

Een onderzoek naar de juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen

Een voorzet van een juridisch raamwerk



Auteur: Sophie van Dijk
Opleiding: TLS Master Ondernemingsrecht
Plaats en datum: Tilburg, 16 augustus 2019

Een onderzoek naar de juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen

Een voorzet van een juridisch raamwerk

Auteur: Sophie van Dijk
ANR: 944426
SNR: 2011314
Scriptiebegeleider: dhr. G.J.H. van der Sangen
Opleiding: TLS Master Ondernemingsrecht
Plaats en datum: Tilburg, 16 augustus 2019

Voorwoord

Voor u ligt de scriptie 'De juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen'. Deze scriptie is geschreven ter afsluiting van de master Ondernemingsrecht aan de Universiteit van Tilburg.

Zoals uit de praktijk blijkt, wordt veelvuldig gebruik gemaakt van een aandeelhouderslening. Een onderneming heeft immers geld nodig om te kunnen functioneren. Door dit onderzoek ben ik te weten gekomen dat deze vorm van financiering vanwege een leemte in de wet echter gevoelig is voor het maken van misbruik daarvan.

Dat deze wijze van financiering geen wettelijke kaders kent, heeft mij ertoe gesterkt een onderzoek te verrichten naar de juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen aan een besloten vennootschap middels een interne rechtsvergelijking tussen het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht. Door middel van een raamwerk zal uiteindelijk duidelijk worden welke mogelijkheden de wet biedt om misbruiksituaties te voorkomen dan wel tegen te gaan.

Op deze plaats past tevens een woord van dank. Ten eerste wil ik mijn scriptiebegeleider, de heer Van der Sangen, hartelijk danken voor zijn goede begeleiding en de zeer bruikbare adviezen en feedback, welke ik als zeer waardevol heb beschouwd gedurende mijn afstudeertraject. Daarnaast wil ik mijn ouders en vriend bedanken voor de steun tijdens deze periode en mijn studiemaatje Guusje voor de gezellige koffiemomenten en de interessante discussies. Al met al, na dit toch wel intensieve traject een mooi moment om mijn studie af te ronden en het werkende leven te starten.

Vanzelfsprekend wens ik u veel leesplezier toe.

Sophie van Dijk

Breda, augustus 2019

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	2
Gebruikte afkortingen	4
Hoofdstuk 1 Inleiding.....	6
1.1 Probleemanalyse	6
1.2 Financieringsmogelijkheden vennootschap.....	10
1.3 Doel en functie aandeelhouderslening	11
1.4 Centrale vraagstelling	13
1.5 Afbakening en onderzoeksmethoden	14
Hoofdstuk 2 Economische kanttekeningen bij de aandeelhouderslening.....	16
2.1 Inleiding	16
2.2 Onderscheid eigen vermogen en vreemd vermogen.....	16
2.3 Efficiency	20
2.4 Voor- en nadelen van de (achtergestelde) aandeelhouderslening.....	21
2.5 Conclusie.....	23
Hoofdstuk 3 Het vennootschapsrechtelijke thema	24
3.1 Inleiding	24
3.2 Uitgangspunt aansprakelijkheid besloten vennootschap	24
3.3 Misbