. Amsterdam 17 december 2008, *JOR* 2009/171 (*One.Tel/Bink q.q.*).

mingsactiviteiten van Leteno BV waren vanaf haar oprichting verliesgevend geweest. Leteno BV beschikte over 40.000,- gulden aandelenkapitaal en werd door middel van ‘intercompany loans’, oftewel aandeelhoudersleningen gefinancierd door One.Tel. Dit deed One.Tel deels door geld over te maken aan Leteno BV en deels door crediteuren van Leteno BV rechtstreeks te betalen, welke bedragen One.Tel vervolgens bij Leteno BV liet opnemen als intercompany loans. Na drie jaar ging Leteno BV kopje onder. Tijdens het faillissement diende One.Tel een vordering van bijna 65 miljoen euro bij de curator in, maar de curator betwistte deze vordering. One.Tel stapte naar de rechter en vorderde in het faillissement van Leteno BV toegelaten te worden als concurrente schuldeiser. Met een beroep op artikel 2:8 BW en artikel 6:162 lid 2 BW verweerde de curator zich met de stelling dat One.Tel niet behoorde te worden toegelaten in het faillissement van Leteno BV, omdat de 40.000,- gulden aan aandelenkapitaal volstrekt onvoldoende was voor de activiteiten en de plannen die One.Tel hier in Nederland ontplooidde. De rechtbank Amsterdam dacht hier echter anders over en oordeelde als volgt:

“Naar Nederlands recht geldt – anders dan bijvoorbeeld naar Duits recht – niet een regel op grond waarvan een lening door een aandeelhouder of moederverenootschap, 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.”⁷²

Volgens de rechtbank stond dit er niet aan in de weg dat het verstrekken van een aandeelhouderslening onder omstandigheden een onrechtmatige daad jegens de crediteuren van de vennootschap op kan leveren. Nu de curator echter geen beroep op artikel 6:162 BW had gedaan, kon de rechtbank hieraan voorbij gaan.

Het hof Arnhem-Leeuwarden wijst in 2015 eveneens een beroep op achterstelling van aandeelhoudersleningen af.⁷³ Het betrof hier het faillissement van Darwind Holding BV (hierna: Darwind). Darwind was een dochtermaatschappij van Wind Holding BV (hierna: Wind). Wind had aan Darwind een lening verstrekt van bijna 11 miljoen euro en diende deze vordering ter verificatie in bij de curator. Deze vordering werd door een andere concurrente crediteur op de verificatievergadering betwist, omdat de vordering van Wind op Darwind volgens hem achtergesteld behandeld diende te worden nu sprake zou zijn van informeel kapitaal. Zij beriep zich op het door de rechtbank Breda gewezen vonnis van 7 juli 2010. Het geschil over de vordering werd door de rechter-commissaris doorverwezen naar de renvooiprocedure. De rechtbank erkende de vordering van Wind als concurrente vordering. Ook het hof oordeelde dat de vordering van Wind niet achtergesteld behandeld kon worden:

“De lening van Wind aan Darwind is een lening van een moederverenootschap aan haar dochtervennootschap. Een dergelijke lening – ook wel aangeduid als

⁷² Rb. Amsterdam 17 december 2008, JOR 2009/171, r.o. 4.4 (*One.Tel/Bink q.q.*).

⁷³ Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:1695, JOR 2015/160, m.nt. J. Barneveld.

*een intercompany lening of een aandeelhouderslening – heeft in het Nederlandse rechtssysteem geen bijzondere status in die zin dat een dergelijke lening automatisch is achtergesteld. Uit de rechtspraak en de literatuur kan niet worden afgeleid dat heersende leer zou zijn dat een dergelijke lening achtergesteld is noch dat een dergelijke achterstelling gewenst zou zijn.*⁷⁴

Net als de rechtbank Amsterdam in de One.Tel-zaak merkte het hof op dat Wind eventueel wel aansprakelijk zou kunnen worden gesteld uit hoofde van onrechtmatige daad indien zij de belangen van (toekomstige) schuldeisers van Darwind zou hebben geschaad. Het hof hoefde echter geen aandacht aan de onrechtmatige daad te besteden, nu de concurrente crediteur niet gesteld had dat de moedermaatschappij onrechtmatig jegens haar heeft gehandeld.

Hoewel de Hoge Raad tot dusver geen oordeel heeft geveld over de vraag naar achterstelling van aandeelhoudersleningen, heeft A-G Langemeijer dat wel gedaan in een arrest dat over een andere kwestie ging.⁷⁵ De A-G is van mening dat een aandeelhouderslening niet als achtergesteld behandeld kan worden zonder dat partijen dit overeengekomen zijn, omdat de Hoge Raad buitencontractuele achterstelling nimmer heeft aanvaard. Voor een doorbreking van de paritas creditorum buiten partijafpraak is volgens A-G Langemeijer derhalve een wettelijke grondslag nodig. Volgens De Weijs, Corpeleijn en Barneveld is dit argument niet overtuigend, nu het een cirkelredenering lijkt te zijn: 'achterstelling door de Hoge Raad is niet mogelijk, omdat de Hoge Raad hier nog niet toe is overgegaan'.⁷⁶

3.3 *Tussenconclusie*

Gelet op het voorgaande kan worden geconcludeerd dat de wet, de rechtspraak en de literatuur geen duidelijke aanknopingspunten bieden voor niet-contractuele achterstelling van aandeelhoudersleningen. Sommige rechters oordelen dat buitencontractuele achterstelling onder bijzondere omstandigheden aanvaardbaar is, terwijl andere rechters dit zonder wettelijke grondslag niet mogelijk achten. Daarnaast is het in de literatuur vaker regel dan uitzondering dat de meningen van rechtsgeleerden uiteenlopen, zo ook over dit onderwerp. Ik sluit me graag aan bij het kamp van de tegenstanders. Hoezeer Santen, Warnaar, Schimmelpenninck en De Weijs zich op het standpunt stellen dat niet-contractuele achterstelling zonder wettelijke grondslag reeds mogelijk is, acht ik achterstelling van aandeelhoudersleningen net als Van Hees, Hoff en Abendroth niet verenigbaar met de paritas creditorum en de contractsvrijheid. Een inbreuk op deze hoekstenen van het Nederlandse vermogensrecht is naar mijn mening slechts toelaatbaar als hiervoor een wettelijke basis bestaat. Hoewel het herkwalficeren van een lening in kapitaal in de fiscale rechtspraak ook zonder wettelijke grondslag door de Hoge Raad is aanvaard, is het mijns inziens nog maar de vraag of dit fiscale leerstuk ook op civielrechtelijk vlak een rol kan spelen. De fiscale werkelijkheid komt niet altijd overeen met de civielrechtelijke werkelijkheid. De fiscale rechter verbindt immers een economische

⁷⁴ Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:1695, r.o. 4.7, *JOR* 2015/160, m.nt. J. Barneveld.

⁷⁵ Zie de conclusie van A-G F.F. Langemeijer (punt 2.5) voor het arrest HR 20 januari 2012, ECLI:NL:PHR:2012:BU8515, *JOR* 2012/97 (*DCC/Illinois*).

⁷⁶ De Weijs 2014, p. 16; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 2.2.2.

betekenis aan bepaalde rechtsverhoudingen en rechtshandelingen, ongeacht hoe zaken civielrechtelijk geregeld zijn.⁷⁷ Ook het door De Weijs aangehaalde Ontvanger/Hamm q.q.-arrest ter onderbouwing van zijn standpunt snijdt naar mijn mening geen hout. Uit nadien gewezen arresten blijkt dat de Hoge Raad de regel uit het Ontvanger/Hamm q.q.-arrest zo beperkt mogelijk heeft willen houden.⁷⁸ Bovendien heeft de Hoge Raad de geformuleerde uitzondering tot dusver niet van toepassing willen verklaren op andere situaties dan de in het Ontvanger/Hamm q.q.-arrest genoemde geval.⁷⁹ Knagen aan de basisprincipes zoals de *paritas creditorum* lijkt mij overigens ook meer iets voor de wetgevende dan voor de rechtsprekende macht.

Een ander argument tegen achterstelling is dat de ‘gereedschapskist van de curator’ al voldoende instrumenten bevat om de met (gesecureerde) aandeelhoudersleningen gepaard gaande problemen te ondervangen, aldus Hoff en Abendroth.⁸⁰ Zij wijzen op het leerstuk van de onrechtmatige daad. Ook de rechtbank Amsterdam in de One.Tel-zaak en het hof Arnhem-Leeuwarden menen dat het onrechtmatigedaadsrecht een toereikend toetsingskader vormt voor de problematiek rondom (gesecureerde) aandeelhoudersleningen. In het volgende hoofdstuk zal aandacht worden besteed aan de vraag of artikel 6:162 BW daadwerkelijk een toereikend normenkader vormt om de onderhavige problematiek tegen te gaan.

⁷⁷ De Werd 2017.

⁷⁸ Zie HR 7 juni 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE3796, NJ 2002, 608, m.nt. J.B.M. Vranken (*Komdeur q.q./Nationale Nederlanden*) waarin de Hoge Raad oordeelde dat een betaling gedaan op basis van een vonnis dat later in hoger beroep werd vernietigd, geen superpreferente boedelschuld opleverde. Er was immers destijds wel degelijk een rechtsgrond en aanleiding voor de betaling. Zie ook HR 8 juni 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ4569, NJ 2007/419, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van der Werff q.q./BLG*). In dit laatste arrest heeft de Hoge Raad geprobeerd de hoofdregel van Ontvanger/Hamm q.q. nader uit te leggen, met als gevolg dat een uitbreiding van de regel plaatsvond. Echter is getracht deze uitbreiding ook zo beperkt mogelijk te houden.

⁷⁹ Zie bijvoorbeeld HR 22 november 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE8474, NJ 2003, 32 (*Oberdorf/Linssen q.q.*) waarin de Hoge Raad oordeelde dat de hoofdregel van Ontvanger/Hamm q.q. niet van toepassing was op de aanspraak op smartengeld; zie ook HR 27 september 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE3389, JOR 2002/212 (*Vereniging tegen Piramidenspelen/Ontvanger*) waarin de Hoge Raad weigerde de vordering uit onrechtmatige daad op grond van het Ontvanger/Hamm q.q.-arrest in rang te laten prevaleren boven de vordering van de fiscus, die zijn grondslag vindt in de onrechtmatige gedraging van de belastingschuldige.

⁸⁰ Hoff 2009, p. 24-31; Abendroth 2014, p. 45-46.

4. Het onrechtmatigedaadsrecht: een toereikend toetsingskader?

In dit hoofdstuk staat de vraag centraal of het onrechtmatigedaadsrecht een zekere basis vormt voor de aanpak van de problematiek rondom (geseceerde) aandeelhoudersleningen. Hoewel in het voorgaande hoofdstuk te lezen is dat de rechtbank Amsterdam en het hof Arnhem-Leeuwarden het onrechtmatigedaadsrecht zien als het leerstuk dat voldoende bescherming biedt tegen risicoafwenteling door aandeelhouders, blijken de meningen van rechtsgeleerden in de literatuur hierover te verschillen. In het hiernavolgende zal ik aandacht besteden aan de verschillende standpunten van de auteurs. Het hoofdstuk zal vervolgens afgesloten worden met een tussenconclusie.

4.1 *Visie Slagter*

Voor het eerst bespreekt Slagter in 1988 de gevaren omtrent aandeelhoudersleningen in Nederland.⁸¹ Volgens Slagter verstrekt een aandeelhouder een geldlening aan de vennootschap, omdat een aandeelhouder klaarblijkelijk niet bereid is de onderneming met voldoende eigen vermogen te financieren. Daarmee proberen aandeelhouders de nadelige effecten van een onderkapitalisatie op de crediteuren van de vennootschap af te wettelen, aldus Slagter. Zijns inziens dient er een (concernrechtelijke) regeling te komen die de schuldeisers hiertegen beschermt, aangezien het onrechtmatigedaadsrecht onvoldoende bescherming zou bieden. Als er immers slechts een sanctie wordt verbonden aan het verstrekken van aandeelhoudersleningen indien zulks jegens de vennootschapscrediteuren onrechtmatig is, komt op de schuldeisers van de vennootschap een te zware bewijslast te rusten. Slagter pleit daarom voor een regeling tot achterstelling in de gevallen dat de vennootschap ‘lijdt aan een duurzaam tekort aan eigen middelen’ en de positie van de vennootschapscrediteuren ‘aanzienlijk in het gedrang wordt gebracht’. Eventuele zekerheden verbonden aan de vordering zouden in dat geval hun functie verliezen, zo voegt Slagter daar aan toe.⁸²

4.2 *Visie Timmerman*

Anders dan Slagter overweegt Timmerman in 1990 dat een bijzondere regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen onnodig is, omdat het leerstuk van de onrechtmatige daad de besproken problemen al ondervangt.⁸³ Zo kan volgens Timmerman uit het Keulen/BLG-arrest worden afgeleid dat een aandeelhouder aansprakelijk is indien hij zijn vordering vóór het faillissement laat terugbetalen, terwijl hij er ernstig rekening mee moest houden dat de crediteuren van de vennootschap hierdoor geen betaling op hun vordering zouden ontvangen.⁸⁴ In de voornoemde Keulen/BLG-zaak had BLG aan een door haar beheerste stichting die nauwelijks met eigen vermogen was uitgerust een krediet verstrekt van 30 miljoen gulden, welk krediet BLG in het zicht van liquidatie van de stichting had opgezegd. BLG was dus geen moedermaatschappij van de stichting, maar haar verhouding tot de stichting leek wel op een moeder-dochter-verhouding. De Hoge Raad overwoog dat BLG onrechtmatig had gehandeld door een krediet op te zeggen op het moment dat hij “reeds ernstig met de mogelijkheid van een tekort reke-

⁸¹ Slagter 1988, p. 122-123.

⁸² Slagter 1988, p. 123.

⁸³ Timmerman 1990, p. 17-19.

⁸⁴ Timmerman 1990, p. 18.

ning had moeten houden in die zin dat (...) toen [er] voor die mogelijkheid concrete aanwijzingen waren, (...) dit BLG er met het oog op de voldoening van de andere schuldeisers geheel of ten dele van [had] behoren te weerhouden tot deze terugtrekking over te gaan”.⁸⁵

Een aandeelhouder lijkt in dit geval aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad te kunnen voorkomen door de lening niet vlak voor een faillissement van de vennootschap op te eisen. Maar ook voor de situatie dat een aandeelhouder – die zijn vordering niet heeft laten terugbetalen – de lening op zichzelf beschouwd niet had moeten verstrekken, biedt het onrechtmatigedaadsrecht volgens Timmerman voldoende bescherming. Timmerman verwijst hiervoor naar het Albada Jelgersma-arrest. Uit dit arrest kan worden afgeleid dat een aandeelhouder die in een dochtervennootschap aan de touwtjes trekt, aansprakelijk is tegenover de vennootschapscrediteuren wier vorderingen zijn ontstaan op het moment dat de aandeelhouder ‘voorzag of behoorde te voorzien dat de schuldeisers benadeeld zouden worden wegens gebrek aan verhaal’.⁸⁶ Een aandeelhouder die zich intensief bemoeit met de bedrijfsvoering van de dochtervennootschap en dus voorziet dat de vorderingen van crediteuren niet meer betaald kunnen worden, dient volgens Timmerman – op straffe van betaling van een schadevergoeding – risico dragend vermogen in plaats van risicomijdend vermogen aan de vennootschap ter beschikking te stellen.

4.3 *Visie Schimmelpenninck, Hoff, Abendroth, Lennarts en Schutte-Veenstra: het Nimox-arrest*

In 2003 mengt Schimmelpenninck zich in de discussie inzake aandeelhoudersleningen. Zoals besproken in hoofdstuk 3 pleit Schimmelpenninck voor achterstelling van aandeelhoudersleningen. Schimmelpenninck meent echter dat een achtergestelde behandeling reeds op basis van het – in het kader van artikel 6:162 BW gewezen – Nimox-arrest mogelijk is.⁸⁷ Ook Hoff, Abendroth, Lennarts en Schutte-Veenstra beroepen zich in de discussie over deze kwestie op het Nimox-arrest.⁸⁸ Het gaat in dit arrest om het volgende. Tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders besloot Nimox als enig aandeelhouder van Auditrade BV tot een aanzienlijke dividenduitkering, terwijl zij daardoor de continuïteit van de onderneming ernstig in gevaar bracht. Nimox liet haar vordering tot betaling van dividend omzetten in een lening, waardoor haar positie verbeterde van een achtergestelde schuldeiser tot een medecrediteur in faillissement. Kort daarna cedeerde Nimox haar vordering aan de huisbank van Auditrade, die de vordering onder haar zekerheden bracht. De rechtbank en het hof achtten Nimox voor haar handelwijze aansprakelijk uit hoofde van onrechtmatige daad:

“Gezien de penibele situatie waarin Auditrade destijds blijkens de verliescijfers verkeerde heeft Nimox daarbij moeten weten, en ook ongetwijfeld bedoeld, dat

⁸⁵ HR 9 mei 1986, ECLI:NL:HR:1986:AC0866, r.o. 3.2, *NJ* 1986, 792, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Keulen-BLG*). In dit arrest had het hof vastgesteld dat BLG met de mogelijkheid van een tekort geen rekening behoefde te houden, zodat Keulen achter het net viste.

⁸⁶ HR 19 februari 1988, ECLI:NL:HR:1988:AG5761, r.o. 6.12 (hof) en 3.4 (Hoge Raad), *NJ* 1988, 487, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Albada Jelgersma*).

⁸⁷ Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, par. 5.3 en 5.7.

⁸⁸ Hoff 2009, p. 24-27; Abendroth 2014, p. 45-46; Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 127-128.

zij haar eigen risico als aandeelhoudster door het genomen besluit grotendeels afwentelde op de crediteuren van Auditrade. (...) De rechtbank heeft terecht geoordeeld dat in de gegeven omstandigheden Nimox door het dividendbesluit te nemen slechts dan niet onrechtmatig jegens crediteuren zou hebben gehandeld indien zij dit had omgezet in een achtergestelde lening. In de thans ontstane situatie van het faillissement wordt de door Nimox teweeggebrachte schade inderdaad goedge maakt door haar niet als concurrent-crediteur toe te laten.”⁸⁹

De Hoge Raad liet het oordeel van het hof in stand.⁹⁰ Dit arrest laat zien dat een mogelijke sanctie van de onrechtmatige daad achterstelling van een vordering van een aandeelhouder kan zijn. Volgens Hoff en Abendroth behoeft een regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen dan ook niet te worden toegevoegd aan de huidige rechtsinstrumenten waarover de curator beschikt.⁹¹ Lennarts en Schutte-Veenstra zien gelet op het Nimox-arrest ook een grond voor achterstelling van aandeelhoudersleningen, maar vragen zich wel af onder welke voorwaarden een achtergestelde behandeling al dan niet gerechtvaardigd is. Gelet op de arresten Nimox en Keulen/BLG en de opvattingen van de literatuur daaromtrent, lijkt het volgens Lennarts en Schutte-Veenstra erop dat achterstelling mogelijk is als een aandeelhouder misbruik maakt van ‘inside information’, of als een aandeelhouder zijn positie versterkt, terwijl andere schuldeisers hierdoor benadeeld worden. Of achterstelling ook een gepaste sanctie is telkens als een aandeelhouder een lening aan de vennootschap verstrekt op het moment dat die vennootschap over te weinig eigen vermogen beschikt, blijft huns inziens de vraag.⁹²

4.4 *Visie De Weijs enerzijds en standpunt Barneveld en Corpeleijn anderzijds*

Ten slotte laten ook De Weijs, Barneveld en Corpeleijn zich niet onbetuigd in de discussie.⁹³ Terwijl De Weijs fervent voorstander is van een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen, zijn Barneveld en Corpeleijn hier fel op tegen. Volgens Barneveld en Corpeleijn biedt het onrechtmatigedaadsrecht voldoende waarborgen tegen risicoafwenteling door aandeelhouders, terwijl De Weijs juist van mening is dat het leerstuk van de onrechtmatige daad weinig soelaas biedt. De Weijs wijst op de twee categorieën van aansprakelijkheid van aandeelhouders: de aansprakelijkheid wegens vermogensonttrekking, waar het Nimox-arrest een sprekend voorbeeld van is, en de aansprakelijkheid door de gewekte schijn van kredietwaardigheid. Volgens De Weijs halen veel auteurs – zoals hierboven te zien is – het Nimox-arrest aan als het arrest dat grenzen zou stellen aan het financieren met (geseceerde) aandeelhoudersleningen. Die vlieger gaat volgens De Weijs niet op. Weliswaar kan uit het Nimox-arrest worden afgeleid dat de sanctie van artikel 6:162 BW achterstelling kan zijn, maar volgens De Weijs is de aan het Nimox-arrest ten grondslag liggende casus zo specifiek, dat hieruit geen algemene regel met betrekking tot achterstelling van aandeelhoudersleningen kan volgen. Het ging in de Nimox-zaak immers om een dividenduitkering waarbij gelden aan

⁸⁹ HR 8 november 1991, ECLI:NL:HR:1991:ZC0401, r.o. 2.4, 2.5 en 2.8, *NJ* 1992, 174, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Nimox*).

⁹⁰ HR 8 november 1991, ECLI:NL:HR:1991:ZC0401, r.o. 3.1.3 onder b en 3.3.5, *NJ* 1992, 174, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Nimox*).

⁹¹ Hoff 2009, p. 24-31; Abendroth 2014, p. 45-46.

⁹² Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 127-128.

⁹³ De Weijs 2014, p. 37 e.v.; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5 en 6.

de vennootschap werden onttrokken, terwijl bij het financieren met leningen een aandeelhouder juist geld aan de vennootschap ter beschikking stelt. Het Nimox-arrest kan zijns inziens dan ook niet worden toegepast op aandeelhoudersleningen.⁹⁴ Wellicht dat een beroep op de gewekte schijn van kredietwaardigheid kans van slagen heeft, maar ook in dat geval biedt het onrechtmatiggedaadsrecht volgens De Weijs om processuele redenen onvoldoende bescherming. Een belangrijk arrest in verband met de gewekte schijn van kredietwaardigheid is het Osby-arrest. In dit arrest had een moedermaatschappij tot zekerheid van een door haar aan de dochter verstrekte lening vrijwel alle activa van de dochter aan zich laten overdragen. Ondanks dat de moeder vervolgens tegenover nieuwe schuldeisers van de dochter de schijn van kredietwaardigheid had gewekt, vonden deze schuldeisers door de overdracht van de activa aan de moeder geen verhaal. De Hoge Raad overwoog dat in een dergelijk geval sprake kan zijn van een onrechtmatige daad jegens ‘nieuwe’ schuldeisers. Dit zal met name zo zijn “indien de moeder een zodanig inzicht in en zeggenschap over het beleid van de dochter heeft, dat zij, gelet op de omvang van haar vordering en van de zekerheidsoverdracht en het verloop van zaken in het bedrijf van de dochter, ten tijde van gedragingen als voormeld wist of behoorde te voorzien dat *nieuwe* [cursivering toegevoegd, NM] schuldeisers zouden worden benadeeld bij gebrek aan verhaal, en desalniettemin nalaat zorg te dragen dat die schuldeisers worden voldaan.”⁹⁵ Een aandeelhouder handelt aldus louter onrechtmatig jegens de ‘nieuwe’ crediteuren die een vordering op de vennootschap verkrijgen na het moment waarop het voor de aandeelhouder duidelijk was dat de vennootschap geen verhaal meer zou bieden. Volgens vaste jurisprudentie van de Hoge Raad kan een curator enkel opkomen voor de belangen van de gezamenlijke crediteuren en niet voor de belangen van een bepaalde groep van schuldeisers.⁹⁶ De Weijs meent dat het onrechtmatiggedaadsrecht derhalve tekort schiet, nu de curator de bevoegdheid mist om een vordering namens de specifieke groep van crediteuren in te stellen.⁹⁷

Om het standpunt van zowel De Weijs als de mening van Barneveld en Corpeleijn (verder) uit te diepen, zal ik in het hiernavolgende twee specifieke situaties bespreken. Daarbij zal ik allereerst ingaan op de vraag of artikel 6:162 BW een toereikend toetsingskader vormt als een aandeelhouder in het kader van een reddingsoperatie leningen (tegen zekerheid) verstrekt. Vervolgens zal stil worden gestaan bij de vraag of het leerstuk van de onrechtmatige daad een oplossing biedt indien van meet af aan sprake is van onderkapitalisatie van de vennootschap.

4.4.1 Reddingsoperatie

Laat ik beginnen met de eerste situatie. Het is goed mogelijk dat een aandeelhouder een lening verstrekt aan een vennootschap die het hoofd amper boven water kan houden. Zowel De Weijs als Barneveld en Corpeleijn zijn van mening dat niet te snel geconcludeerd mag worden dat een aandeelhouder aansprakelijk is uit hoofde van onrechtmatige daad als hij een lening verstrekt aan een vennootschap die in zwaar weer verkeert. Ook andere schuldeisers hebben er immers belang bij dat reële reddingspogingen worden

⁹⁴ De Weijs 2014, p. 37-38.

⁹⁵ HR 25 september 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4232, r.o. 18, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

⁹⁶ Zie HR 16 september 2005, *RvdW* 2005/101, r.o. 3.4-3.6 (*De Bont/Bannenberg q.q.*).

⁹⁷ De Weijs 2014, p. 38 en 42.

ingezet.⁹⁸ Een aandeelhouder handelt volgens Barneveld en Corpeleijn echter hoogstwaarschijnlijk wel onrechtmatig als de aandeelhouder ten tijde van een reddingsoperatie een lening verstrekt, terwijl hij wist of behoorde te weten dat een werkelijke kans ontbreekt dat de onderneming het overleeft.⁹⁹ Daarnaast biedt het onrechtmatigedaadsrecht voldoende bescherming tegen aandeelhouders die in een dergelijk geval tegen zekerheden financieren, aldus Barneveld en Corpeleijn.¹⁰⁰ Zij maken daarvoor onderscheid tussen de situatie dat een aandeelhouder zekerheden bedingt voor nieuw krediet en de situatie dat de aandeelhouder zekerheden verlangt voor reeds eerder verstrekte leningen. In het eerste geval is de aandeelhouder huns inziens pas aansprakelijk indien een reële overlevingskans van de onderneming ontbreekt.¹⁰¹ In het geval de aandeelhouder voor zijn reeds bestaande lening zekerheden heeft bedongen, dan kruipt hij in principe voor op de overige vennootschapscrediteuren, omdat hij zichzelf promoveert van een concurrente schuldeiser tot een separatist (of preferent indien hij van zijn separatistenpositie geen gebruik maakt). Om deze reden achten Barneveld en Corpeleijn het voor de schuldeisers lichtere wetenschaarsvereiste¹⁰² uit het Nimox-arrest van toepassing: de aandeelhouder die zekerheden bedingt voor reeds bestaand krediet handelt onrechtmatig jegens de gezamenlijke vennootschapscrediteuren indien hij ‘ernstig rekening had moeten houden met een tekort’.¹⁰³ Volgens Barneveld en Corpeleijn zal vaak aan dit lichtere

⁹⁸ De Weijs 2014, p. 43; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.2.

⁹⁹ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.2. Zij verwijzen hiervoor naar HR 12 september 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD7596, *JOR* 2008/297, m.nt. M.H.J. van Maanen (*Coutts*) en overweging 3.11 van de conclusie van A-G Timmerman bij dit arrest. In deze zaak handelde de moedermaatschappij *Coutts* niet onrechtmatig, omdat het hof had vastgesteld dat *Coutts* ten tijde van het opstellen van het reddingsplan ervan mocht uitgaan dat het plan voldoende was om haar dochtervennootschap weer gezond te maken. Volgens Barneveld en Corpeleijn was de uitspraak waarschijnlijk anders uitgevallen als *Coutts* additionele financiering had verschaft op het moment dat een reële overlevingskans van de onderneming ontbrak. Zie in deze zin ook Barneveld 2014, p. 498.

¹⁰⁰ Zie Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3.

¹⁰¹ Gelet op de drie arresten van de Hoge Raad inzake *Van Dooren q.q./ABN AMRO* kan volgens Barneveld en Corpeleijn ook de faillissementspauliana te hulp schieten. Zie HR 16 juni 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA6234, NJ 2000/578, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren q.q./ABN Amro I*); HR 8 juli 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT1089, NJ 2005/457, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren q.q./ABN Amro II*); HR 22 december 2009, ECLI:NL:HR:2009:BI8493, NJ 2010/273, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ABN Amro/Van Dooren q.q. III*). In het derde arrest is bepaald dat voor wetenschap van benadeling ingevolge artikel 42 Fw vereist is dat het faillissement en het tekort in faillissement met een redelijke mate van waarschijnlijkheid zijn te voorzien. Het is niet duidelijk of Barneveld en Corpeleijn dit criterium in het kader van de onrechtmatige daad analoog toepassen op de vraag of de aandeelhouder ten tijde van de rechtshandeling wist of behoorde te weten dat een reële overlevingskans van de onderneming ontbreekt.

¹⁰² Van de schuldeisers wordt meer verwacht in soortgelijke gevallen als het *Osby*-arrest dat ziet op de gewekte schijn van kredietwaardigheid, dan in de gevallen van vermogensonttrekking zoals in het *Keulen/BLG*-arrest en het *Nimox*-arrest. Bij de categorie ‘schijn van kredietwaardigheid’ moet de eiser immers aantonen dat de aandeelhouder ‘wist of behoorde te voorzien’ dat schuldeisers benadeeld zouden worden, terwijl de eiser in geval van vermogensonttrekking slechts hoeft aan te tonen dat de moeder ‘ernstig met een tekort rekening moet houden’. Aan dit laatste criterium is eerder voldaan. Zie hierover Barneveld 2014, par. 19.5.4 en 19.7.4. Zie ook Lennarts 1999, p. 227 en Schoonbrood-Wessels 1993, p. 900.

¹⁰³ Ook Schoonbrood-Wessels wees op dit lichtere vereiste in 1993 met een verwijzing naar de regel uit het *Keulen/BLG*-arrest (zie Schoonbrood-Wessels 1993, p. 898). Van Koppen attendeerde er echter destijds op dat het actief waarop een zekerheidsrecht rust onder het vermogen van de debiteur blijft. De vennootschap kan het bezwaarde goed zodoende blijven gebruiken, in de hoop dat daardoor uiteindelijk de schulden weer betaald kunnen worden. Van Koppen achtte het in deze situatie onverstandig om de lichtere norm uit het *Keulen/BLG*-arrest te hanteren, omdat daarmee de risico’s voor aandeelhouders in geval

vereiste zijn voldaan wanneer een aandeelhouder de onderneming probeert te redden die op het randje van faillissement staat.¹⁰⁴ Al met al biedt huns inziens het onrechtmatigedaadsrecht voldoende waarborgen tegen een aandeelhouder die een ‘gokje denkt te wagen’. Het leerstuk van de onrechtmatige daad verdient volgens Barneveld en Corpeleijn zelfs de voorkeur boven een wettelijke regeling tot achterstelling. De omvang van de schade die de aandeelhouder in een dergelijk geval dient te vergoeden zal immers dikwijls groter zijn dan het verlies dat een aandeelhouder lijdt indien een lening wordt achtergesteld. Een aandeelhouder zou immers in geval van achterstelling uitsluitend dat deel van zijn lening kwijt zijn dat hij als risicodragend kapitaal had behoren in te brengen, terwijl de curator de aandeelhouder op grond van onrechtmatige daad voor het gehele faillissementstekort aansprakelijk kan stellen. Een aandeelhouder zou dan wel twee keer nadenken voordat hij een lening verstrekt aan een vennootschap die aan de grond zit. Bovendien geeft de open norm van de ‘maatschappelijke zorgvuldigheid’ in artikel 6:162 BW de rechter de gelegenheid naderhand te bepalen of een reddingsactie een reële kans van slagen had.¹⁰⁵

De Weijs kan zich niet vinden in het standpunt van Barneveld en Corpeleijn. Hij beperkt zich tot een bespreking van de niet-gesecureerde aandeelhouderslening. Volgens De Weijs schiet het onrechtmatigedaadsrecht tekort in de bescherming van schuldeisers tegen inefficiënte reddingspogingen. Een aandeelhouder is enkel uit hoofde van onrechtmatige daad aansprakelijk indien hij wist of had moeten weten dat hij door het ter beschikking stellen van een lening de risico’s afwentelde op de crediteuren van de vennootschap. Tegen dit subjectieve vereiste kan een aandeelhouder zich simpelweg verweren door te stellen dat hij hiervan niet op de hoogte was en hier ook niet van op de hoogte hoefde te zijn. Want waarom zou hij een lening aan de vennootschap verstrekken als hij er toch al vanuit ging dat de onderneming failliet zou worden verklaard? Het onrechtmatigedaadsrecht lijkt de positie van de schuldeisers derhalve onvoldoende te beschermen, aldus De Weijs.¹⁰⁶

4.4.2 *Materiële en nominale onderkapitalisatie*

Over de vraag of voor het leerstuk van de onrechtmatige daad ook een rol weggelegd is in de tweede situatie, te weten het geval dat een vennootschap bij de oprichting of bij de aanvang van de activiteiten ondergekapitaliseerd is, verschillen De Weijs, Barneveld en Corpeleijn eveneens van mening. Voor de beantwoording van deze vraag maken Barneveld en Corpeleijn onderscheid tussen materiële en nominale onderkapitalisatie: “Waar bij nominale onderkapitalisatie louter het eigen vermogen ontoereikend is, terwijl het totale vermogen wél voldoende is, staat bij materiële onderkapitalisatie de totale financiering – eigen vermogen plus vreemd vermogen – in een wanverhouding tot de activiteiten van de vennootschap”.¹⁰⁷ Barneveld en Corpeleijn achten het in het licht van het Nimox-arrest verdedigbaar dat – ondanks dat de Hoge Raad zich hierover nooit expliciet heeft uitgelaten – de aandeelhouder onder bepaalde omstandigheden onrechtmatig

van een reddingspoging worden vergroot, hetgeen volgens hem economisch onverantwoord is. Lennarts sloot zich daarbij aan. Zie Van Koppen 1998, p. 42-43; Lennarts 1999, p. 223-224.

¹⁰⁴ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3.

¹⁰⁵ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.

¹⁰⁶ De Weijs 2014, p. 44.

¹⁰⁷ Barneveld 2014, p. 311; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 6.

handelt indien sprake is van materiële onderkapitalisatie van de vennootschap. Volgens Barneveld en Corpeleijn komt het Nimox-arrest erop neer dat een dividendbesluit niet door de beugel kan indien de vennootschap als gevolg daarvan aan een te hoog faillissementsrisico wordt blootgesteld. Huns inziens handelt een aandeelhouder evenzeer onrechtmatig als de vennootschap vanaf het moment van oprichting aan een te hoog faillissementsrisico wordt onderworpen.¹⁰⁸ Voor onrechtmatigheid is wel vereist dat een aandeelhouder ‘direct betrokken is geweest’ bij de onderneming en daarnaast ‘wist of behoorde te weten dat de financiële structuur inadequaaf was’, zo stellen Barneveld en Corpeleijn.¹⁰⁹

De Weijs gaat niet in op materiële onderkapitalisatie, maar beperkt zich tot de situatie dat sprake is van nominale onderkapitalisatie. In dit geval is slechts het eigen vermogen onvoldoende, maar beschikt de vennootschap vanwege de door de aandeelhouders verstrekte (gesecureerde) leningen wel over voldoende totaal vermogen. Een aandeelhouder zadelt de vennootschap en haar crediteuren daarom niet op met een te hoog faillissementsrisico en zal gelet op de doorbraakjurisprudentie daarvoor dan ook niet snel uit hoofde van onrechtmatige daad aansprakelijk zijn. Dit laatste blijkt volgens De Weijs ook uit de Shatho-uitspraak van de rechtbank Amsterdam van 23 maart 2011.¹¹⁰ Wat was er in deze zaak aan de hand? Shatho, de grootaandeelhouder die 70% van de aandelen bezat, had een aanzienlijk krediet verstrekt aan de vennootschap BV+R in oprichting. Tot zekerheid voor de terugbetaling van deze lening heeft de vennootschap al haar huidige en toekomstige roerende zaken en vorderingen aan Shatho verpand. Uit een onderzoeksrapport van de curator bleek dat BV+R steeds met een negatief eigen vermogen kampte. Bovendien had de vennootschap nimmer winst gemaakt. Binnen negen maanden na oprichting ging BV+R failliet. De curator stelde Shatho op grond van artikel 6:162 BW aansprakelijk, omdat Shatho de bedrijfsactiviteiten van BV+R geheel met gesecureerde leningen had gefinancierd. “Zodoende heeft Shatho, wetende dat BV+R bij insolventie geen enkel verhaal zou bieden, welbewust het gehele ondernemingsrisico op de schuldeisers van BV+R afgewenteld”, aldus de curator. Hij refereerde hiervoor aan het Osby-arrest. De grootaandeelhouder verweerde zich echter door aan te voeren dat op het moment dat hij de lening tegen zekerheden verstrekke, niet voorzienbaar was dat nieuwe crediteuren benadeeld zouden worden. De rechtbank ging mee in het verweer van Shatho en overwoog daartoe als volgt:

“De te beantwoorden vraag is of Shatho 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 BV+R bij gebreke van verhaal zouden

¹⁰⁸ Barneveld en Corpeleijn zoeken voor deze opvatting steun in het Comsys-arrest (zie HR 11 september 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH4033, JOR 2009/309, m.nt. I. Spinath). De Hoge Raad oordeelde in deze zaak dat vanwege de bijzondere concernstructuur op de aandeelhouder een bijzondere zorgplicht rustte jegens de vennootschapscrediteuren van de dochtervennootschap. Het ging in deze zaak om een moedermaatschappij die twee dochtervennootschappen onder zich had. In één van de dochters werd al het geld verdiend (Comsys) en de andere dochtervennootschap was van meet af aan verliesgevend (Comsys Services). Comsys Services kon niet voortbestaan zonder de door de moeder (en Comsys) verstrekte financiering. Het oordeel van de Hoge Raad dat op de moeder een bijzondere zorgplicht rust, lijkt zich wel te beperken tot de bijzondere omstandigheden van het geval.

¹⁰⁹ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 6.1.

¹¹⁰ Rb. Amsterdam 23 maart 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BQ0849, JOR 2011/270 (*De Weijs q.q./Shatho*).

*worden benadeeld. Of die benadeling voorzienbaar was is afhankelijk van de vraag of op dat moment voor Shatho reeds voorzienbaar was dat BV+R niet aan haar betalingsverplichtingen zou kunnen blijven voldoen.*¹¹¹

De rechtbank kwam tot de slotsom dat de aandeelhouder door de vennootschap geheel met gecureerde leningen te financieren niet onrechtmatig heeft gehandeld, nu niet is gesteld en ook niet is gebleken dat ten tijde van de financiering met gecureerde aandeelhoudersleningen een tekort door de aandeelhouder voorzienbaar was. Volgens De Weijs is het oordeel van de rechtbank een bevestiging waar Slagter in 1988 al op attendeerde: het leerstuk van de onrechtmatige daad biedt onvoldoende aanknopingspunten om risicoafwenteling van aandeelhouders te beperken.¹¹²

Ondanks de uitspraak van de rechtbank Amsterdam in de Shatho-zaak zijn Barneveld en Corpeleijn van mening dat het onrechtmatiggedaadsrecht onder bepaalde omstandigheden wel degelijk een oplossing kan bieden indien sprake is van nominale onderkapitalisatie. Vennootschapscrediteuren die geen achterstelling overeengekomen zijn zullen immers – ongeacht of het totale vermogen van de vennootschap voldoende was – alsnog nadeel ondervinden indien de vennootschap faillieert: door het financieren met (gecureerde) aandeelhoudersleningen zijn de schulden van de vennootschap groter en zal de aandeelhouder in faillissement een concurrente positie of een voorrangspositie bemachtigen ten opzichte van de andere schuldeisers. Als het eigen vermogen en het door de aandeelhouder in de vorm van (gecureerde) leningen verstrekte vreemd vermogen zodanig uiteenlopen dat sprake is van een wanverhouding, dan zien Barneveld en Corpeleijn in tegenstelling tot De Weijs een toekomst weggelegd voor het leerstuk van de onrechtmatige daad.¹¹³ Illustratief in dit verband is huns inziens de zaak One.Tel. Hier was sprake van een enorme wanverhouding tussen het eigen vermogen, dat € 18.000,- bedroeg, en het door de aandeelhouder in de vorm van leningen verstrekte vreemd vermogen van bijna 65 miljoen euro.¹¹⁴ Volgens Barneveld en Corpeleijn is het denkbaar dat de rechter bij een dergelijke wanverhouding zal oordelen dat de aandeelhouder onrechtmatig heeft gehandeld door een (gecureerde) lening aan de vennootschap te verschaffen, omdat hij een deel van deze lening in de vorm van risicodragend vermogen aan de vennootschap had behoren te verstrekken.¹¹⁵ Bovendien zou de rechter kunnen oordelen dat sprake is van een met het Comsys-arrest vergelijkbare situatie indien de dochtervennootschap enkel kan voortbestaan als zij door de moedervernootschap duur-

¹¹¹ Rb. Amsterdam 23 maart 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BQ0849, r.o. 4.19, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shatho*).

¹¹² De Weijs 2014, p. 39-41.

¹¹³ Wanneer precies sprake is van een evidente wanverhouding lichten Barneveld en Corpeleijn niet toe. Wel is duidelijk dat geen sprake is van een enorme wanverhouding in de Shatho-uitspraak, waar het eigen vermogen € 15.300,- bedroeg en het door de aandeelhouder in de vorm van gecureerde leningen verstrekte vreemd vermogen € 650.000,- bedroeg. Anders was de rechtbank volgens Barneveld en Corpeleijn hoogstwaarschijnlijk wel tot een aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad gekomen wegens de wanverhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen.

¹¹⁴ Rb. Amsterdam 17 december 2008, *JOR* 2009/171, r.o. 2.7 (*One.Tel*).

¹¹⁵ De aandeelhouder is volgens Barneveld en Corpeleijn dan jegens de vennootschapscrediteuren aansprakelijk voor het verschil dat ontstaat als de aandeelhouder meedeelt in of zelfs voorgaat op de opbrengst van de boedel, terwijl dit niet zou zijn gebeurd indien de aandeelhouder eigen vermogen aan de vennootschap had verstrekt.

zaam wordt gefinancierd.¹¹⁶ De rechtbank Amsterdam wijst immers niet voor niets in de zaak One.Tel op de mogelijke aansprakelijkheid van de aandeelhouder uit hoofde van onrechtmatige daad, aldus Barneveld en Corpeleijn.¹¹⁷

4.5 Tussenconclusie

Het argument tegen achterstelling van aandeelhoudersleningen dat door een paar lagere rechters en door de meerderheid van de auteurs in de literatuur is ingenomen, is dat het onrechtmatigedaadsrecht voldoende bescherming biedt aan de schuldeisers van de vennootschap indien een aandeelhouder financiert met (gesecureerde) leningen. Geconcludeerd kan worden dat artikel 6:162 BW in een aantal situaties wel degelijk paal en perk stelt aan de risicoafwenteling door aandeelhouders. Daarnaast zou de rechter in geval van materiële en nominale onderkapitalisatie van de vennootschap het leerstuk van de onrechtmatige daad kunnen toepassen op de wijze zoals Barneveld en Corpeleijn voor ogen hebben. Volgens De Weijs en Slagter kleeft er echter een aantal nadelen aan het leerstuk van de onrechtmatige daad die het tot een minder geschikt middel maken. Ten eerste zijn de processuele bevoegdheden van de curator beperkt, omdat de curator enkel kan opkomen voor de belangen van de gezamenlijke schuldeisers. Dit is nadelig voor de curator, maar neemt niet weg dat schuldeisers zelf een individuele procedure kunnen instellen of hun individuele acties kunnen bundelen. Ten tweede rust er volgens De Weijs en Slagter een te zware bewijslast op de schuldeisers van de vennootschap indien vastgehouden wordt aan het ‘voorzienbaarheids criterium’, omdat een aandeelhouder kan betogen dat hij juist leningen aan de vennootschap ter beschikking heeft gesteld om het faillissement te voorkomen. Dit probleem zou de rechter naar mijn mening kunnen oplossen door een verlichting van de bewijslast.¹¹⁸ Een aandeelhouder die tevens bestuurder is van de dochtervennootschap of zich als feitelijke bestuurder van de dochter gaat gedragen, zou over de financiële gegevens van de dochtervennootschap moeten beschikken.¹¹⁹ Om deze reden zou het redelijk zijn dat op deze aandeelhouder een verzwaarde motiveringsplicht wordt gelegd indien hij wordt aangesproken uit hoofde van onrechtmatige daad.¹²⁰ Of de rechter hiertoe zal overgaan en of aandeelhouders onder omstandigheden daadwerkelijk aansprakelijk gesteld zullen worden in geval van materiële en nominale onderkapitalisatie, blijft vooralsnog de vraag. Nader onderzoek dient uit te wijzen of een wettelijke regeling met betrekking tot aandeelhoudersleningen wellicht dan toch een betere oplossing lijkt te zijn. Voordat ik inzoom op de vraag of een wettelijke bepaling zinvol is, zal ik in het volgende hoofdstuk aandacht besteden aan de Duitse en Oostenrijkse regeling inzake aandeelhoudersleningen.

¹¹⁶ Zie HR 11 september 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH4033, *JOR* 2009/309, m.nt. I. Spinath (*Comsys*); Barneveld 2014, p. 542.

¹¹⁷ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 6.2; Barneveld 2014, p. 542-543.

¹¹⁸ Dit is iets anders dan omkering van de bewijslast, waarvoor meer vereist is. Vgl. HR 10 juni 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1393, *NJ* 1994, 766, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Romme/Bakker*) waarin de Hoge Raad oordeelde dat volledige zeggenschap van de moeder, omdat zij enig aandeelhouder en enig bestuurder is, onvoldoende grond is voor omkering van de bewijslast. Bij een verlichting van de bewijslast wordt de bewijslast niet omgedraaid, maar verwacht de rechter van de wederpartij dat hij zijn stellingen extra motiveert door voldoende feitelijke gegevens te verstrekken. Volgens Lennarts zou hiermee in de meeste gevallen alsnog hetzelfde resultaat kunnen worden bereikt als met de omkering van de bewijslast. Zie Lennarts 1999, p. 251.

¹¹⁹ Artikel 2:10 BW.

¹²⁰ Zie in deze zin ook Lennarts 1999, p. 251.

5. Gesellschafterdarlehen im Ausland: Duitsland en Oostenrijk

In Duitsland en Oostenrijk is een wettelijke regeling omtrent aandeelhoudersleningen ingevoerd. Het Duitse recht kent al een lange tijd een bijzondere regeling voor aandeelhoudersleningen. In Oostenrijk is de wetgever later tot codificatie overgegaan. De Oostenrijkse wetgever heeft zich daarbij laten inspireren door het Duitse recht, maar is uiteindelijk toch een andere weg ingeslagen.¹²¹ Om deze redenen is het interessant om te bezien hoe aandeelhoudersleningen in het recht van deze landen worden behandeld. Zoals ik in de inleiding heb aangestipt, is een studie naar het recht van andere landen enigszins griezelig als niet het gehele rechtssysteem van de landen in kaart wordt gebracht. Leerstukken uit een ander rechtstelsel kunnen daarom niet zomaar geïncorporeerd worden in ons nationale recht. Toch kan een kijkje over de grenzen naar de specifieke wettelijke bepalingen van Duitsland en Oostenrijk wellicht enige inspiratie bieden om de problematiek rondom aandeelhoudersleningen in ons land op een andere wijze te benaderen. Het rechtsvergelijkende onderzoek zal beperkt blijven tot een onderzoek naar de geschiedenis en de totstandkoming van de huidige achterstellingsregelingen in Duitsland en Oostenrijk. De nadruk ligt op het achterhalen van de ratio die schuil gaat achter beide wettelijke regelingen.

5.1 Duitsland

Duitsland kent een omvangrijke geschiedenis als het gaat om achterstelling van aandeelhoudersleningen.¹²² Het leerstuk van achterstelling van aandeelhoudersleningen is eind jaren '50 in de jurisprudentie tot stand gekomen en circa twintig jaar later (ten dele) gecodificeerd in het vennootschapsrecht.¹²³ Met de invoering van het *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen* (hierna: MoMiG) is het vennootschapsrecht in 2008 herzien en is de achterstellingsregeling overgeheveld naar het insolventierecht.¹²⁴ De juridische behandeling van aandeelhoudersleningen voor en na de herziening zal hierna besproken worden.

5.1.1 Voor MoMiG: Kapitalersetzende Darlehen

5.1.1.1 Ontwikkeling van het leerstuk van kapitaalvervangende leningen in de rechtspraak

Het startschot voor de ontwikkeling van het leerstuk van achterstelling werd in 1959 gegeven door het *Bundesgerichtshof* (hierna: BGH), de hoogste Duitse rechter.¹²⁵ Het BGH achtte de kapitaalbeschermingsregels van §§ 30 en 31 *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung* (hierna: GmbHG) van toepassing op aandeelhoudersleningen.¹²⁶ Als een aandeelhouder in crisistijd een lening verstrekke aan een ondergekapitaliseerde vennootschap, dan werd deze lening als eigen vermogen behandeld. Door de toepassing van de kapitaalbeschermingsregels mochten dergelijke leningen niet

¹²¹ Wenzel 2005, p. 180; Zehetner & Bauer 2004, p. 11-12, 42.

¹²² Schmidt & Herchen 2016, randnummer 26-29.

¹²³ Zie Selzner & Leuring 2018, randnummer 6; Hommelhoff, *ZGR* 1988, p. 461.

¹²⁴ Zie Bäuerle 2017, randnummer 18-20.

¹²⁵ Zie Cahn, *EBOR* 2006/7, p. 289; zie ook Selzner & Leuring 2018, randnummer 6.

¹²⁶ BGH 14 december 1959, II ZR 187/57.

door de vennootschap worden afgelost als daarmee het *Stammkapital*¹²⁷ werd aangetast en een eventuele *Überschuldung*¹²⁸ werd veroorzaakt. De terugbetaling van de lening moest geschieden uit de vrije reserves. Als de Duitse GmbH de kapitaalvervangende leningen toch terugbetaalde terwijl de vennootschap niet over vrije reserves in de zin van § 30 GmbHG beschikte, dan kon de vennootschap het bedrag ingevolge § 31 GmbHG van de aandeelhouder terugvorderen.¹²⁹ Ook eventuele zekerheden die de aandeelhouder had bedongen ter verzekering van de terugbetaling van de kapitaalvervangende lening hadden volgens het BGH geen werking in faillissement.¹³⁰

5.1.1.2 Codificatie van het leerstuk van kapitaalvervangende leningen

In 1980 is het in de rechtspraak ontwikkelde leerstuk van de *kapitalersetzende Darlehen* voor de GmbH neergelegd in § 32a GmbHG.¹³¹ Het eerste lid van § 32a GmbHG luidde als volgt:

“Hat ein Gesellschafter der Gesellschaft in einem Zeitpunkt, in dem ihr die Gesellschafter als ordentliche Kaufleute Eigenkapital zugeführt hätten (Krise der Gesellschaft), statt dessen ein Darlehen gewährt, so kann er den Anspruch auf Rückgewähr des Darlehens im Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft nur als nachrangiger Insolvenzgläubiger geltend machen.”

Een opvallend verschil met de situatie van voor de codificatie is dat een door een aandeelhouder verstrekte kapitaalvervangende lening niet langer werd omgezet in eigen vermogen, maar werd achtergesteld bij vorderingen van de overige crediteuren.¹³² Een aandeelhouder raakte zodoende zijn vordering niet langer kwijt, maar moest achteraan in de rij aansluiten, nu zijn vordering in rang omlaag ging. Daarnaast is een opmerkelijk verschil dat § 32a GmbHG enkel van toepassing was in geval van *Insolvenz* van de GmbH. Dit had tot gevolg dat kapitaalvervangende leningen in hun geheel werden achtergesteld bij de overige vorderingen, en niet meer slechts indien dit nodig was ter dekking van het *Stammkapital* en een eventuele *Überschuldung*.¹³³ De introductie van een wettelijke bepaling weerhield de Duitse rechters er niet van de ontwikkeling van het leerstuk van achterstelling in de rechtspraak voort te zetten.¹³⁴ De achterliggende reden hiervan was dat het BGH in 1984 overwoog dat § 32a GmbHG een engere reikwijdte had dan het in de jurisprudentie tot stand gebrachte leerstuk. De schuldeisers van de vennootschap zouden derhalve beter beschermd zijn wanneer de in de jurisprudentie

¹²⁷ Het *Stammkapital* is het door aandeelhouders gestorte bedrag op de aandelen. Naast storting op de aandelen in geld kan de inbreng ook in natura plaatsvinden.

¹²⁸ Van *Überschuldung* is sprake indien de schulden de activa van de vennootschap overtreffen.

¹²⁹ Cahn, *EBOR* 2006/7, p. 289.

¹³⁰ BGH 26 november 1979, II ZR 104/77. Het BGH overwoog: “Da hiernach die mit der Klage geltend gemachten Gesellschafterdarlehen nach § 30 I GmbHG gegenwärtig weder zurückgezahlt noch verzinst werden dürfen, können die Kläger oder ihr Ehemann auch nicht auf die dafür bestellten Sicherheiten oder deren Erlös zugreifen.”

¹³¹ Cahn, *EBOR* 2006/7, p. 290; Selzner & Leuring 2018, randnummer 6.

¹³² Zie § 39 InsO (oud): “(1) Im Rang nach den übrigen Forderungen der Insolvenzgläubiger werden in folgender Rangfolge, bei gleichem Rang nach dem Verhältnis ihrer Beträge, berichtigt: (...) 5. Forderungen auf Rückgewähr des kapitalersetzenden Darlehens eines Gesellschafters oder gleichgestellte Forderungen.”

¹³³ Cahn, *EBOR* 2006/7, p. 290-291.

¹³⁴ Zie Selzner & Leuring 2018, randnummer 7.

ontwikkelde normen gelding bleven houden en verder ontwikkeld werden in de rechtspraak.¹³⁵

5.1.1.3 Achterstelling van kapitaalvervangende leningen

Volgens § 32a GmbHG kwalificeerde een aandeelhouderslening als een ‘kapitaalvervangende lening’ – en werd de lening als gevolg daarvan in faillissement achtergesteld – indien de aandeelhouder ‘ten tijde van een *Krise*’ vreemd vermogen aan de vennootschap had verschaft. Van een crisis was sprake als een aandeelhouder een lening had verstrekt op een tijdstip dat een redelijk koopman de vennootschap met eigen vermogen in plaats van vreemd vermogen zou financieren.¹³⁶ Dit was het geval indien de vennootschap haar opeisbare vorderingen niet meer kon voldoen (*Zahlungsunfähigkeit*),¹³⁷ de schulden de activa van de onderneming overstegen (*Überschuldung*)¹³⁸ of indien de vennootschap niet meer *kreditwürdig* was. De onderneming was niet langer kredietwaardig als een onafhankelijke derde niet meer tegen marktcondities een lening zou verschaffen.¹³⁹ Deze regels waren niet enkel van toepassing op aandeelhoudersleningen, maar ook op economisch met dergelijke leningen gelijk te stellen constructies.¹⁴⁰ Hierbij kan gedacht worden aan de situatie dat een aandeelhouder garant staat als een bank krediet aan de vennootschap verstrekt, of het geval dat de aandeelhouder goederen op afbetaling levert aan de dochtervennootschap.¹⁴¹

Het leerstuk van kapitaalvervangende leningen strekte zich niet enkel uit tot aandeelhoudersleningen die waren verschaft op het moment dat de onderneming in financiële moeilijkheden verkeerde. Ook leningen die waren verstrekt op een moment dat de onderneming er warmpjes bij zat, konden onder omstandigheden worden geherkwalificeerd als kapitaalvervangende leningen en daarmee worden achtergesteld in faillissement. Dit was mogelijk indien de aandeelhouder zijn lening niet opeiste op het moment dat de vennootschap in een *Krise* belandde.¹⁴² Het maakte daarbij niet uit of de crisis al dan niet aan de aandeelhouder te wijten viel. In Duitsland werd dit het *Stehenlassen des*

¹³⁵ Zie BGH 26 maart 1984, II ZR 14/84: “Die Regelung der GmbH-Novelle weist daher wesentliche Lücken auf [...].Eine Anwendung dieser Grundsätze auch auf Darlehen, die nach dem 1. Januar 1981 gewährt wurden, wäre geeignet, diese Lücken bis zu der aufgezeigten Grenze – Nennbetrag des Stammkapitals – zu schließen. Hierfür besteht auch ein unabweisbares Bedürfnis. Mit den Vorschriften der GmbH-Novelle [...] hat der Gesetzgeber das Ziel verfolgt, den Schutz der Gesellschaftsgläubiger zu verbessern. Mit diesem Gesetzeszweck wäre es unvereinbar, die Grundsätze, die von der Rechtsprechung anhand der §§ 30,31 GmbHG aufgestellt worden sind, fortan nicht mehr anzuwenden, ohne daß die neuen Vorschriften einen gleichwertigen Gläubigerschutz bieten.”

¹³⁶ Zie Hommelhoff, ZGR 1988, p. 489-490.

¹³⁷ Zie § 17 InsO: “Der Schuldner ist zahlungsunfähig, wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen. Zahlungsunfähigkeit ist in der Regel anzunehmen, wenn der Schuldner seine Zahlungen eingestellt hat.”

¹³⁸ Zie § 19 InsO: “Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich.”

¹³⁹ Zie Hommelhoff, ZGR 1988, p. 470.

¹⁴⁰ Zie de eerste zin van het derde lid van § 32a GmbHG: “Diese Vorschriften gelten sinngemäß für andere Rechtshandlungen eines Gesellschafters oder eines Dritten, die der Darlehensgewährung nach Absatz 1 oder 2 wirtschaftlich entsprechen.”

¹⁴¹ Altmeppen, NJW 2008, p. 3605.

¹⁴² Zie Cahn, EBOR 2006/7, p. 289.

Darlehens genoemd.¹⁴³ De aandeelhouder moest dus voortdurend de *Kreditwürdigkeit* van de onderneming in de gaten houden. Als de financiële situatie van de vennootschap erop achteruit ging, dan stond de aandeelhouder voor een lastige keuze: hij moest óf zijn lening opeisen, hetgeen in de meeste gevallen het faillissement van de onderneming ten gevolge had, óf hij moest de lening ‘laten staan’ en dulden dat zijn lening mogelijk in een eventueel faillissement zou worden achtergesteld. Voor achterstelling was wel vereist dat de aandeelhouder de gelegenheid had de lening op te eisen.¹⁴⁴ Daarnaast gold als voorwaarde dat de aandeelhouder bekend moest (kunnen) zijn geweest met de financiële crisis waarin de vennootschap zich bevond.¹⁴⁵ Vermoed werd dat de aandeelhouder hiervan op de hoogte was, tenzij de aandeelhouder het tegendeel kon bewijzen.¹⁴⁶

Niet alle aandeelhoudersleningen vielen onder de reikwijdte van § 32a GmbHG. Er golden twee uitzonderingen: het zogenaamde *Zwerganteilsprivileg* en het *Sanierungsprivileg*.¹⁴⁷ De eerste uitzondering hield in dat een kapitaalvervangende lening niet in faillissement werd achtergesteld als de aandeelhouder een belang had van 10% of minder en hij bovendien geen bestuurder was van de vennootschap.¹⁴⁸ De tweede uitzondering was ingevoerd om ondernemingen die (bijna) op zwart zaad zitten middels een debt-equity swap te redden.¹⁴⁹ Als een kredietverlener na het ontstaan van een *Krise* bereid was om een deel van de verstrekte lening om te zetten in aandelenkapitaal, dan vond geen achterstelling plaats van het (reeds verschaft en (eventueel nieuw)) verstrekte krediet.¹⁵⁰

5.1.1.4 *Ratio achter het leerstuk van kapitaalvervangende leningen*

Het leerstuk van de kapitaalvervangende leningen was gegrond op de *Finanzierungsfolgenverantwortung* van de aandeelhouder.¹⁵¹ De aandeelhouder is weliswaar niet gehouden de onderneming van extra financiering te voorzien ingeval de vennootschap in een crisis verkeert, maar indien hij hier toch toe zou willen overgaan, dan stond het de aandeelhouder niet vrij te bepalen op welke wijze hij dit zou doen.¹⁵² De aandeelhouder droeg in een dergelijk geval een bijzondere verantwoordelijkheid om kapitaal in plaats van vreemd vermogen aan de vennootschap te verschaffen, omdat anders het risico van

¹⁴³ Zie ook BGH 26 november 1979, II ZR 104/77; BGH 24 maart 1980, NJW 1980, 1524.

¹⁴⁴ Cahn, EBOR 2006/7, p. 289.

¹⁴⁵ BGH 7 november 1994, II ZR 270/93; BGH 28 november 1994, NJW 1995, 457; BGH 19 december 1994, NJW 1995, 658.

¹⁴⁶ BGH 15 juni 1998, ZIP 1998, 1352.

¹⁴⁷ Cahn, EBOR 2006/7, p. 291.

¹⁴⁸ Zie de tweede zin van het derde lid van § 32a GmbHG: “Die Regeln über den Eigenkapitalersatz gelten nicht für den nicht geschäftsführenden Gesellschafter, der mit zehn vom Hundert oder weniger am Stammkapital beteiligt ist.”

¹⁴⁹ Cahn, EBOR 2006/7, p. 289.

¹⁵⁰ Zie de derde zin van het derde lid van § 32a GmbHG: “Erwirbt ein Darlehensgeber in der Krise der Gesellschaft Geschäftsanteile zum Zweck der Überwindung der Krise, führt dies für seine bestehenden oder neugewährten Kredite nicht zur Anwendung der Regeln über den Eigenkapitalersatz.”

¹⁵¹ BGH 26 maart 1984, II ZR 171/83. Het BGH overwoog: “Es ist die Verantwortung des Gesellschafters für eine ordnungsmäßige Unternehmensfinanzierung, die ihn in der Krise zwar nicht positiv verpflichtet, fehlendes Kapital aus seinem Vermögen nachzuschließen, der er sich aber nicht in der Weise zum Nachteil der Gläubiger entziehen kann, daß er bei einer tatsächlich beabsichtigten Finanzhilfe, anstatt sie durch die objektiv gebotene Einbringung haftenden Kapitals zu leisten, auf eine andere, ihm weniger riskant erscheinende Finanzierungsform ausweicht.”

¹⁵² Om deze reden sprak het BGH niet langer meer van *Finanzierungsverantwortung*, maar van *Finanzierungsfolgenverantwortung*. Zie BGH 7 november 1994, II ZR 270/93.

een riskante voortzetting op de schuldeisers van de vennootschap zou komen te rusten.¹⁵³

5.1.2 Na MoMiG: *Gesellschafterdarlehen*

Het leerstuk van kapitaalvervangende leningen was behoorlijk complex geworden, mede doordat de reikwijdte van het begrip ‘*Krise*’ lastig vast te stellen was.¹⁵⁴ Met de invoering van MoMiG op 1 november 2008 kwam hier verandering in: het leerstuk van de *kapitalersetzende Darlehen* werd drastisch herzien.¹⁵⁵ Het doel van de herziening was om de regeling wat betreft kapitaalvervangende leningen eenvoudiger te maken, zodat dit de rechtszekerheid ten goede zou komen.¹⁵⁶ Om de regeling tevens van toepassing te verklaren op alle rechtsvormen, waaronder buitenlandse rechtsvormen, zijn de regels betreffende aandeelhoudersleningen van het GmbH-recht verhuisd naar de *Insolvenzordnung* (hierna: InsO).¹⁵⁷ Daarmee is afscheid genomen van § 32a GmbHG en van de in de rechtspraak tot stand gekomen regels ter zake.¹⁵⁸

5.1.2.1 Achterstelling van aandeelhoudersleningen

Met het wegvallen van § 32a GmbHG is een einde gekomen aan het leerstuk van kapitaalvervangende leningen.¹⁵⁹ Niet langer vindt enkel achterstelling plaats indien een aandeelhouder in crisistijd een lening heeft verschaft of indien hij een eerder verstrekte lening op dat moment heeft ‘laten staan’. Onder het huidige recht worden in de regel gewoonweg *alle* aandeelhoudersleningen in faillissement achtergesteld, zo bepaalt § 39 InsO:

*“(1) Im Rang nach den übrigen Forderungen der Insolvenzgläubiger werden in folgender Rangfolge, bei gleichem Rang nach dem Verhältnis ihrer Beträge, berichtigt: (...) 5. nach Maßgabe der Absätze 4 und 5 Forderungen auf Rückgewähr eines Gesellschafterdarlehens oder Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen.”*¹⁶⁰

De huidige regeling is – evenals de oude regeling – mede van toepassing op economisch met de *Gesellschafterdarlehens* gelijk te stellen constructies.¹⁶¹ Daarnaast kent § 39 InsO dezelfde uitzonderingen die onder § 32a GmbHG ook golden, namelijk dat de achterstellingsregeling niet van toepassing is op leningen verstrekt door aandeelhouders die geen bestuurder zijn van de vennootschap en die niet meer dan 10% van het aandelen-

¹⁵³ Zie BGH 19 september 1988, ZIP 1988, 1248 (*Hamburger Stahlwerke*); zie ook Altmeyen, NJW 2008, p. 3601; Selzner & Leuring 2018, randnummer 8.

¹⁵⁴ Römermann, NZI 2008/11, p. 644.

¹⁵⁵ De wetgever had met de herziening van het GmbH-recht twee redenen voor ogen, namelijk de bestrijding van misbruik en het aantrekkelijker maken van de GmbH als rechtsvorm in internationaal opzicht. Zie de toelichting bij het Regierungsentwurf MoMiG, p. 1.

¹⁵⁶ De toelichting bij het Regierungsentwurf MoMiG, p. 56.

¹⁵⁷ De toelichting bij het Regierungsentwurf MoMiG, p. 26.

¹⁵⁸ De toelichting bij het Regierungsentwurf MoMiG, p. 42 en 57.

¹⁵⁹ De toelichting bij het Regierungsentwurf MoMiG, p. 56.

¹⁶⁰ Volgens Altmeyen en Bork is het bestandsdeel ‘*Krise*’ helemaal niet afgeschaft. Zij stellen dat onweerlegbaar wordt vermoed dat aandeelhoudersleningen in een crisistijd zijn verstrekt, ook wanneer dit overduidelijk niet het geval is. Zie Altmeyen, NJW 2008, p. 3603; Bork, ZGR 2007, p. 257.

¹⁶¹ Zie in deze zin ook Altmeyen, NJW 2008, p. 3605.

kapitaal bezitten (*Zwerganteilsprivileg*).¹⁶² Ook zijn leningen verschaft door een schuldeiser die in het kader van een saneringsoperatie aandelen in de vennootschap verwerft van het toepassingsbereik van § 39 InsO uitgezonderd (*Sanierungsprivileg*).¹⁶³ Wat betreft deze laatste uitzondering wijkt de huidige bepaling alleen in zoverre af van het oude recht dat niet langer als vereiste geldt dat het om een vennootschap moet gaan die zich in een *Krise* bevindt. Deze voorwaarde is vervangen door het criterium dat sprake moet zijn van (een dreigende) betalingsonmacht of een bovenmatige schuldenlast. Voor de praktijk levert dit geen relevant verschil op.¹⁶⁴

Indien de aandeelhouder zekerheden heeft bedongen ter verzekering van de terugbetaling van de lening die hij heeft verschaft, dan kunnen deze zekerheden worden vernietigd als zij binnen tien jaar voorafgaand aan de faillissementsaanvraag zijn verstrekt.¹⁶⁵ Gezien deze lange periode lijkt het de facto erop neer te komen dat het verlangen van zekerheid voor aandeelhoudersleningen zinloos is. Daarnaast kan iedere terugbetaling op een aandeelhouderslening die binnen een jaar voor de aanvraag van het faillissement is geschied, worden aangetast. Hiervoor is niet vereist dat de aandeelhouder het faillissement van de onderneming kon voorzien.¹⁶⁶

Ondanks dat in beginsel alle aandeelhoudersleningen in faillissement worden achtergesteld en de verschaftte zekerheden en de terugbetalingen op aandeelhoudersleningen onder omstandigheden aan vernietiging bloot staan, zijn aandeelhouders onder de huidige regeling volgens de Duitse wetgever niet slechter af dan voorheen. Onder de oude regeling werden eerder verstrekte leningen namelijk ook reeds achtergesteld als de aandeelhouders dergelijke leningen in crisistijd niet opeisten en ook het daaraan verbonden zekerheidsrecht kon niet worden uitgeoefend.¹⁶⁷ Hoewel veel Duitse auteurs deze mening delen,¹⁶⁸ zet ik mijn vraagtekens hierbij. Onder het oude recht hadden aandeelhouders in ieder geval de mogelijkheid hun eerder verstrekte lening op te eisen voordat de vennootschap in een crisis belandde. Bovendien werd de lening niet achtergesteld behandeld als de aandeelhouder niet op de hoogte was van de slechte financiële situatie van de vennootschap.¹⁶⁹

¹⁶² Zie het vijfde lid van § 39 InsO.

¹⁶³ Zie de tweede zin van het vierde lid van § 39 InsO: "*Erwirbt ein Gläubiger bei drohender oder eingetretener Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft oder bei Überschuldung Anteile zum Zweck ihrer Sanierung, führt dies bis zur nachhaltigen Sanierung nicht zur Anwendung von Absatz 1 Nr. 5 auf seine Forderungen aus bestehenden oder neu gewährten Darlehen oder auf Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen.*"

¹⁶⁴ Bork, ZGR 2007, p. 258-259.

¹⁶⁵ Zie § 135 InsO: "*(1) Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, die für die Forderung eines Gesellschafters auf Rückgewähr eines Darlehens im Sinne des § 39 Abs. 1 Nr. 5 oder für eine gleichgestellte Forderung 1. Sicherung gewährt hat, wenn die Handlung in den letzten zehn Jahren vor dem Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist.*" Vernietiging van de zekerheden is echter niet mogelijk indien de uitzonderingen van het *Zwerganteilsprivileg* en het *Sanierungsprivileg* van toepassing zijn, zo volgt uit het vierde lid van § 135 InsO.

¹⁶⁶ Zie § 135 InsO: "*(1) Anfechtbar ist eine Rechtshandlung, die für die Forderung eines Gesellschafters auf Rückgewähr eines Darlehens im Sinne des § 39 Abs. 1 Nr. 5 oder für eine gleichgestellte Forderung 2. Befriedigung gewährt hat, wenn die Handlung im letzten Jahr vor dem Eröffnungsantrag oder nach diesem Antrag vorgenommen worden ist.*"; zie ook Barneveld 2014, p. 329-330 en 341.

¹⁶⁷ De toelichting bij het Regierungsentwurf MoMiG, p. 56.

¹⁶⁸ Zie Altmeppen, NJW 2008, p. 3602; Verse, *German Law Journal* 2008/9, p. 1113-1114; Huber, ZIP 2010/39, p. 8.

¹⁶⁹ Zie ook Barneveld 2014, p. 328-329.

5.1.2.2 *Ratio achter achterstelling van aandeelhoudersleningen*

Door afschaffing van de voorwaarde dat het moet gaan om een vennootschap die zich in een *Krise* bevindt, speelt de vraag wat onder het geldende recht de achterliggende reden kan zijn om alle aandeelhoudersleningen in faillissement achter te stellen. Zoals we gezien hebben, was onder het oude recht de achterliggende gedachte dat aandeelhouders een financieringsverantwoordelijkheid dragen om risicodragend vermogen aan de vennootschap te verschaffen vanaf het moment dat de onderneming in een crisis komt te verkeren.¹⁷⁰ Nu onder het huidige recht alle leningen in faillissement worden achtergesteld, ongeacht of deze al dan niet in een *Krise* zijn verstrekt, kan de achterstellingsregeling niet langer gegrond zijn op deze gedachte.¹⁷¹ De wetgever heeft zich niet uitgelaten over de vraag waarom alle aandeelhoudersleningen in faillissement dienen te worden achtergesteld. In de literatuur hebben daarom diverse auteurs het hoofd gebroken over de vraag wat de ratio is achter de regeling van categorische achterstelling. Een eerste mogelijke grondslag die in de literatuur wordt aangevoerd, is dat met de regeling op indirecte wijze materiële onderkapitalisatie van de vennootschap wordt tegengegaan. Door alle aandeelhoudersleningen in faillissement achter te stellen, zal het risico dat aandeelhouders de vennootschap te weinig vermogen verstrekken deels worden weggenomen. Nu een onderneming over voldoende vermogen dient te beschikken om haar ondernemingsactiviteiten te kunnen uitvoeren, worden aandeelhouders er immers toe aangezet om de vennootschap met risicodragend vermogen te financieren, of althans met leningen die in faillissement wettelijk worden achtergesteld en dus per saldo risicodragend worden.¹⁷² De tweede mogelijke grondslag die in de literatuur wordt aangevoerd, is dat de regeling de keerzijde van de medaille is van de beperkte aansprakelijkheid.¹⁷³ Waarom dit prijskaartje verbonden is aan de beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouder, blijft ongewis.

5.1.3 *Tussenconclusie*

In Duitsland werden leningen voor 2008 achtergesteld behandeld indien zij in crisistijd waren verstrekt of op dat moment niet werden opgeëist. Het in de kern eenvoudige leerstuk werd door de ontwikkeling van jurisprudentie alsmaar ingewikkelder. Na de invoering van MoMiG is de regeling een stuk eenvoudiger geworden, omdat onder het huidige recht in beginsel alle leningen van aandeelhouders in faillissement worden achtergesteld. Hoewel dit de rechtszekerheid ten goede komt, is het juist lastiger om de ratio die schuil gaat achter de regeling te achterhalen. Bovendien worden door het achterstellen van alle aandeelhoudersleningen ook bonafide reddingsoperaties van aandeelhouders ontmoedigd.¹⁷⁴

¹⁷⁰ Zie paragraaf 5.1.1.4.

¹⁷¹ Zie o.a. Habersack, *ZIP* 2007/46, p. 2147; Huber, *ZIP* 2010/39, p. 13; Altmeppen, *NJW* 2008, p. 3601.

¹⁷² Zie Barneveld 2014, p. 335.

¹⁷³ Zie Gundlach, Frenzel en Strandmann, *NZI* 2008/11, p. 648; Altmeppen, *NJW* 2008, p. 3602; Habersack, *ZIP* 2007/46, p. 2147; Huber, *ZIP* 2010/39, p. 13.

¹⁷⁴ Zie Barneveld 2014, p. 336.

5.2 Oostenrijk

Oostenrijk heeft wat betreft het leerstuk van achterstelling van aandeelhoudersleningen een soortgelijke ontwikkeling meegemaakt als Duitsland. Net als in Duitsland, is het leerstuk allereerst in de jurisprudentie tot stand gekomen en is de wetgever later tot codificatie overgegaan.¹⁷⁵ Het in de rechtspraak ontwikkelde leerstuk is op de Duitse leest geschoeid, maar de wetgever heeft er uiteindelijk voor gekozen een andere richting op te gaan.¹⁷⁶ Een zelfstandige wet op het gebied van aandeelhoudersleningen is daarvan het resultaat. Hieronder volgt een overzicht van de ontwikkelingen en de huidige wettelijke regeling omtrent aandeelhoudersleningen in Oostenrijk.

5.2.1 Ontwikkeling van het leerstuk van kapitaalvervangende leningen in de rechtspraak

De hoogste rechter in Oostenrijk, het *Oberster Gerichtshof* (hierna: OGH), heeft betrekkelijk laat het leerstuk van kapitaalvervangende leningen, zoals dat al enige tijd in Duitsland gold, in Oostenrijk van toepassing verklaard. Het OGH nam met zijn uitspraak van 8 mei 1991 de volledige Duitse doctrine van het *Eigenkapitalersatz* over.¹⁷⁷ Net als het Duitse BGH, oordeelde het OGH dat de in § 74 GmbHG vervatte kapitaalbeschermingsregels uitgebreid werden tot leningen van aandeelhouders.¹⁷⁸ Aandeelhoudersleningen¹⁷⁹ mochten door deze beslissing niet meer worden terugbetaald indien de onderneming niet langer kredietwaardig was.¹⁸⁰ Ook eerder aan een gezonde vennootschap verstrekte leningen werden geherkwalificeerd tot eigen vermogen indien de aandeelhouder de lening ‘liet staan’ op het moment dat de vennootschap niet meer *kreditwürdig* was.¹⁸¹ In tegenstelling tot Duitsland, werd een eerder verstrekte lening aan een gezonde vennootschap in eerste instantie enkel als eigen vermogen behandeld indien de aandeelhouder zich daadwerkelijk bewust was van de slechte financiële situatie van de vennootschap. Het enkel op de hoogte ‘kunnen’ zijn van de benarde situatie van de onderneming was onvoldoende.¹⁸² Later heeft het OGH zijn oordeel bijgesteld en is het leerstuk van het *Stehenlassen des Darlehens* op dezelfde wijze toegepast als in Duitsland.¹⁸³

¹⁷⁵ Wenzel 2005, p. 180; Zehetner & Bauer 2004, p. 11-12, 40-42.

¹⁷⁶ Wenzel 2005, p. 180; Zehetner & Bauer 2004, p. 11-12, 42.

¹⁷⁷ Zie OGH 8 mei 1991, 8 Ob 9/91, SZ 64/53.

¹⁷⁸ § 74 GmbHG luidt: “(1) *Eingezahlte Nachschüsse können, soweit sie nicht zur Deckung eines bilanzmäßigen Verlustes am Stammkapital erforderlich sind, an die Gesellschafter zurückgezahlt werden.*”

¹⁷⁹ Hetzelfde gold voor daarmee gelijk te stellen constructies. Zie OGH 12 september 1996, 8 Ob S 2107/96b, SZ 69/208: “*Darunter ist nicht nur die Gewährung eines Darlehens an die Gesellschaft durch den Gesellschafter zu verstehen, sondern auch eine andere Rechtshandlung des Gesellschafters, die der Darlehensgewährung wirtschaftlich entspricht (vgl § 32 a Abs 3 dGmbHG).*”

¹⁸⁰ Zehetner & Bauer 2004, p. 11-12. Een onderneming is niet langer kredietwaardig indien een onafhankelijke derde niet meer tegen dezelfde marktvoorwaarden krediet zou verstrekken, zie hiervoor OGH 8 mei 1991, 8 Ob 9/91, SZ 64/53.

¹⁸¹ OGH 22 december 1993, 8 Ob 28/93, RdW 1994, 143; OGH 27 juli 1995, 1 Ob 568/95, RdW 1996, 13. De aandeelhouder wordt een termijn tot 60 dagen na de crisis gegund om de lening op te eisen, zie OGH 30 oktober 1997, 8 Ob 254/97d, SZ 70/232.

¹⁸² OGH 22 december 1993, 8 Ob 28/93, RdW 1994, 143.

¹⁸³ OGH 12 september 1996, 8 Ob S 2107/96b, SZ 69/208; OGH 30 oktober 1997, 8 Ob 254/97d, SZ 70/232.

De Oostenrijkse rechter baseerde het leerstuk van kapitaalvervangende leningen op de welbekende *Finanzierungsfolgenverantwortung* van de aandeelhouder. Deze verantwoordelijkheid brengt zoals eerder gezegd geen verplichting met zich mee om nieuw kapitaal aan de in crisis verkerende vennootschap te verstrekken. Wil de aandeelhouder op de valreep toch de in financiële nood verkerende onderneming proberen te redden, dan mag de aandeelhouder zijn verantwoordelijkheid niet ontlopen door te kiezen voor een minder risicovolle vorm van financiering. De aandeelhouder is in een dergelijk geval verplicht risicodragend vermogen aan de vennootschap te verstrekken, aldus het OGH.¹⁸⁴

Het in de rechtspraak ontwikkelde leerstuk van *kapitalersetzende Darlehen* is op veel kritiek gestuit.¹⁸⁵ Zo werd § 74 GmbHG niet als een solide wettelijke basis gezien voor het herkwalficeren van kapitaalvervangende aandeelhoudersleningen. Ondanks dat het OGH zijn beslissing op grond van deze bepaling rechtvaardigde, leek het hooggerichtshof zich eigenlijk vanaf het begin af aan te baseren op de jurisprudentie die in Duitsland ontwikkeld was. Ook de centrale gedachte van de financieringsverantwoordelijkheid leek niet op de wet te zijn gebaseerd. Ten slotte werd het nut van het gehele leerstuk in twijfel getrokken, omdat ook bonafide reddingsoperaties op deze wijze zouden worden bestraft.¹⁸⁶

De kritiekpunten zijn de wetgever ter ore gekomen, hetgeen uiteindelijk heeft geleid tot het *Eigenkapitalersatz-Gesetz* (hierna: EKEG), een zelfstandige wet omtrent aandeelhoudersleningen die in 2004 in werking is getreden.¹⁸⁷ Het EKEG presenteert zich als een compromis tussen de uiteenlopende opvattingen: aan de ene kant wordt het leerstuk van kapitaalvervangende leningen in de wet neergelegd, en aan de andere kant wordt de werkingssfeer van het leerstuk in zekere mate beperkt, zoals in de volgende paragraaf te zien zal zijn.¹⁸⁸

5.2.2 *Herkwalificatie van kapitaalvervangende leningen en de ratio daarachter*

Het EKEG toont gelijkenissen met het recht zoals het in Duitsland gold voordat MoMiG in werking trad. Niet alle aandeelhoudersleningen worden immers in faillissement achtergesteld, maar slechts die leningen die in crisistijd aan de onderneming zijn verstrekt, zo volgt uit § 1 EKEG:

*“Ein Kredit, den eine Gesellschafterin oder ein Gesellschafter der Gesellschaft in der Krise gewährt, ist Eigenkapital ersetzend.”*¹⁸⁹

Uit deze bepaling valt op te maken dat Oostenrijk niet de sanctie van achterstelling van aandeelhoudersleningen uit het Duitse recht heeft overgenomen. De Oostenrijkse wetgever heeft gekozen voor een herkwalficatie van een lening in kapitaal, vermoedelijk

¹⁸⁴ OGH 12 september 1996, 8 Ob S 2107/96b, SZ 69/208.

¹⁸⁵ Zie Zehetner & Bauer 2004, p. 40-41.

¹⁸⁶ Zie Dellinger & Mohr 2004, p. 4; Zehetner & Bauer 2004, p. 40.

¹⁸⁷ Zie Wenzel 2005, p. 180.

¹⁸⁸ Zie Zehetner & Bauer 2004, p. 41.

¹⁸⁹ De wetgever lijkt enigszins onzorgvuldig te zijn geweest door in § 1 EKEG te spreken van ‘Gesellschafterin’ en ‘Gesellschafter’, terwijl hij dit onderscheid in de volgende artikelen niet voortzet. Zie ook Zehetner & Bauer 2004, p. 43 en 64.

omdat getoetst wordt of sprake is van een ‘kapitaalvervangende’ lening.¹⁹⁰ Terwijl de vorderingen van de aandeelhouders in Duitsland in rang omlaag gaan, raken de aandeelhouders in Oostenrijk dus hun vordering in het geheel kwijt. Dit verschil is van belang op het moment dat een bedrag in faillissement resteert nadat alle boedelschuldeisers en preferente en concurrente pre-faillissementsschuldeisers zijn voldaan. De Duitse aandeelhouders kunnen dan als achtergestelde crediteuren toch een uitkering in faillissement ontvangen, terwijl de Oostenrijkse aandeelhouders geen vordering hebben die ze ter verificatie kunnen indienen in het faillissement.¹⁹¹ In de praktijk zal dit onderscheid nauwelijks betekenis hebben, nu in vrijwel geen enkel faillissement een uitkering aan achtergestelde schuldeisers plaatsvindt.¹⁹²

De wet geeft aan de hand van objectieve normen antwoord op de vraag wanneer een vennootschap zich in een *Krise* bevindt.¹⁹³ Dit is het geval indien de vennootschap haar betalingsverplichtingen niet meer nakomt (*Zahlungsunfähigkeit*)¹⁹⁴ of als het eigen vermogen van de onderneming negatief is (*Überschuldung*).¹⁹⁵ Daarnaast wordt vermoed dat een vennootschap in een crisis verkeert indien de *Eigenmittelquote*,¹⁹⁶ oftewel de solvabiliteit van de onderneming, minder dan 8% bedraagt en de fictieve aflossingsduur van de schulden (*Schuldentilgungsdauer*)¹⁹⁷ meer dan vijftien jaar is.¹⁹⁸ Dit vermoeden

¹⁹⁰ In Duitsland werden leningen echter onder het oude recht voor MoMiG ook achtergesteld behandeld, ondanks dat gekeken werd of een lening kapitaalvervangend was.

¹⁹¹ De Oostenrijkse aandeelhouders zullen in een dergelijk geval slechts iets ontvangen op het moment dat alle schuldeisers in faillissement van de ontbonden rechtspersoon zijn voldaan en er een geldbedrag resteert, tenzij in de statuten anders is bepaald. Zie het derde lid van § 91 GmbHG. Het Nederlandse equivalent is artikel 2:23b lid 1 BW.

¹⁹² Zo blijkt in ieder geval uit een Nederlands rapport dat o.a. over een uitkering in faillissement van een bv gaat, zie CBS, Faillissementen: oorzaken en schulden 2015, WODC: Den Haag 2016, p. 41. Uit dit rapport van het CBS volgt dat in het merendeel van de gevallen ook preferente en concurrente crediteuren in een faillissement van een BV niet volledig uitbetaald krijgen.

¹⁹³ Zie § 2 EKEG: “(1) Die Gesellschaft befindet sich in der Krise, wenn sie 1. zahlungsunfähig (§ 66 IO) oder 2. überschuldet (§ 67 IO) ist oder wenn 3. die Eigenmittelquote (§ 23 URG) der Gesellschaft weniger als 8% und die fiktive Schuldentilgungsdauer (§ 24 URG) mehr als 15 Jahre betragen, es sei denn, die Gesellschaft bedarf nicht der Reorganisation.”; zie ook Dellinger & Mohr 2004, p. 7 e.v.

¹⁹⁴ Dit begrip wordt toegelicht in § 66 Insolvenzordnung. Zie Dellinger & Mohr 2004, p. 9-10. Voor het intreden van het Insolvenzrechtsänderungsgesetz 2010 (IRÄG 2010) heette deze wet nog de Konkursordnung, waar § 2 EKEG destijds naar verwees.

¹⁹⁵ Zie § 67 Insolvenzordnung.

¹⁹⁶ Zie § 23 Unternehmensreorganisationsgesetz (URG): “Eigenmittelquote im Sinne dieses Gesetzes ist der Prozentsatz, der sich aus dem Verhältnis zwischen dem Eigenkapital (§ 224 Abs. 3 A UGB) einerseits sowie den Posten des Gesamtkapitals (§ 224 Abs. 3 UGB), vermindert um die nach § 225 Abs. 6 UGB von den Vorräten absetzbaren Anzahlungen andererseits, ergibt.”; zie verder Zehetner & Bauer 2004, p. 49-50; Dellinger & Mohr 2004, p. 10-11.

¹⁹⁷ Zie voor de berekening van de fiktive Schuldentilgungsdauer § 24 URG: “(1) Zur Errechnung der fiktiven Schuldentilgungsdauer sind die in der Bilanz ausgewiesenen Rückstellungen (§ 224 Abs. 3 B UGB) und Verbindlichkeiten (§ 224 Abs. 3 C UGB), vermindert um die im Unternehmen verfügbaren Aktiva nach § 224 Abs. 2 B III Z 2 und B IV UGB und die nach § 225 Abs. 6 UGB von den Vorräten absetzbaren Anzahlungen, durch den Mittelüberschuss zu dividieren. (2) Zur Ermittlung des Mittelüberschusses sind 1. vom Jahresüberschuss/-fehlbetrag die Abschreibungen auf das Anlagevermögen und Verluste aus dem Abgang von Anlagevermögen hinzuzuzählen und die Zuschreibungen zum Anlagevermögen und Gewinne aus dem Abgang von Anlagevermögen abzuziehen und 2. die Veränderung der langfristigen Rückstellungen zu berücksichtigen.”; zie verder Zehetner & Bauer 2004, p. 50 e.v.; Dellinger & Mohr 2004, p. 10-11.

is door de aandeelhouder te weerleggen als hij kan aantonen dat een reorganisatie van de onderneming niet nodig is.¹⁹⁹ Hoewel voor de totstandkoming van het EKEG ook een eerder verstrekte lening aan een destijds gezonde vennootschap werd geherkwalificeerd tot eigen vermogen indien deze lening in een crisis niet werd opgeëist, heeft de wetgever het *Stehenlassen des Darlehens* bij wet afgeschaft.²⁰⁰ Ondanks de afwijzing van deze in de rechtspraak ontwikkelde figuur, kan de jurisprudentie nog wel een rol blijven spelen indien een lacune in het EKEG wordt ontdekt. De wetgever heeft echter geprobeerd een alomvattende wet omtrent aandeelhoudersleningen te ontwerpen, zodat niet een zelfde soort ontwikkeling als in Duitsland valt te verwachten, waar de BGH-regels naast de wettelijke regels van § 32a GmbHG bestonden en zelfs soms verder gingen dan hetgeen in de wet was bepaald.²⁰¹

De reikwijdte van het leerstuk van *kapitalersatzende Darlehen* is door de Oostenrijkse wetgever begrensd. Leningen worden slechts als kapitaalvervangend aangemerkt indien deze door een aandeelhouder zijn verschaft die dichtbij de onderneming staat. Volgens het eerste lid van § 5 EKEG moet het daarbij gaan om een aandeelhouder die een controlerende invloed uitoefent op het bedrijf of om een aandeelhouder die ten minste 25% van het aandelenkapitaal bezit.²⁰² Wanneer een aandeelhouder precies een controlerende invloed uitoefent, wordt nader uitgewerkt in het tweede lid van § 5 EKEG.²⁰³ Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de aandeelhouder over de meerderheid van de stemrechten beschikt. Om ondernemingen die in moeilijkheden verkeren enigszins tegemoet te komen, is ook de regel van het *Sanierungsprivileg* opgenomen. Leningen verschaft door kredietverstrekkers die pas na het ontstaan van de crisis in het kader van een reddingsoperatie aandeelhouder van de vennootschap zijn geworden, worden zodoende niet om-

¹⁹⁸ Deze gegevens moeten blijken uit de laatst gepubliceerde of een tijdig opgestelde jaarrekening, of het moet voor de aandeelhouder duidelijk zijn dat dit uit een jaarlijks of tussentijds financieel overzicht volgt. Zie hiervoor het tweede lid van § 2 EKEG; zie ook Dellinger & Mohr 2004, p. 13-16.

¹⁹⁹ Zie de tenzij-formule onder 3 lid 1 van § 2 EKEG: "(...) *es sei denn, die Gesellschaft bedarf nicht der Reorganisation.*"; zie ook Dellinger & Mohr 2004, p. 12-13.

²⁰⁰ Zie het eerste lid onder drie van § 3 EKEG: "(1) *Ein Kredit im Sinne des § 1 liegt nicht vor, wenn (...) 3. ein vor der Krise gewährter Kredit verlängert oder dessen Rückzahlung gestundet wird.*"; zie ook Zehetner & Bauer 2004, p. 57; Dellinger & Mohr 2004, p. 30 e.v.

²⁰¹ Zie Zehetner & Bauer 2004, p. 16 en 43.

²⁰² Zie het eerste lid van § 5 EKEG: "(1) *Gesellschafter im Sinne des § 1 ist, wer 1. an einer Gesellschaft kontrollierend oder 2. mit einem Anteil von zumindest 25% beteiligt ist, und zwar bei einer Kapitalgesellschaft am Nennkapital, bei einer Genossenschaft mit beschränkter Haftung am Geschäftsanteilkapital und bei einer Personengesellschaft am Gesellschaftsvermögen, oder 3. wie ein Gesellschafter, dem die Mehrheit der Stimmrechte zusteht, einen beherrschenden Einfluss auf eine Gesellschaft ausübt, selbst wenn er an dieser nicht beteiligt ist; kreditvertragstypische Informations- und Einflussrechte und Sicherheiten bleiben hiebei außer Betracht.*"; zie ook Dellinger & Mohr 2004, p. 55 e.v.

²⁰³ Zie het tweede lid van § 5 EKEG: "(2) *Eine Beteiligung ist kontrollierend, wenn 1. dem Gesellschafter die Mehrheit der Stimmrechte zusteht oder 2. dem Gesellschafter das Recht zusteht, die Mehrheit der Mitglieder des Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder abzuberufen, oder 3. er das Sonderrecht hat, selbst Mitglied des Leitungsorgans zu sein, oder 4. dem Gesellschafter auf Grund eines Vertrages mit einem oder mehreren Gesellschaftern das Recht zur Entscheidung zusteht, wie Stimmrechte der Gesellschafter, soweit sie mit seinen eigenen Stimmrechten zur Erreichung der Mehrheit aller Stimmen erforderlich sind, bei Bestellung oder Abberufung der Mehrheit der Mitglieder des Leitungs- oder Aufsichtsorgans auszuüben sind, oder 5. sie dem Gesellschafter ermöglicht, einen beherrschenden Einfluss auszuüben; dies wird vermutet, wenn ein Gesellschafter zumindest 25% der Stimmrechte innehat und kein anderer eine zumindest gleichwertige Stimmrechtsmacht hat.*"; zie ook Dellinger & Mohr 2004, p. 60 e.v.

gezet in eigen vermogen.²⁰⁴ Ten slotte probeert het EKEG noodlijdende ondernemingen op weg te helpen door overbruggingskredieten van aandeelhouders toe te staan.²⁰⁵ De looptijd van het overbruggingskrediet mag niet meer dan zestig dagen bedragen.²⁰⁶

Het EKEG is gegrond op de gedachte dat aandeelhouders een financieringsverantwoordelijkheid dragen om de in crisis verkerende vennootschap met eigen vermogen te financieren.²⁰⁷ Kort gezegd wordt met de regeling dan ook beoogd dat de aandeelhouders bij de voortzetting van de onderneming de risico's beter inschatten, aldus de Oostenrijkse wetgever.²⁰⁸

5.2.3 Tussenconclusie

In Oostenrijk is gekozen voor een zelfstandige wet op het gebied van aandeelhoudersleningen. Leningen van aandeelhouders die ten minste een kapitaalsbelang van 25% hebben, of die over een kleiner belang beschikken maar een controlerende invloed kunnen uitoefenen op de vennootschap, kunnen worden geherkwalificeerd tot eigen vermogen. Dit is het geval indien de lening is verstrekt op het moment dat de onderneming in een crisis verkeert. De wetgever heeft aan de hand van duidelijke en objectieve normen proberen te omschrijven wanneer sprake is van een *Krise*. Ik kan mijn vingers er helaas niet helemaal achter krijgen of de norm in de praktijk ook zo duidelijk is zoals de wetgever het voor ogen heeft.

Op een aantal punten lijkt het Oostenrijkse recht minder ver te gaan dan het Duitse recht.²⁰⁹ Allereerst vindt geen categorische achterstelling plaats zoals in Duitsland wel het geval is. Ook leningen die aan een gezonde vennootschap zijn verstrekt en die tijdens een crisis niet zijn opgeëist, vallen niet onder de regeling in Oostenrijk, terwijl deze leningen wel in Duitsland worden achtergesteld. De Oostenrijkse wetgever heeft ten slotte in crisis verkerende ondernemingen een handje willen helpen door korte overbruggingskredieten van aandeelhouders toe te staan, iets wat bij onze oosterburen niet mogelijk is.

²⁰⁴ Zie § 13 EKEG: “*Erwirbt jemand an einer in der Krise befindlichen Gesellschaft eine Beteiligung zum Zweck der Überwindung der Krise, so sind die im Rahmen eines Sanierungskonzepts zu diesem Zweck neu gewährten Kredite nicht Eigenkapital ersetzend.*”; zie ook Zehetner & Bauer 2004, p. 90; Dellinger & Mohr 2004, p. 133 e.v.

²⁰⁵ Zie Dellinger & Mohr 2004, p. 24-27; Zehetner & Bauer 2004, p. 56-57.

²⁰⁶ Zie § 3 EKEG: “*(1) Ein Kredit im Sinne des § 1 liegt nicht vor, wenn 1. ein Geldkredit für nicht mehr als 60 Tage oder*”.

²⁰⁷ Zie expliciet de toelichting bij het Regierungsentwurf des Eigenkapitalersatz-Gesetzes, par. 3.1.

²⁰⁸ Zie de toelichting bij het Regierungsentwurf des Eigenkapitalersatz-Gesetzes, par. 3.2.

²⁰⁹ Zie in deze zin ook De Weijs 2014, p. 8.

6. Een wettelijke regeling omtrent aandeelhoudersleningen in Nederland?

In Nederland kennen we, anders dan in Duitsland en Oostenrijk, geen wettelijke regeling inzake aandeelhoudersleningen. De wetgever heeft bij de totstandkoming van de Wet Flex-BV geen aandacht besteed aan de vraag of een bijzondere bepaling omtrent aandeelhoudersleningen wenselijk is.²¹⁰ Dit is opvallend, omdat in het onderzoeksrapport dat aan de Wet Flex-BV ten grondslag ligt wel stil wordt gestaan bij deze vraag en geconcludeerd wordt dat de Nederlandse wet een leemte vertoont op dit gebied.²¹¹ In 2007 presenteerde de commissie Kortmann een voorontwerp voor een nieuwe Insolventiewet. De commissie kwam niet met een voorstel tot een wettelijke bepaling voor achterstelling van aandeelhoudersleningen, aangezien zij de ontwikkeling van het leerstuk aan de rechtsontwikkeling wilde overlaten.²¹² Na de oratie van De Weijs in 2016²¹³ begon de PvdA zich af te vragen of misschien niet toch een wettelijke regeling met betrekking tot aandeelhoudersleningen ingevoerd zou moeten worden. Dit leidde ertoe dat in hetzelfde jaar nog Kamervragen werden gesteld of het fenomeen van het financieren met (geseceerde) aandeelhoudersleningen meegenomen dient te worden in het lopende wetgevingsprogramma herijking faillissementsrecht.²¹⁴ Tot op heden zijn echter in de in het kader van de herijking gepubliceerde voorontwerpen en voorstellen van wet geen sporen te vinden van een regeling betreffende aandeelhoudersleningen.²¹⁵ De PvdA zag het recente faillissement van Intertoys, waarin enig aandeelhouder Alteri tevens de voornaamste, geseceerde schuldeiser is, dan ook als een nieuwe kans om de problematiek wederom bij de regering onder de aandacht te brengen.²¹⁶

In dit laatste hoofdstuk zal onderzocht worden of het nodig is in Nederland een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen in te voeren. Daarnaast zal aandacht worden besteed aan de vraag of het aanbeveling verdient een verbod tot het bedingen van zekerheden door aandeelhouders te introduceren. Om deze vragen te beantwoorden, zullen de voor- en tegenargumenten tegen elkaar afgewogen worden. Ten slotte zal de vraag beantwoord worden of er specifieke regelgeving moet komen voor de

²¹⁰ Zie ook Barneveld 2014, p. 525.

²¹¹ Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 132.

²¹² Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 1 november 2007, p. 111.

²¹³ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123.

²¹⁴ Zie *Kamerstukken II* 2016/17, Aanhangsel van de Handelingen, nr. 545, Antwoorden van Minister Van der Steur (Veiligheid en Justitie) op Kamervragen van de leden Nijboer en Recourt (beide PvdA) over berichten ‘*Curator stap vaker de ring in*’ en ‘*Pandrechten leiden tot meer rechtszaken bij faillissement*’ (ingezonden op 26 oktober 2016, ontvangen op 22 november 2016); zie ook *Kamerstukken II* 2016/17, Antwoorden van de Ministers van Financiën en van Veiligheid en Justitie op Kamervragen van de leden Nijboer en Recourt (beiden PvdA) over de positie van de aandeelhouder bij faillissementen (ingezonden op 23 november 2016, ontvangen op 16 december 2016). De toenmalige Minister van Veiligheid en Justitie (Van der Steur) gaf, mede namens de toenmalige Minister van Financiën (Dijsselbloem), in het eerste Kamerstuk aan dat het de voorkeur verdient om de problematiek rondom (geseceerde) aandeelhoudersleningen aan de rechtsontwikkeling over te laten. In het tweede Kamerstuk van een maand later overwoog minister Van der Steur echter dat nader onderzoek naar de wetgeving van de ons omringende landen dient uit te wijzen of in Nederland wettelijke maatregelen getroffen dienen te worden.

²¹⁵ Zie de tiende voortgangsbrief d.d. 12 september 2018 over het programma herijking faillissementsrecht (*Kamerstukken II* 2017/18, 33695, 17).

²¹⁶ Zie *Kamerstukken II* 2018/19, Vragen van de leden Moorlag, Kuiken en Gijs van Dijk (allen PvdA) aan de Staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat en de Ministers voor Rechtsbescherming en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid over de gevolgen van het faillissement van Intertoys (ingezonden op 25 februari 2019).

situatie dat de voormalige (al dan niet gecureerde) aandeelhouder/kredietverlener gaat optreden als koper bij de pre-pack.

6.1 *Wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen?*

6.1.1 *Argumenten voor*

In de literatuur is een discussie gaande of het wenselijk is een wettelijke regeling tot achterstelling van aandeelhoudersleningen in ons recht te introduceren. De voorstanders van achterstelling beroepen zich in dit kader met name op de problemen die spelen als een aandeelhouder financiert met leningen. Een eerste argument dat pleit voor een dergelijke bepaling is dat het financieren met aandeelhoudersleningen het insolventierisico van de onderneming vergroot. Zoals in hoofdstuk 2 beschreven, zal een onderneming over weinig tot geen eigen vermogen beschikken als een aandeelhouder de vennootschap voornamelijk financiert met vreemd vermogen. Dit maakt de vennootschap kwetsbaar voor een eventueel faillissement en het risico wordt daarmee afgewenteld op de schuldeisers van de vennootschap.²¹⁷ Professionele partijen, zoals banken, kunnen zichzelf tegen deze risico's beschermen. Dit kunnen zij doen door bijvoorbeeld zekerheden te bedingen, de financieringsvrijheid van aandeelhouders contractueel aan banden te leggen of de rente over het door hen verstrekte krediet te verhogen. Werknemers, handelscrediteuren, consumenten en onvrijwillige schuldeisers zijn daarentegen niet of minder goed bij machte om de nadelige gevolgen van het financieren met aandeelhoudersleningen te beperken.²¹⁸ Zij lopen daardoor het risico dat het bedrijf failliet gaat en dat hetgeen resteert in faillissement met de aandeelhouder gedeeld moet worden.

Een tweede argument voor achterstelling dat met name door De Weijs wordt aangevoerd, is dat de grondslagen van het ondernemingsrecht op losse schroeven komen te staan indien de aandeelhouder zich als crediteur van de vennootschap kan opstellen.²¹⁹ Eén van de belangrijkste elementen van het aandeelhouderschap is de beperkte aansprakelijkheid. De beperkte aansprakelijkheid brengt met zich mee dat de aandeelhouder – in beginsel – niet aansprakelijk is voor de schulden van de vennootschap.²²⁰ De aandeelhouder riskeert in faillissement in beginsel enkel het verlies van de storting op zijn aandelen. De voornaamste reden achter de beperkte aansprakelijkheid is dat een aandeelhouder wordt aangemoedigd te investeren in nieuwe projecten, zonder daarbij het risico te lopen aansprakelijk te zijn in geval van verwezenlijking van het ondernemingsrisico.²²¹ Het is echter niet de bedoeling dat de aandeelhouder door te kiezen voor een riskante financieringsstructuur de risico's (volledig) kan afwentelen op de crediteuren van de vennootschap.²²² De andere essentiële elementen van het aandeelhouderschap zijn de zeggenschapsrechten en de winstgerechtigdheid. De aandeelhouder ontleent deze rechten aan het feit dat hij risicodragend vermogen aan de vennootschap heeft verschaft. De verklaring voor de zeggenschapsrechten en de winstgerechtigdheid is volgens De

²¹⁷ De Weijs 2014, par. 4.4; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610; Barneveld 2014, p. 536.

²¹⁸ Zie Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 94-96; Barneveld 2014, p. 56-58 en 545-546; De Weijs 2014, p. 27.

²¹⁹ De Weijs 2014, par. 4.2; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 421-422.

²²⁰ Zie artikel 2:64 lid 1 en 2:175 lid 1 BW.

²²¹ Zie De Weijs 2014, p. 19; Barneveld 2014, p. 546.

²²² Denk hierbij bijvoorbeeld aan materiële en nominale onderkapitalisatie van de vennootschap (zie voor deze begrippen nader hoofdstuk 4). Zie ook Barneveld 2014, p. 546; Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 94-96.

Weijs dat aandeelhouders uiteindelijk in faillissement als eerste het slachtoffer zijn, omdat zij hun investering dan verliezen.²²³ De twee kernelementen en het daarmee gepaard gaande ondernemingsrisico houden elkaar zodoende in evenwicht. Als aandeelhouders door het financieren met leningen echter niet meer risico lopen dan concurrente schuldeisers, dan is er geen rechtvaardiging meer voor de invloed die de aandeelhouder kan uitoefenen op het beleid van de vennootschap.²²⁴ Ten slotte wordt door het financieren met vreemd vermogen inbreuk gemaakt op de regel dat een aandeelhouder geen vast recht op dividend kan krijgen.²²⁵ Als de aandeelhouder immers een lening verstrekt aan de vennootschap tegen een vast rentepercentage per jaar, dan verkrijgt de aandeelhouder – ongeacht de vermogenstoestand van de vennootschap – wel degelijk een vast (minimum) rendement uitgekeerd.²²⁶ Door het financieren met aandeelhoudersleningen toe te laten wordt kort gezegd het ‘ondernemingsrechtelijke bouwwerk te veel geweld aan gedaan’, aldus De Weijs.²²⁷

Het derde en laatste argument voor achterstelling van aandeelhoudersleningen dat ook reeds in hoofdstuk 2 besproken is, is dat deze financieringswijze aandeelhouders aanspoort meer risico’s te nemen.²²⁸ Hoewel banken en andere kredietverstrekkers in beginsel geen ander belang hebben dan terugbetaling van de lening en de rente, hebben aandeelhouders daarentegen wel degelijk een ander belang als zij krediet verstrekken. Aandeelhouders kunnen in de regel aanspraak maken op de winst van de onderneming en zullen de kansen afwegen of de aandelen weer meer waard worden.²²⁹ Waar een bank de stekker eruit zal trekken als hij er geen brood meer in ziet, zal een aandeelhouder de neiging hebben door te financieren, terwijl het in het belang van de vennootschapscrediteuren zou zijn dat het faillissement wordt aangevraagd.²³⁰ Een onlangs uit-

²²³ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 421-422; De Weijs 2014, p. 19-20.

²²⁴ Zie De Weijs 2014, p. 19-20; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 421-422.

²²⁵ Zie De Weijs 2014, p. 20 en De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610 die hiervoor naar Timmerman verwijst (Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/2): “*In ons vennootschapsrecht en dat van andere landen berust de ultieme macht over inrichting van de vennootschap, de aanwijzing van bestuurders (en van commissarissen) en de besteding van winst bij de aandeelhouders. De grond hiervoor is dat het een regel van dwingend recht is dat er geen winstgaranties aan aandeelhouders mogen worden gegeven (dit staat merkwaardig genoeg niet met zoveel woorden in de Nederlandse wet) en bij ontbinding de aandeelhouders slechts recht hebben op het overschietende deel van het vermogen (art. 2:23b lid 1 BW). Andere bij de vennootschap betrokkenen, zoals schuldeisers en werknemers, kunnen de omvang van hun vorderingsrecht via een contract fixeren, aandeelhouders kunnen dat niet. In ruil hiervoor is het verdedigbaar dat aandeelhouders aanspraak kunnen maken op uiteindelijke zeggenschap in de vennootschap, zo leren in het bijzonder economen ons en deze verklaring wordt in juridische kringen als toereikend voor het hebben van uiteindelijke zeggenschap geaccepteerd. Zij sluit ook goed aan bij het idee van preponderantie van het aandeelhoudersbelang.*”

²²⁶ Overige crediteuren die krediet aan de vennootschap verstrekken krijgen in plaats van een ‘minimum rendement’ een ‘maximum rendement’ per jaar omdat zij geen recht hebben op dividend. Zie hierover De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610-611; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 422. Zie ook Barneveld 2014, p. 524.

²²⁷ Zie De Weijs 2014, p. 3 en par. 4.2.

²²⁸ Zie De Weijs 2014, par. 4.4; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 422; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611; Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1.

²²⁹ Zie Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, par. 3; De Weijs 2014, p. 45; Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1.

²³⁰ Zie De Weijs 2014, par. 4.4; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 422; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611; Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1.

gesproken faillissement waar aandeelhouders te lang door zijn gegaan is SecurCash. Waardetransporteur SecurCash Nederland was vanaf het moment van overname in 2015 verliesgevend geweest.²³¹ Deze verliezen zijn vanaf het begin vrijwel volledig door de aandeelhouder gefinancierd.²³² De totale financiering was opgelopen tot een bedrag van 16,4 miljoen euro.²³³ Toen de aandeelhouder in oktober 2018 besloot geen nieuwe leningen meer te verstrekken, was het faillissement onontkoombaar.²³⁴ De curatoren vinden dat de aandeelhouder ‘het nog heel lang, bijna tegen beter weten in, heeft volgehouden’.²³⁵ Door aandeelhoudersleningen in faillissement achter te stellen, wordt de aandeelhouder zelf opgezadeld met de kosten van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten. Crediteuren worden gecompenseerd voor het verlies dat zij lijden als de aandeelhouder in geval van een reddingsoperatie te lang blijft doorfinancieren. De boedel stijgt dan namelijk met het bedrag waarvoor de lening van de aandeelhouder is achtergesteld, waardoor er meer geld is om onder de schuldeisers te verdelen. Daarnaast zouden aandeelhouders minder snel de neiging hebben riskante projecten aan te gaan, nu zij zelf in faillissement het hoogste risico dragen.²³⁶ Zoals we hierna zullen zien, blijkt uit rechtseconomisch onderzoek dat deze laatste redenering twijfelachtig is.²³⁷

6.1.2 Argumenten tegen

Een wettelijke regeling van achterstelling van aandeelhoudersleningen kan voorkomen dat een aandeelhouder ten koste van concurrente crediteuren irrationele of excessieve risico's neemt.²³⁸ Uit rechtseconomisch onderzoek blijkt echter dat een dergelijke regeling zijn doel voorbij kan schieten.²³⁹ Enerzijds kan achterstelling aandeelhouders afschrikken een lening te verstrekken, terwijl daarmee vermeden had kunnen worden dat het op zichzelf levensvatbare bedrijf de boeken moet sluiten. Anderzijds zal het effect van achterstelling niet sterk genoeg zijn om alle ongewenste reddingsoperaties van aandeelhouders tegen te gaan.²⁴⁰ Door achterstelling heeft de aandeelhouder niet langer een concurrente vordering, maar een achtergestelde positie in faillissement. In het gros van de gevallen krijgen concurrente crediteuren echter niets uitgekeerd in een faillisse-

²³¹ Zie eerste openbare faillissementsverslag SecurCash Nederland B.V., d.d. 8 februari 2019, onder 1.5 en onder het kopje ‘financiële gegevens’.

²³² De aandeelhouder had geen zekerheden bedongen voor zijn lening.

²³³ Zie eerste openbare faillissementsverslag SecurCash Nederland B.V., d.d. 8 februari 2019, onder 1.5.

²³⁴ Uit het eerste faillissementsverslag volgt dat de curatoren – gezien de stand van de boedel – verwachten een uitkering te kunnen doen aan de concurrente schuldeisers. Dit is hoogstwaarschijnlijk mogelijk omdat de vordering van de aandeelhouder van 16,4 miljoen euro in het faillissementsverslag te boek staat als achtergestelde vordering. Als de lening niet achtergesteld zou zijn, dan zal de aandeelhouder met zijn vordering van 16,4 miljoen euro als concurrente schuldeiser meedelen in het faillissement van de vennootschap, waardoor er minder (of misschien wel niets) overblijft voor de concurrente schuldeisers.

²³⁵ Zuil, *NU.nl*, 11 februari 2019.

²³⁶ De Weijts 2014, p. 3-4 en par. 5.3; Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1; Abendroth 2014, p. 47.

²³⁷ Zie ook Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1; Abendroth 2014, p. 47.

²³⁸ De Weijts 2014, p. 3-4 en par. 5.3; Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1; Abendroth 2014, p. 47.

²³⁹ Zie Engert, *ZGR* 2004/33; Gelter, *Harvard Olin Fellows' Discussion Paper Series* 2005/1; Skeel & Krause-Vilmar, *EBOR* 2006/7; Gelter & Roth 2007, *Harvard Law and Economics Discussion Paper* 2/2007; Muro, *EBOR* 2007/8.

²⁴⁰ Zie in deze zin ook Abendroth 2014, p. 47; Barneveld 2014, p. 536-537; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1.

ment.²⁴¹ Een aandeelhouder zal vanwege het geringe verschil tussen een concurrente vordering en een achtergestelde vordering dan ook niet snel onder de indruk zijn van een wettelijke regeling tot achterstelling.²⁴²

Afgezien van het voorgaande zou men zich kunnen afvragen waarom een aandeelhouder eigenlijk niet met leningen zou mogen financieren. Het kan juist wenselijk zijn dat zij die de onderneming het beste kennen en daarom wellicht meer risico's durven te nemen dan andere kredietverschaffers, leningen aan de vennootschap verstrekken. Een aandeelhouder zou daarmee een onderneming die op het punt van omvallen staat van de ondergang kunnen redden.²⁴³ Zeker in een tijdperk waar banken door de toezichthouder strak aan de teugel worden gehouden bij het verschaffen van krediet, zou een aandeelhouder door een wettelijke regeling tot achterstelling niet ontmoedigd moeten worden leningen te verschaffen.²⁴⁴ Het is niet voor niets dat de voormalige Duitse regeling omtrent achterstelling van aandeelhoudersleningen na de eenwording van Duitsland buiten toepassing werd verklaard voor de voormalige Oost-Duitse staatsbedrijven. Aandeelhouders werden zodoende in de gelegenheid gesteld om de ondernemingen in het voormalige Oost-Duitsland te financieren, nu banken daartoe niet bereid waren.²⁴⁵ Dat aandeelhouders in tegenstelling tot derden wel leningen aan de vennootschap willen verstrekken, betekent nog niet dat vennootschapscrediteuren er steeds meer bij gebaat zouden zijn als direct het faillissement van de onderneming wordt aangevraagd. Het is immers niet ondenkbaar dat aandeelhouders die nauw bij de vennootschap betrokken zijn beter dan een onafhankelijke derde kunnen inschatten of een reddingspoging een reële kans van slagen heeft. Het is immers ook in het belang van crediteuren en werknemers dat het bedrijf wordt gered. Schuldeisers worden daardoor weer voldaan en de werknemers behouden hun baan en krijgen eventueel achterstallig loon uitbetaald. Daarnaast is het mogelijk dat een bedrijf waar het echt vijf voor twaalf is onvoldoende tijd heeft om met derden te onderhandelen over een noodfinanciering. Deze derde zou immers eerst een uitgebreid due diligence onderzoek verrichten om te bezien of er wel muziek in de onderneming zit.²⁴⁶ Dit brengt mij tot de conclusie dat het geen aanbeveling verdient een algemene regeling te introduceren die aandeelhouders ontmoedigt additionele fi-

²⁴¹ In 73% van de gevallen wordt een faillissement beëindigd wegens gebrek aan baten. Slechts in 2,7% van de gevallen vindt een uitkering aan preferente en concurrente schuldeisers plaats. Zie hierover CBS, Faillissementen: oorzaken en schulden 2015, WODC: Den Haag 2016, p. 18 en 41.

²⁴² Zie in deze zin ook Gelter, *Harvard Olin Fellows' Discussion Paper Series* 2005/1, p. 33: "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."; zie tevens Cahn, *EBOR* 2006/7, p. 296: "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."

²⁴³ Zie Barneveld 2014, p. 536; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1; Abendroth 2014, p. 44 en 47.

²⁴⁴ Zie Abendroth 2014, p. 47. De Weijs brengt hier aan de hand van een door hem bedachte casus tegen in dat aandeelhouders, ondanks een regeling tot achterstelling, toch wel de gewenste investeringen zullen verstrekken als een bank daar niet meer toe wil overgaan (zie De Weijs 2014, par. 4.7). De Weijs lijkt zich hier tegen te spreken door te zeggen dat achterstelling geen afschrikwekkend effect heeft, maar vervolgens wel te betogen dat achterstelling een goede sanctie is.

²⁴⁵ Lennarts 1999, p. 107.

²⁴⁶ Zie Barneveld 2014, p. 537-538; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.1.

nanciering in de vorm van vreemd vermogen aan de vennootschap ter beschikking te stellen.²⁴⁷

Ten slotte zal mijns inziens het onrechtmatigedaadsrecht en de faillissementspauliana te hulp kunnen schieten als het financieren met aandeelhoudersleningen de spuigaten uitloopt.²⁴⁸ Zoals we in hoofdstuk 4 hebben gezien, stelt het onrechtmatigedaadsrecht in een aantal situaties wel degelijk paal en perk aan de risicoafwenteling door aandeelhouders. Als een aandeelhouder zijn lening door de vennootschap laat terugbetalen in het zicht van faillissement, dan vindt de aandeelhouder het Keulen/BLG-arrest op zijn weg indien hij ‘ernstig rekening had moeten houden’ met de mogelijkheden van een tekort bij de dochtervennootschap.²⁴⁹ Dergelijke betalingen kunnen ook vernietigd worden met een beroep op de faillissementspauliana ingevolge artikel 42 Fw. Als de onderneming binnen een jaar voor faillissement de aandeelhouder heeft terugbetaald zonder dat de vennootschap daartoe verplicht was, kan de curator gebruik maken van de bewijsvermoedens van artikel 43 Fw. Daarnaast zou een aandeelhouder in geval van een reddingsactie uit hoofde van onrechtmatige daad aansprakelijk kunnen zijn als hij op het moment van het verstrekken van een lening ‘wist of behoorde te voorzien dat nieuwe schuldeisers zouden worden benadeeld bij gebrek aan verhaal’.²⁵⁰ Het probleem dat dit subjectieve voorzienbaarheids criterium voor de curator of de schuldeisers lastig te bewijzen is, zou opgelost kunnen worden door de aandeelhouder die tevens formeel (of feitelijk) bestuurder is op te zadelen met een verzwaarde motiveringsplicht.²⁵¹ Het voordeel van toepassing van het leerstuk van de onrechtmatige daad boven een achterstellingsregeling als bepleit door De Weijs is dat de rechter achteraf aan de hand van de open norm van de ‘maatschappelijke zorgvuldigheid’ kan bepalen of een reddingspoging een reële kans van slagen had.²⁵² Tot slot zal in de nabije toekomst een rol weggelegd kunnen zijn voor het onrechtmatigedaadsrecht in geval van materiële en nominale onderkapitalisatie van de vennootschap.²⁵³ Een wettelijke regeling tot achterstelling hoeft aan deze reeds bestaande instrumenten dan ook niet te worden toegevoegd.

6.1.3 Tussenconclusie

Voor het financieren met aandeelhoudersleningen heeft geen specifieke regeling tot achterstelling te worden geïntroduceerd. Ondanks dat door het financieren met leningen het insolventierisico van de onderneming wordt vergroot en deze financieringswijze aandeelhouders kan aansporen grotere risico's te nemen dan verantwoord is, zou een wettelijke bepaling tot achterstelling zijn doel voorbij kunnen schieten. Uit rechtseconomisch onderzoek blijkt immers dat achterstelling een averechtse werking kan hebben. Daarnaast kunnen de schuldeisers, de werknemers en de onderneming er juist belang bij

²⁴⁷ Zie in deze zin ook Abendroth 2014, p. 47.

²⁴⁸ Zie ook Abendroth 2014, p. 45-46; Timmerman 1990, p. 17-18; Schimmelpenninck, *TvI* 2003/239, par. 5.3 en 5.7; Hoff 2009, p. 24-31; Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 127-128; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5 en 6; Barneveld 2014, par. 19.3.1 en 19.7. Ook zou de bestuurdersaansprakelijkheid een rol kunnen spelen als de aandeelhouder tevens formeel bestuurder is van de vennootschap.

²⁴⁹ HR 9 mei 1986, ECLI:NL:HR:1986:AC0866, *NJ* 1986, 792, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Keulen/BLG*).

²⁵⁰ Zie HR 25 september 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4232, r.o. 18, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

²⁵¹ Zie par. 4.5.

²⁵² Zie par. 4.4.1.

²⁵³ Zie par. 4.4.2.

hebben dat aandeelhouders blijven doorfinancieren met leningen. Op het moment dat een derde de kraan dicht zou draaien of in het geheel geen krediet zou willen verschaffen, zou een aandeelhouder mogelijk nog wel bereid zijn additionele financiering aan de vennootschap te verstrekken. Door de nauwe betrokkenheid bij de onderneming kan een aandeelhouder wellicht beter en sneller inschatten of een reddingsoperatie een reële kans van slagen heeft. Ten slotte hebben we in ons recht met de faillissementspauliana en de onrechtmatige daad voldoende instrumenten om eventuele excessen als gevolg van het financieren met aandeelhoudersleningen tegen te gaan.

6.2 *Verbod op het bedingen van zekerheden door aandeelhouders?*

6.2.1 *Argumenten voor*

De juridische en de rechtseconomische literatuur is met name kritisch over de situatie dat een aandeelhouder pand- of hypotheekrechten gaat vestigen voor de lening die hij aan de vennootschap heeft verschafft. Volgens een aantal auteurs mogen aandeelhouders om de volgende twee redenen²⁵⁴ in het geheel geen zekerheden bedingen voor het aan de onderneming verstrekte krediet.²⁵⁵

Ten eerste kunnen aandeelhouders door te financieren met gecureerde leningen een spel zonder nieten creëren. Dit doet zich met name voor indien de aandeelhouder de noodlijdende onderneming in leven probeert te houden. Als de zekerheden de lening volledig dekken, kan de aandeelhouder in feite ‘risicovrij’ investeren. Als de reddingspoging succesvol is, dan stijgen de aandelen in waarde. Bleek de reddingsactie echter geen succes te zijn, dan kan de aandeelhouder als separatist zijn zekerheden uitwinnen. In dat geval verliest de aandeelhouder niet meer dan hij kwijt zou zijn geraakt als het faillissement van de onderneming per direct was aangevraagd.²⁵⁶ Het recente faillissement van Intertoys biedt een voorbeeld van een aandeelhouder die waarschijnlijk niets in faillissement zal verliezen. Naar verluidt heeft de Britse aandeelhouder Alteri slechts één euro voor de aandelen in Intertoys betaald en is de lening van circa 10 miljoen euro volledig gedekt met zekerheden. Alteri zal dus aan het langste eind trekken, omdat zij hoogstwaarschijnlijk niet meer dan haar investering van één euro kwijt zal zijn.²⁵⁷ Doordat een aandeelhouder niet wordt geconfronteerd met de negatieve gevolgen van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten, maar wel de voordelen naar zich toe kan trekken als een reddingsoperatie goed heeft uitgepakt, zal elke minuscule kans op succes de aandeelhouder ertoe kunnen aanzetten nog een poging te wagen.²⁵⁸ Een ver-

²⁵⁴ Ook de in paragraaf 6.1.1 genoemde argumenten voor achterstelling spelen hier een rol.

²⁵⁵ Zie Slagter 1988, p. 123; De Weijs 2014, p. 41 en 47; Verse, *German Law Journal* 2008/9, p. 1121-1122; Engert, *ZGR* 2004/33, p. 830-831; Cahn, *EBOR* 2006/7, p. 298-299; Skeel & Krause-Vilmar, *EBOR* 2006/7, p. 271-274. Zie in deze zin ook Barneveld 2014, p. 538.

²⁵⁶ Barneveld 2014, p. 538; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3; De Weijs 2014, par. 4.4 en p. 44-45; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 424-425.

²⁵⁷ Den Brinker & Van der Velden, *FD* 1 maart 2019. Zie ook Van der Velden & Den Brinker, *FD* 9 maart 2019, waaruit volgt dat de pandrechten waarover Alteri beschikt hoogstwaarschijnlijk 80 miljoen euro waard zijn, voldoende dus om haar gehele lening in faillissement terug te krijgen.

²⁵⁸ Barneveld 2014, p. 538; Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3; De Weijs 2014, par. 4.4 en p. 44-45; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 424-425.

bod op het bedingen van zekerheden voor aandeelhoudersleningen zou dit kunnen voorkomen.²⁵⁹

Een tweede reden waarom aandeelhouders geen zekerheden zouden moeten kunnen verkrijgen voor het door hen verstrekte krediet aan de vennootschap, is dat aandeelhouders door de zekerheden een grote mate van invloed kunnen uitoefenen in faillissement. Vanwege de pand- en/of hypotheekrechten kan een aandeelhouder op elk moment de goederen van de vennootschap opeisen. Als de curator met een aspirant-koper in onderhandeling is over een mogelijke doorstart en het staat de aandeelhouder niet aan dat deze kandidaat de onderneming mogelijk gaat kopen, zou de aandeelhouder gebruik kunnen maken van dit recht. Ook kan een aandeelhouder zelf als winnaar uit de bus komen door mee te bieden op de goederen die hij in zekerheid heeft, waarover in paragraaf 6.3 meer.²⁶⁰ Door de aandeelhouder te verbieden zekerheden te bedingen voor de aan de vennootschap verstrekte leningen, verliest de aandeelhouder zijn separatistenpositie en wordt hij gelijk gerangschikt met de concurrente schuldeisers. Daarmee wordt voorkomen dat aandeelhouders nog langer de regie kunnen voeren in faillissement.

6.2.2 Argumenten tegen

Een eerste argument tegen een verbod op zekerheden dat door Barneveld en Corpeleijn wordt aangevoerd, is dat het financieren met geseecureerde aandeelhoudersleningen eerder uitzondering dan regel lijkt te zijn.²⁶¹ Ten eerste zal de vennootschap als een bank in het spel is over weinig activa beschikken die niet zijn belast met een pand- of hypotheekrecht.²⁶² Banken zullen bovendien altijd contractueel bedingen dat een geseecureerde aandeelhouderslening achtergesteld is bij de financiering van de bank.²⁶³ Ten tweede zullen de activa van de vennootschap aanzienlijk in waarde dalen als de onderneming failliet gaat, waardoor er een kans bestaat dat de zekerheden de lening niet volledig zullen dekken. Barneveld en Corpeleijn vragen zich daarom af of aandeelhouders wel geseecureerde leningen zullen verstrekken als bijvoorbeeld een reële kans op overleving van de vennootschap ontbreekt.²⁶⁴ Tegen het eerste argument kan worden ingebracht dat de laatste jaren geregeld praktijkvoorbeelden te zien zijn waarin aandeelhouders financieren met geseecureerde leningen.²⁶⁵ Aandeelhouders nemen bijvoorbeeld de positie van

²⁵⁹ Zie in deze zin ook Skeel & Krause-Vilmar, *EBOR* 2006/7, p. 273: “*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.*”

²⁶⁰ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 612; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 427.

²⁶¹ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3; Barneveld 2014, p. 539. Zie in deze zin ook *Kamerstukken II* 2016/17, Antwoorden van de Ministers van Financiën en van Veiligheid en Justitie op Kamervragen van de leden Nijboer en Recourt (beiden PvdA) over de positie van de aandeelhouder bij faillissementen (ingezonden op 23 november 2016, ontvangen op 16 december 2016), p. 4 (antwoord op vraag 7 en 8).

²⁶² Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3; Barneveld 2014, p. 539.

²⁶³ Barneveld 2014, p. 524; zie ook Haak, *WPNR* 2012/6938, p. 532.

²⁶⁴ Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3; Barneveld 2019, p. 539.

²⁶⁵ Denk hierbij bijvoorbeeld onder meer aan de faillissementen van V&D, McGregor, Mexx, Estro en Intertoys.

de zekerheidsgerechtigde bank over, zoals in het McGregor en het V&D faillissement is gebeurd.²⁶⁶ Daarnaast kan het voorkomen dat de aandeelhouder de enige aan boord is, omdat er nooit bankfinanciering is geweest.²⁶⁷ Met betrekking tot het tweede argument kan worden opgemerkt dat banken en aandeelhouders die voor een lange periode geïnvesteerd hebben in de onderneming inderdaad het risico kunnen lopen dat de bedongen zekerheden na verloop van tijd de financiering niet volledig dekken. Een aandeelhouder die op een bepaald moment heel bewust een lening in de onderneming stopt en adequaat monitort hoe het bedrijf ervoor staat en hoeveel het nog waard is, kan daarentegen wel de maximale dekking voor de verstrekte lening eisen.²⁶⁸ In dat geval blijft het risico van een loterij zonder nieten bestaan.

Een reden waarom het introduceren van een algeheel verbod op verschaffing van zekerheid voor aandeelhoudersleningen echter geen aanbeveling verdient, is dat het verkrijgen van pandrechten en/of hypotheeken een aandeelhouder juist over de streep kan trekken (aanvullende) financiering te verschaffen. Zoals in paragraaf 6.1.2 omschreven, zijn banken terughoudend bij het verschaffen van krediet en zullen andere professionele kredietverschaffers de onderneming ook niet snel van financiële hulp willen voorzien. Aandeelhouders daarentegen, die dichtbij de vennootschap staan, kennen de onderneming het beste en zullen daardoor beter dan een derde kunnen beoordelen of een reële overlevingskans bestaat, waardoor zij meer risico's durven te nemen. Een verbod op zekerheden moet aandeelhouders dan ook niet ontmoedigen leningen aan de vennootschap te verstrekken. Ditzelfde geldt mijns inziens voor private-equitybedrijven die een (meerderheids)belang in de onderneming hebben. Private-equityfirma's investeren niet alleen voor zichzelf, maar ook voor bijvoorbeeld institutionele beleggers die hun geld toevertrouwen aan dit soort fondsen. Private-equityfinanciers dienen een bepaald rendement te behalen om de beleggers tevreden te houden. Als zij zich door een verbod op zekerheden niet meer kunnen indekken tegen het risico van een toekomstig faillissement, dan zullen zij waarschijnlijk niet meer bereid zijn geld in de onderneming te stoppen, terwijl het bedrijf het op dat moment het hardste nodig heeft. De onderneming zal dan snel het loodje leggen, terwijl de aandeelhouder met nieuw krediet het bedrijf mogelijk nieuw leven in had kunnen blazen.

Een bijkomend argument waarom een verbod op het bedingen van zekerheden niet nodig lijkt, is omdat ook in dit geval het onrechtmatigedaadsrecht en de faillissementspauliana bescherming kunnen bieden aan de schuldeisers van de vennootschap. Als een aandeelhouder zekerheden bedingt voor nieuw krediet, is hij uit hoofde van onrechtma-

²⁶⁶ Zie eerste geconsolideerde openbare faillissementsverslag V&D Holding en andere V&D entiteiten, d.d. 9 maart 2016, p. 3; Eerste gecombineerde openbare faillissementsverslag McGregor Fashion Group, d.d. 1 september 2016, par. 8.2; zie ook Den Brinker & R. Smit, *FD* 7 april 2017.

²⁶⁷ Zie bijvoorbeeld het faillissement van SecurCash. Er was geen krediet verleend door een bank, omdat de gehele financiering verliep via de 'cashpool' van de moedervennootschap (eerste openbare faillissementsverslag SecurCash Nederland B.V., d.d. 8 februari 2019, par. 1.5 en 5.1). De aandeelhouder had in dit geval echter geen zekerheden bedongen. In het Shatho faillissement had een aandeelhouder wel zekerheden bedongen. Uit het vonnis van de rechtbank Amsterdam lijkt te volgen dat de aandeelhouder de enige zekerheidsgerechtigde partij was. De onderneming was vanaf haar oprichting al door de moedervennootschap gefinancierd en zij beschikte over pandrechten op alle huidige en toekomstige vorderingen en roerende zaken van de dochtervennootschap. Zie Rb. Amsterdam 23 maart 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BQ0849, r.o. 2.1 t/m 2.18, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shatho*).

²⁶⁸ Dit lijkt bij Intertoys gebeurd te zijn.

tige daad aansprakelijk indien een reële overlevingskans van de onderneming ontbreekt. In de situatie dat de aandeelhouder zekerheden bedingt voor zijn eerder verstrekte lening, kruipt de aandeelhouder in principe voor op de overige crediteuren van de vennootschap, omdat hij zijn positie verbetert van concurrente schuldeiser tot separatist. Om deze reden achten Barneveld en Corpeleijn het mogelijk dat de rechter het voor de schuldeisers lichtere wetenschapsvereiste uit het Nimox-arrest en het Keulen/BLG-arrest toepast. Een aandeelhouder is dan aansprakelijk indien hij ‘ernstig rekening had moeten houden met een tekort’, waaraan geregeld zal zijn voldaan als het schip bijna zinkt.²⁶⁹ In de literatuur bestaat echter discussie over de vraag of de toets van vermogensonttrekking toegepast kan worden in de onderhavige situatie, omdat strikt genomen niets uit het vermogen wordt gehaald.²⁷⁰ Als toch aan het zwaardere voorzienbaarheids-criterium zal moeten worden voldaan, dan zal de rechter zoals hiervoor reeds gezegd de curator of de schuldeisers tegemoet kunnen komen door op de aandeelhouder die tevens formeel (of feitelijk) bestuurder is een verzwaarde motiveringsplicht te leggen.²⁷¹ Daarnaast zou de curator een beroep kunnen doen op de faillissementspauliana om de in het kader van een reddingsoperatie gevestigde zekerheden te vernietigen.²⁷² Een verschuiving in de verhaalspositie levert immers benadeling op.²⁷³ Als de zekerheden binnen een jaar voor de faillietverklaring zijn bedongen voor een niet-opeisbare lening die reeds was verstrekt, dan wordt de curator daarbij ook nog eens geholpen door het bewijsvermoeden van artikel 43 lid 1 sub 2 Fw.²⁷⁴ Het is nog onduidelijk of het onrechtmatigedaadsrecht toegepast kan worden indien sprake is van materiële of nominale onderkapitalisatie van de vennootschap doordat aandeelhouders met gecureerde leningen financieren. Dit neemt echter niet weg dat de rechter in de toekomst ook in dit soort situaties het leerstuk van de onrechtmatige daad kan toepassen om aan buitensporige situaties het hoofd te bieden.²⁷⁵

Tot slot is het geenszins eenvoudig een verbod tot het bedingen van zekerheden vorm te geven. Een eerste vraag die speelt is of alle door de aandeelhouder bedongen zekerheden verboden moeten worden, of enkel die zekerheden die op een bepaald moment door de aandeelhouder zijn gevestigd. In het geval een algeheel verbod op zekerheden zou worden ingevoerd, is het mogelijk dat aandeelhouders geen financieringen meer willen

²⁶⁹ Zie par. 4.4.1.

²⁷⁰ Zie Schoonbrood-Wessels 1993, p. 898; Van Koppen 1998, p. 42-43; Lennarts 1999, p. 223-224. Zie ook par. 4.4.1.

²⁷¹ Zie par. 4.5.

²⁷² Opgemerkt dient te worden dat artikel 42 Fw alleen geldt als de zekerheden onverplicht zijn verschaft. Als aandeelhouders in de kredietovereenkomst opnemen dat de vennootschap verplicht is aanvullende zekerheden te verschaffen als een aandeelhouder daarom vraagt, dan is de curator aangewezen op artikel 47 Fw. Acties op grond van artikel 47 Fw slagen echter zelden.

²⁷³ Zie de drie arresten van de Hoge Raad inzake Van Dooren q.q./ABN AMRO: HR 16 juni 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA6234, NJ 2000/578, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren q.q./ABN Amro I*); HR 8 juli 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT1089, NJ 2005/457, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren q.q./ABN Amro II*); HR 22 december 2009, ECLI:NL:HR:2009:BI8493, NJ 2010/273, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ABN Amro/Van Dooren q.q. III*). Voor wetenschap van benadeling is vereist dat het faillissement en het tekort in faillissement met een redelijke mate van waarschijnlijkheid zijn te voorzien.

²⁷⁴ Zie in deze zin ook Barneveld & Corpeleijn, *TvI* 2014/39, par. 5.3. Het vermoeden van wetenschap van benadeling van artikel 43 lid 1 sub 2 Fw treedt niet in werking in de gevallen dat zekerheid wordt bedongen voor nieuw verstrekt krediet. Zie hiervoor HR 29 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA3762, NJ 2014/9 (*Roeffen q.q./Jaya*).

²⁷⁵ Zie par. 4.4.2 en 4.5.

verstrekken, terwijl de onderneming daarmee wel gered had kunnen worden. De situatie dat een aandeelhouder slechts op een bepaald moment geen zekerheden had mogen bedingen, bijvoorbeeld omdat de vennootschap ondergekapitaliseerd was, zal daarentegen weer tot vele procedures kunnen leiden. Er zullen namelijk geschillen ontstaan over de vraag of de onderneming op het moment van het verstrekken van de zekerheden al dan niet ondergekapitaliseerd was. Een tweede vraag is of een verbod op zekerheden moet gelden voor alle aandeelhouders, of dat een uitzondering gemaakt dient te worden voor aandeelhouders die een klein belang hebben in de onderneming en die bovendien geen controle kunnen uitoefenen op de vennootschap. Een dergelijke uitzondering is verdeelbaar, omdat alleen aandeelhouders die een (redelijk) groot belang hebben in de vennootschap invloed kunnen uitoefenen op de onderneming en daardoor mogelijk misbruik kunnen maken van ‘inside information’. De vraag blijft echter wel waar we precies de grens moeten trekken en waarom. Is dit bijvoorbeeld bij een belang van 10% zoals in Duitsland, of bij een kapitaalsbelang van 25% zoals in Oostenrijk? Zouden daarnaast – net als in Oostenrijk – aandeelhouders met een kleiner belang onder de regeling moeten vallen, mits zij controle kunnen uitoefenen op de vennootschap, bijvoorbeeld omdat zij over de meerderheid van de stemrechten beschikken? In dit laatste geval blijft de vraag bestaan welke ‘controlerende aandeelhouders’ onder de regeling geschaard moeten worden. Een ander nadeel aan een verbod op zekerheden is dat een dergelijk verbod gemakkelijk door aandeelhouders te omzeilen is. Een aandeelhouder kan immers zogenaamde strolieden inzetten die gecureerde leningen aan de vennootschap verstrekken. Het realiseren van een regeling waar alle mogelijke schijnconstructies onder vallen, heeft nogal wat voeten in de aarde. Kort gezegd heb ik er een hard hoofd in dat met een verbod op zekerheden alle ongewenste financieringsconstructies vermeden worden, zonder aandeelhouders te belemmeren de gewenste investeringen te doen. Het verdient mijns inziens de voorkeur de problematiek op te lossen met het onrechtmatigdaadsrecht en de faillissementspauliana, zodat de rechter achteraf aan de hand van open geformuleerde normen in een nieuwe feitelijke situatie de knoop kan doorhakken.

6.2.3 *Tussenconclusie*

Het is niet langer een uitzondering dat aandeelhouders zekerheden bedingen voor de door hen verstrekte lening aan de vennootschap. Uit recente faillissementen blijkt immers dat deze financieringswijze geregeld voorkomt. Door het financieren met gecureerde leningen is het mogelijk dat aandeelhouders de risico's van het voortzetten van de ondernemingsactiviteiten volledig afwentelen op de schuldeisers van de vennootschap. Een aandeelhouder zou namelijk ‘risicovrij’ in de onderneming kunnen investeren als de zekerheden de lening volledig dekken. Baat het immers niet, dan schaad het niet. Daarnaast kunnen aandeelhouders door deze financieringsmethode de regie blijven voeren in faillissement. Een verbod op zekerheden lijkt mij echter niet de juiste manier om de problematiek tegen te gaan. Aan een dergelijk verbod zitten nogal wat haken en ogen aan en het is goed mogelijk dat een regeling meer kapot maakt dan het oplost. Het zal namelijk erg moeilijk zijn een bepaling zo te ontwerpen dat alle ongewenste financieringsconstructies voorkomen worden, maar waarbij aandeelhouders niet ontmoedigd worden gewenste investeringen te doen. Desalniettemin is het zaak dat we goed in het vizier houden dat met het financieren met gecureerde leningen gerommeld kan worden. De curator en de schuldeisers dienen er in dat geval alert op te zijn dat de wapens

van de onrechtmatige daad en de faillissementspauliana in stelling kunnen worden gebracht.

6.3 *Expliciete regels voor de (al dan niet voorverpakte) doorstart?*

Het laatste punt dat ik graag kort wil bespreken, is dat aandeelhouders door het financieren met (gesecureerde) leningen in het faillissement als kopers van de onderneming kunnen optreden. Uit een empirisch onderzoek over de periode van 1 januari 2012 tot en met 1 juli 2014 blijkt dat in 15 van de 37 zogenoemde pre-packs (een voorbereide doorstart van de onderneming na faillissement) een verkoop aan een aandeelhouder of een andere gelieerde partij plaatsvond.²⁷⁶ Ook in Engeland zijn het vaak dezelfde personen die aan het roer blijven staan als een doorstart voor faillissement is voorbereid en na faillissement wordt geëffectueerd.²⁷⁷ Het probleem in dit soort gevallen is dat misbruik op de loer ligt.

Aandeelhouders kunnen bewust op een faillissement aansturen als zij weten dat zij met hun zekerheidsrechten voldoende invloed kunnen uitoefenen om de onderneming schoongewassen uit het faillissement weer onder zich te krijgen.²⁷⁸ De aandeelhouder zal vanwege zijn separatistenpositie de belangrijkste partij zijn bij de beoogd curator aan tafel, omdat hij een controlerende invloed kan uitoefenen op de verkoop van de goederen van de vennootschap. Het risico bestaat echter dat de aandeelhouder (net iets meer dan) de liquidatiewaarde zal bieden, terwijl de going concern-waarde doorgaans veel hoger ligt. Een aandeelhouder kan hierdoor tegen een veel lager bedrag met de schuldeisers afrekenen en zelf de overwaarde incasseren.²⁷⁹ Dit bedrag kan de aandeelhouder ook nog eens voor een (groot) deel verrekenen met de bestaande schulden.²⁸⁰ De pre-pack lijkt zich hierdoor tegen de belangen van de schuldeisers te keren, terwijl de pre-pack er juist toe dient een zo hoog mogelijke opbrengst voor de crediteuren te creëren.²⁸¹

Om de onderhavige problematiek aan te pakken, stelt De Weijs voor om als regel op te nemen dat rechters in het kader van de pre-pack andere gegadigden nog één of twee

²⁷⁶ Zie Hurenkamp, *TvI* 2015/20, par. 4.4. Zie in deze zin ook *Kamerstukken II* 2016/17, Antwoorden van de Ministers van Financiën en van Veiligheid en Justitie op Kamervragen van de leden Nijboer en Recourt (beiden PvdA) over de positie van de aandeelhouder bij faillissementen (ingezonden op 23 november 2016, ontvangen op 16 december 2016), p. 4 en 5 (antwoord op vraag 10); De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 612; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 427. Het is niet duidelijk of dit allemaal aandeelhouders waren die ook (gesecureerde) leningen aan het bedrijf hadden verstrekt.

²⁷⁷ Uit het Graham Report volgt dat dit in twee derde van de 499 pre-packs het geval was. Ook in dit geval is het niet duidelijk of dit allemaal aandeelhouders waren die ook (gesecureerde) leningen aan de onderneming hadden verstrekt. Zie Graham Review into Pre-pack Administration, Report to The Rt Hon Vince Cable MP, juni 2014, onder nr. 7.50. Zie ook De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 612; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 427.

²⁷⁸ Zie Van Andel, *TvI* 2014/37, par. 5; Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 99. Het is ook mogelijk dat een aandeelhouder op een faillissement aanstuurt om de onderneming schoongewassen aan een derde te laten verkopen door de curator, zoals in het faillissement van Intertoys is gebeurd. Alteri hoeft op deze wijze niet meer alle vorderingen te betalen die nog openstaan, maar krijgt wel zelf betaald omdat de gezonde delen van de onderneming zonder schulden worden doorverkocht aan de Portugese investeerder Green Swan. Zie Den Brinker & Van der Velden, *FD* 8 maart 2019.

²⁷⁹ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611-613; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 427.

²⁸⁰ Jonkers, *TvI* 2017/15, p. 91.

²⁸¹ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611-612; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 426.

weken de tijd moet gunnen een concurrerend bod uit te brengen als de onderneming aan de voormalige aandeelhouder wordt verkocht.²⁸² In het huidige wetsvoorstel Wet continuïteit ondernemingen I, waarmee beoogd wordt de pre-pack een wettelijke basis te geven, is tot op heden niet een dergelijke regeling opgenomen.²⁸³ Wel blijkt uit de Memorie van Toelichting dat de wetgever de rechter de mogelijkheid heeft willen geven te bepalen dat derden binnen een redelijke termijn een hoger bod kunnen uitbrengen, met name ingeval de onderneming is verkocht aan een gelieerde partij.²⁸⁴ Volgens De Weijs gaat de wetgever hier niet ver genoeg. Bij elke verkoop aan een aandeelhouder zouden rechters namelijk andere gegadigden de gelegenheid *moeten* geven binnen één a twee weken een bod uit te brengen. Als een derde dan een aantrekkelijker bod uitbrengt, zal de onderneming naar deze partij gaan. Dit zou volgens De Weijs ook het geval moeten zijn als een gegadigde hetzelfde bod uitbrengt, omdat het zijns inziens de voorkeur verdient dat er een andere wind gaat waaien.²⁸⁵

Het voorstel van De Weijs lijkt mij niet helemaal de juiste oplossing voor het probleem te zijn. Allereerst zie ik niet goed in wat het nut is van een regel dat een nieuwe partij de onderneming kan verkrijgen als zij een even hoog bod uitbrengt. In dat geval zal met de verkoop van de onderneming als going-concern immers alsnog niet het hoogst haalbare resultaat voor de schuldeisers bereikt worden, omdat een derde natuurlijk geen hoger bod zal uitbrengen als hij de onderneming ook voor eenzelfde bedrag als de aandeelhouder kan verkrijgen. Daarnaast vraag ik me af of een termijn van één of twee weken niet te kort is om een deugdelijk bod van een externe partij te ontvangen. Het is voor een potentiële koper die buiten de onderneming staat namelijk lastig om binnen zo een korte termijn een goed due diligence onderzoek te doen. Als het voor een derde moeilijk is om goed te onderzoeken welke resultaten er met de onderneming te behalen zijn, zal dit een waardedrukkend effect hebben op het te bieden bedrag. Aandeelhouders hebben ten opzichte van andere gegadigden een enorme voorsprong, omdat zij het bedrijf goed kennen en daarom beter weten wat de onderneming waard is. Om zowel misbruik door aandeelhouders te voorkomen, als een hoge opbrengst voor de schuldeisers te realiseren, zou een mogelijke oplossing kunnen zijn dat de aandeelhouder het bedrijf toch mag kopen, maar enkel onder de voorwaarde dat in de koopovereenkomst een ‘earn-out clause’ wordt opgenomen. Dit houdt kort gezegd in dat contractueel bedongen wordt dat een aandeelhouder naast de basiskoopprijs (het uitgebrachte bod) ook een ‘earn-out’ aan de boedel verschuldigd is als binnen een bepaalde overeengekomen periode is gebleken dat de onderneming veel meer waard is.²⁸⁶ Er vindt met andere woorden een soort nacalculatie plaats ingeval de aandeelhouder een te lage koopprijs heeft betaald. Het is in dit verband wel van cruciaal belang dat in de overeenkomst zorgvuldig wordt vastgesteld hoe en door wie de earn-out berekend wordt, zodat mogelijke conflicten in

²⁸² De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 613; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 429.

²⁸³ Het wetsvoorstel komt volgens De Weijs niet verder dan artikel 363 lid 4 Fw: “*De rechtbank kan aan de aanwijzing (...) [van een beoogd curator, NM] zodanige voorwaarden verbinden als zij nodig oordeelt ter verwezenlijking van het met de aanwijzing beoogde doel, ter versterking van de positie van de beoogd curator of ter behartiging van de belangen van de werknemers van de schuldenaar.*”; zie *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, 2, p. 4; De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 613; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 428-429.

²⁸⁴ Zie *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, 3, p. 14-15; zie ook De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 613; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 429.

²⁸⁵ De Weijs, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 613-614; De Weijs, *ECFR* 2018, p. 429.

²⁸⁶ Zie Evers & Freijser, *TOP* 2009/8, p. 291 en 293.

de toekomst vermeden worden. Bovendien zal de curator er goed aan doen door in de koopovereenkomst op te nemen dat de aandeelhouder een vooraf vastgesteld bedrag verschuldigd is als hij de onderneming binnen de 'earn-out periode' aan een derde doorverkoopt.²⁸⁷ Deze regeling zou aandeelhouders ervan kunnen weerhouden de schuldeisers van de vennootschap te benadelen door op een faillissement aan te sturen en de onderneming vervolgens weer voor een laag bedrag in handen te krijgen.

²⁸⁷ Zie Evers & Freijser, *TOP* 2009/8, p. 292.

7. Samenvatting & conclusie

Het faillissementsrecht dat dient ter bescherming van de schuldeisers, lijkt zich in sommige situaties juist tegen de crediteuren te keren. Aandeelhouders die zich in faillissement willen verzekeren van een uitkering, kunnen hun positie versterken door hun investeringswijze aan te passen. Zo komt het regelmatig voor dat aandeelhouders de onderneming voornamelijk met (al dan niet geseceerde) leningen financieren in plaats van met eigen vermogen. Hierdoor ontstaat het gevaar dat het insolventierisico van de onderneming wordt vergroot en het aandeelhouders aanspoort grotere risico's te nemen dan verantwoord is. Dit is een doorn in het oog van de (preferente en) concurrente schuldeisers van de vennootschap, omdat zij in faillissement vaak het nakijken hebben. Als een aandeelhouder de onderneming ook nog eens financiert met geseceerde leningen, kan hij zelfs in het geheel 'risicovrij' investeren indien de zekerheden de lening volledig dekken. Bovendien kan een aandeelhouder met zijn zekerheden de regie blijven voeren in faillissement, door bijvoorbeeld bewust op een faillissement aan te sturen en de onderneming na faillissement weer voor een laag bedrag in handen te krijgen. De aandeelhouder is dan gemakkelijk van werknemers, schulden en ongunstige contracten verlost en de overwaarde van de onderneming kan hij in een dergelijk geval naar zich toe trekken.

Om de onderhavige problematiek te ondervangen, heeft Duitsland een eenduidige regeling tot categorische achterstelling van aandeelhoudersleningen geïntroduceerd. Aandeelhouders kunnen daar geen leningen aan de vennootschap verstrekken, zonder dat de lening in faillissement wordt achtergesteld. Oostenrijk heeft ervoor gekozen leningen van aandeelhouders te herkwalficeren tot eigen vermogen indien de lening is verstrekt 'ten tijde van een crisis'. In tegenstelling tot Duitsland en Oostenrijk, is (buitencontractuele) achterstelling in Nederland wegens het ontbreken van wettelijke regels niet mogelijk.

De vraag of de wetgever in Nederland een soortgelijke regeling als in Duitsland of Oostenrijk moet invoeren, dient – naar mijn mening – ontkennend te worden beantwoord. Een wettelijke bepaling tot achterstelling kan immers zijn doel voorbijschieten en zelfs een averechts effect hebben. Daarnaast kunnen werknemers, schuldeisers en ondernemingen er belang bij hebben dat aandeelhouders doorfinancieren met leningen om een op zichzelf levensvatbaar bedrijf te redden, zeker in een tijdsgewricht waar banken aan strenge voorwaarden gebonden zijn. Als zich door het financieren met aandeelhoudersleningen situaties voordoen die niet door de beugel kunnen, zal bovendien het onrechtmatigedaadsrecht en de faillissementspauliana te hulp kunnen schieten. Dit verdient mijns inziens zelfs de voorkeur, omdat de rechter aan de hand van open geformuleerde normen in een concrete situatie de mogelijkheid heeft om de verhoudingen weer recht te trekken.

Wat betreft het financieren met geseceerde aandeelhoudersleningen, verdient het geen aanbeveling een verbod tot het bedingen van zekerheid voor aandeelhoudersleningen te introduceren. Een dergelijk verbod zou aandeelhouders immers kunnen ontmoedigen leningen aan de vennootschap te verstrekken, terwijl de onderneming daarmee gered had kunnen worden. Bovendien is het niet eenvoudig een verbod zo vorm te geven dat ongewenste financieringsconstructies vermeden worden, terwijl bonafide reddingsope-

raties wel mogelijk worden gemaakt. Desalniettemin is het van belang dat we er scherp op zijn dat aandeelhouders misbruik kunnen maken van de mogelijkheid om met gese-
cureerde leningen te financieren. De curator en de schuldeisers kunnen dan roeien met
de riemen die we hebben, omdat ook in dit geval met het onrechtmatigedaadsrecht en de
faillissementspauliana buitensporige situaties aangepakt kunnen worden. Ten slotte zal
het misbruik dat bij de pre-pack op de loer ligt voorkomen kunnen worden door in iede-
re koopovereenkomst met een aandeelhouder een earn-out clause op te nemen. Zo
komt de going-concern waarde van de onderneming toch toe aan de schuldeisers van de
vennootschap als achteraf blijkt dat het bedrijf veel meer waard was dan waarvoor de
aandeelhouder de onderneming verkregen heeft. Al met al kunnen we met deze (deels
reeds bestaande) instrumenten er hopelijk voor zorgen dat aandeelhouders de schuldei-
sers en de werknemers van de vennootschap niet als speelbal gaan gebruiken voor eigen
gewin.

Bronvermelding

Literatuur

Abendroth 2014

R.J. Abendroth, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen? don't bite the hand that feeds you*. Preadvies NVR II 2013, Leiden: NVR II 2014.

Altmeppen, NJW 2008

H. Altmeppen, 'Das neue Recht der Gesellschafterdarlehen in der Praxis', *Neue Juristische Wochenschrift* 2008, p. 3601-3608.

Barneveld 2014

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht*, Deventer: Kluwer 2014.

Barneveld & Corpeleijn, TvI 2014/39

J. Barneveld & F. Corpeleijn, 'Financiering met risicomijdend vermogen? Over de aandeelhouderslening in faillissement', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2014/39.

Bäuerle 2017

E. Bäuerle, 'InsO § 39 Nachrangige Insolvenzgläubiger', in: E. Braun (red.), *Insolvenzordnung Kommentar*, München: C.H. Beck 7e editie 2017.

Bork, ZGR 2007

R. Bork, 'Abschaffung des Eigenkapitalersatzrechts zugunsten des Insolvenzrechts?', *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2007, p. 250-270.

Cahn, EBOR 2006/7

A. Cahn, 'Equitable Subordination of Shareholder Loans?', *European Business Organization Law Review* 2006/7, p. 287-300.

Den Brinker, FD 15 juli 2016

G. den Brinker, 'Aandeelhouder moet bloeden bij falen', *Het Financieele Dagblad* 15 juli 2016.

Den Brinker, FD 7 september 2017

G. den Brinker, 'Weer pandrechten bij aandeelhouders failliet McGregor', *Het Financieele Dagblad* 7 september 2017.

Den Brinker & R. Smit, FD 7 april 2017

G. den Brinker & R. Smit, 'McGregor: een doodsstrijd van vijf jaar', *Het Financieele Dagblad* 7 april 2017.

Den Brinker & Van der Velden, FD 1 maart 2019

G. den Brinker & L. van der Velden, 'Doorstart Intertoys onder Portugese investeerder 'zo goed als rond'', *Het Financieele Dagblad* 1 maart 2019.

Den Brinker & Van der Velden, FD 8 maart 2019

G. den Brinker & L. van der Velden, 'Doorstart Intertoys onder Portugese investeerder gaat door', *Het Financieele Dagblad* 8 maart 2019.

De Weijs, WPNR 2008/6751

R.J. de Weijs, 'Vooruit met de achterstelling: over de positie van aandeelhoudersleningen in én voor faillissement', *Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie* 2008/6751, p. 313-320.

De Weijs 2014

R.J. de Weijs, *Nieuwe regels omtrent aandeelhoudersleningen: tussen afdwingbaarheid en onrechtmatigheid in*. Preadvies NVR II 2013 (Amsterdam Law School Legal Studies Research Paper No. 2014-03 and Centre for the Study of European Contract Law Working Paper No. 2014-01), Amsterdam: University of Amsterdam 2014.

De Weijs, Ondernemingsrecht 2016/123

R.J. de Weijs, 'Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren', *Ondernemingsrecht* 2016/123, afl. 17, p. 605-619.

De Weijs, ECFR 2018

R.J. de Weijs, 'Harmonization of European Insolvency Law: Preventing Insolvency Law from Turning against Creditors by Upholding the Debt–Equity Divide', *European Council on Foreign Relations* 2018, p. 403-444.

De Werd 2017

M.M. de Werd, '7.3 Zelfstandige fiscale kwalificatie', in: E. Poelmann e.a. (red.), *Cur-sus Belastingrecht, Formeel Belastingrecht*, Deventer: Kluwer (online, bijgewerkt 17 maart 2017).

Dellinger & Mohr 2004

M. Dellinger & F. Mohr, *Eigenkapitalersatz-Gesetz: Kurzkommentar. Mit den Änderungen von KO, AO, URG und ÜbG durch das GIRÄG 2003*, Wenen: MANZ'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung GmbH 2004.

Engert, ZGR 2004/33

A. Engert, 'Die ökonomische Begründung der Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensfinanzierung', *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2004/33, p. 813-841.

Evers & Freijser, TOP 2009/8

M.W.E. Evers & G.J.P. Freijser, 'Aspecten van earn-outs', *Tijdschrift voor de Ondernemingspraktijk* 2009/8, p. 291-295.

Gelter, Harvard Olin Fellows' Discussion Paper Series 2005/1

M. Gelter, 'The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy', *Harvard Olin Fellows' Discussion Paper Series* No. 4, 2005/1, p. 1-37.

Gelter & Roth 2007, *Harvard Law and Economics Discussion Paper 2/2007*

M. Gelter & J. Roth, 'Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective', *Harvard Law and Economics Discussion Paper* No. 13, 2/2007, p. 40-47.

Groenewegen & Orval 2009

J.L.M. Groenewegen & M.J.H. Orval, 'Rechten van schuldeisers op informatie in faillissement: een begaanbare weg of doodlopend pad?', in: I. Spinath, J.E. Stadig & M. Windt (red.), *Curator en Crediteuren. Insolad Jaarboek 2009*, Deventer: Kluwer 2009.

Gundlach, Frenzel en Strandmann, *NZI* 2008/11

U. Gundlach, V. Frenzel en U. Strandmann, 'Die Insolvenzverwaltung nach den Änderungen durch das MoMiG', *Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht* 2008/11, p. 647-651.

Haak, *WPNR* 2012/6938

F. Haak, 'Achterstelling vanuit bancaire perspectief', *WPNR* 2012/6938, p. 526-532.

Habersack, *ZIP* 2007/46

M. Habersack, 'Gesellschafterdarlehen nach MoMiG: Anwendungsbereich, Tatbestand und Rechtsfolgen der Neureglung', *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2007/46, p. 2145-2153.

Hamwijk, *AA* 55 (2006) 10

D.J.Y. Hamwijk, 'Banken: houd ze te vriend!', *Ars Aequi* 55 (2006) 10, p. 726-728.

Hirte 2019

H. Hirte, '§ 39 InsO Nachrangige Insolvenzgläubiger', in: W. Uhlenbruck (red.), *Insolvenzordnung: InsO*, München: C.H. Beck 15e editie 2019.

Hommelhoff, *ZGR* 1988

P. Hommelhoff, 'Das Gesellschafterdarlehen als Beispiel institutioneller Rechtsfortbildung' *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1988, p. 460-493.

Hoff 2009

G.T.J. Hoff, 'De aandeelhouder als schuldeiser: een ongenode gast?', in: I. Spinath, J.E. Stadig & M. Windt (red.), *Curator en Crediteuren. Insolad Jaarboek 2009*, Deventer: Kluwer 2009.

Huber, *ZIP* 2010/39

U. Huber, 'Gesellschafterdarlehen in GmbH- und Insolvenzrecht nach der MoMiG-Reform', *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2010/39, p. 7-14.

Hurenkamp, *TvI* 2015/20

J.R. Hurenkamp, 'Failliet of fast forward? Een analyse van de pre-pack in de praktijk', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2015/20.

Jonkers, TvI 2017/15

A.L. Jonkers, 'McGregor, de houdgreep van de aandeelhouders en de rechtvaardiging van beperkte aansprakelijkheid', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2017/15, afl. 3, p. 90-100.

Lennarts 1999

M.L. Lennarts, *Concernaansprakelijkheid*, Deventer: Kluwer 1999.

Lennarts & Schutte-Veenstra 2004

M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Versoepeling van het BV-kapitaalbeschermingsrecht* (eindrapport d.d. 31 maart 2014), Groningen: Instituut voor Ondernemingsrecht Groningen 2004.

Muro, EBOR 2007/8

S.A. Muro, 'Economic Reasons for the nonhindrance of Creditors Per Se Rule? A Reply', *European Business Organization Law Review* 2007/8, p. 401-411.

Orval & De Groot, FIP 2011/4

M.J.H. Orval & M.N. de Groot, 'De achtergestelde aandeelhouder(slening)', *Tijdschrift financiering, zekerheden en insolventierechtpraktijk* 2011/4, p. 102-105.

Römermann, NZI 2008/11

V. Römermann, 'Insolvenzrecht im MoMiG', *Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht* 2008/11, p. 641-646.

Santen 1986

A.H.M. Santen, 'Bescherming van kapitaal of van vermogen?' in: *Met recht verenigd. Notariële en privaatrechtelijke opstellen, aangeboden aan prof. P.L. Dijk*, red. G. van der Burght e.a., Arnhem: Gouda Quint 1986.

Schimmelpenninck, TvI 2003/239

R.J. Schimmelpenninck, 'Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?', *TvI* 2003, p. 239-246.

Schmidt & Herchen 2016

K. Schmidt & A. Herchen, 'InsO § 39 Nachrangige Insolvenzgläubiger', in: K. Schmidt (red.), *Insolvenzordnung Kommentar*, München: C.H. Beck 19e editie 2016.

Schoonbrood-Wessels 1993

A.P. Schoonbrood-Wessels, *Aansprakelijkheid in concernverhoudingen: een rechtsvergelijkende studie naar de positie van crediteuren van concernafhankelijke vennootschappen in Duitsland, Frankrijk, Engeland en Nederland*, Deventer: Kluwer 1993.

Selzner & Leuring 2018

H. Selzner & D. Leuring, '§ 7 Gesellschafterdarlehen in der Insolvenz – Eigenkapitalersatz', in: V. Römermann (red.), *Münchener Anwaltshandbuch GmbH-Recht*, München: C.H. Beck 4^e editie 2018.

Skeel & Krause-Vilmar, EBOR 2006/7

D.A. Skeel Jr. & G. Krause-Vilmar, 'Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors', *European Business Organization Law Review* 2006/7, p. 259-285.

Slagter 1988

W.J. Slagter, *Enkele rechtsvergelijkende beschouwingen over moeder-dochterverhoudingen*. Preadvies voor de Nederlandse Vereniging voor Rechtsvergelijking, Deventer: Kluwer 1988.

Tekstra, FIP 2009/1

A.J. Tekstra, 'De praktische afwikkeling van intercompany verhoudingen bij insolventies', *Tijdschrift financiering, zekerheden en insolventierechtpraktijk* 2009/1, p. 26-29.

Timmerman 1990

L. Timmerman, *De stand van het vennootschapsrecht*, Deventer: Kluwer 1990.

Timmerman, Ondernemingsrecht 2009/2

L. Timmerman, 'Grondslagen van geldend ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2009/2, p. 4-13.

Timmerman 2018

L. Timmerman, 'Het Nederlandse vennootschapsrecht tussen 1918 en 2018, enkele schetsmatige opmerkingen', in: H.J. de Kluiver (red.), *100 jaar Handelsrecht. Overheden, toekomst en verleden. Jubileumuitgave Vereeniging 'Handelsrecht' 1918-2018*, Zutphen: Paris 2018.

Van Andel, TvI 2014/37

W.J.M. van Andel, 'Stop met de pre-pack', *Tijdschrift voor Insolventierecht* 2014/37.

Van der Velden & Den Brinker, FD 22 februari 2019

L. van der Velden & G. den Brinker, 'Eigenaar failliet Intertoys vooraan in rij met schuldeisers', *Het Financieele Dagblad* 22 februari 2019.

Van der Velden & Den Brinker, FD 9 maart 2019

L. van der Velden & G. den Brinker, 'Er was niemand die Intertoys op zijn schouders wilde nemen', *Het Financieele Dagblad* 9 maart 2019.

Van Hees 1989

A. van Hees, *Achtergestelde vordering, in het bijzonder de achtergestelde geldlening*, Serie recht en praktijk, deel 51 (tevens dissertatie Nijmegen, 1989), Deventer: Kluwer 1989.

Van Koppen 1998

P.F. van Koppen, *Actio Pauliana en onrechtmatige daadvordering*, Recht en Praktijk, deel 105, Deventer: Kluwer 1998.

Verse, *German Law Journal* 2008/9

D.A. Verse, 'Shareholder loans in Corporate Insolvency – A new approach to an old problem', *German Law Journal* 2008/9, p. 1109-1124.

Warnaar 1989

J.T. Warnaar, 'Civielrechtelijke vragen ten aanzien van het informeel kapitaal', in: *De Maris-bundel*, Deventer: Kluwer 1989.

Wenzel 2005

A. Wenzel, *Wirtschaftsrecht und Rechtsmethodik, Die Fortgeltung der Rechtsprechungsregeln zu den eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen*, Münster: Lit Verlag 2005.

Zehetner & Bauer 2004

J. Zehetner & D.C. Bauer, *Eigenkapitalersatzrecht*, Wenen: LexisNexis 2004.

Zuil, *NU.nl*, 11 februari 2019

Wilbert Zuil, 'Failliete SecurCash stapelde verlies op verlies na overname Brink's', *NU.nl* 11 februari 2019.

Jurisprudentie

Nederland

Hoge Raad

HR 25 september 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4232, *NJ* 1982, 443 (*Osby*).

HR 9 mei 1986, ECLI:NL:HR:1986:AC0866, *NJ* 1986, 792, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Keulen/BLG*).

HR 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *BNB* 1988/217, m.nt. G. Slot.

HR 19 februari 1988, ECLI:NL:HR:1988:AG5761, *NJ* 1988, 487, m.nt. W.C.L. van der Grinten (*Albada Jelgersma*).

HR 8 november 1991, ECLI:NL:HR:1991:ZC0401, *NJ* 1992, 174, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Nimox*).

HR 10 juni 1994, ECLI:NL:HR:1994:ZC1393, *NJ* 1994, 766, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Romme/Bakker*).

HR 5 september 1997, ECLI:NL:HR:1997:ZC2419, *NJ* 1998/437, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Ontvanger/Hamm q.q.*).

HR 16 juni 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA6234, *NJ* 2000/578, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren q.q./ABN Amro I*).

HR 7 juni 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE3796, *NJ* 2002, 608, m.nt. J.B.M. Vranken (*Komdeur q.q./Nationale Nederlanden*).

HR 8 juli 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT1089, *NJ* 2005/457, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren q.q./ABN Amro II*).

HR 16 september 2005, *RvdW* 2005/101 (*De Bont/Bannenberq q.q.*).

HR 8 juni 2007, ECLI:NL:HR:2007:AZ4569, *NJ* 2007/419, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van der Werff q.q./BLG*).

HR 12 september 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD7596, *JOR* 2008/297, m.nt. M.H.J. van Maanen (*Coutts*).

HR 11 september 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH4033, *JOR* 2009/309, m.nt. I. Spinath (*Comsys*).

HR 22 december 2009, ECLI:NL:HR:2009:BI8493, *NJ* 2010/273, m.nt. P. van Schilfgaarde (*ABN Amro/Van Dooren q.q. III*).

HR 20 januari 2012, ECLI:NL:PHR:2012:BU8515 (concl. A-G F.F. Langemeijer), *JOR* 2012/97 (*DCC/Illinois*).

HR 29 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:CA3762, *NJ* 2014/9 (*Roeffen q.q./Jaya*).

HR 7 april 2017, *JOR* 2017/213 (concl. A-G Timmerman), m.nt. G.J.L. Bergervoet (*Jongepier q.q./Drieakker*).

Hof

Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51 (*Carrier I*).

Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:1695, *JOR* 2015/160.

Rechtbank

Rb. Amsterdam 26 juli 2005 (*Carrier I*) (niet gepubliceerd).

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

Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, m.nt. A.J. Tekstra (*Stichting Ambacht*).

Rb. Amsterdam 23 maart 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BQ0849, *JOR* 2011/270 (*De Weijs q.q./Shatho*).

Duitsland

Bundesgerichtshof

BGH 14 december 1959, II ZR 187/57.

BGH 26 november 1979, II ZR 104/77.

BGH 24 maart 1980, *NJW* 1980, 1524.

BGH 26 maart 1984, II ZR 14/84.

BGH 26 maart 1984, II ZR 171/83.

BGH 19 september 1988, *ZIP* 1988, 1248 (*Hamburger Stahlwerke*).

BGH 7 november 1994, II ZR 270/93.

BGH 28 november 1994, *NJW* 1995, 457.

BGH 19 december 1994, *NJW* 1995, 658.

BGH 15 juni 1998, *ZIP* 1998, 1352.

Oostenrijk

Oberster Gerichtshof

OGH 8 mei 1991, 8 Ob 9/91, *SZ* 64/53.

OGH 22 december 1993, 8 Ob 28/93, *RdW* 1994, 143.

OGH 27 juli 1995, 1 Ob 568/95, *RdW* 1996, 13.

OGH 12 september 1996, 8 Ob S 2107/96b, *SZ* 69/208.

OGH 30 oktober 1997, 8 Ob 254/97d, *SZ* 70/232.

Kamerstukken

Nederland

Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3 (Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht).

Kamerstukken II 2014/15, 34218, 2 (Wet continuïteit ondernemingen I).

Kamerstukken II 2014/15, 34218, 3 (Wet continuïteit ondernemingen I).

Kamerstukken II 2016/17, Aanhangsel van de Handelingen, nr. 545, Antwoorden van Minister Van der Steur (Veiligheid en Justitie) op Kamervragen van de leden Nijboer en Recourt (beide PvdA) over berichten ‘*Curator stapt vaker de ring in*’ en ‘*Pandrecht leiden tot meer rechtszaken bij faillissement*’ (ingezonden op 26 oktober 2016, ontvangen op 22 november 2016).

Kamerstukken II 2016/17, Antwoorden van de Ministers van Financiën en van Veiligheid en Justitie op Kamervragen van de leden Nijboer en Recourt (beiden PvdA) over de positie van de aandeelhouder bij faillissementen (ingezonden op 23 november 2016, ontvangen op 16 december 2016).

Kamerstukken II 2017/18, 33695, 17 (de tiende voortgangsbrief d.d. 12 september 2018 over het programma herijking faillissementsrecht).

Kamerstukken II 2018/19, Vragen van de leden Moorlag, Kuiken en Gijs van Dijk (allen PvdA) aan de Staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat en de Ministers voor Rechtsbescherming en van Sociale Zaken en Werkgelegenheid over de gevolgen van het faillissement van Intertoys (ingezonden op 25 februari 2019).

Duitsland

De toelichting bij het Regierungsentwurf des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen, 23 mei 2007 (te raadplegen via www.bmj.de).

Oostenrijk

De toelichting bij het Regierungsentwurf des Eigenkapitalersatz-Gesetzes, 30 april 2002.

Overige bronnen

Commissie Insolventierecht, Voorontwerp Insolventiewet, 1 november 2007.

Graham Review into Pre-pack Administration, Report to The Rt Hon Vince Cable MP, juni 2014.

Faillissementsverslag Estro nummer 1a periode stille bewindvoering, d.d. 22 juli 2014.

Openbaar faillissementsverslag Estro, d.d. 28 november 2014.

Eerste geconsolideerde openbare faillissementsverslag Mexx Europe B.V. en de andere Mexx entiteiten, d.d. 22 februari 2015.

CBS, *Faillissementen: oorzaken en schulden 2015*, Den Haag: Wetenschappelijk Onderzoek- en Documentatiecentrum 2016.

Eerste geconsolideerde openbare faillissementsverslag V&D Holding en andere V&D entiteiten, d.d. 9 maart 2016.

Eerste gecombineerde openbare faillissementsverslag McGregor Fashion Group, d.d. 1 september 2016.

Eerste openbare faillissementsverslag Doniger Fashion Group c.s., d.d. 25 oktober 2017.

Eerste openbare faillissementsverslag SecurCash Nederland B.V., d.d. 8 februari 2019.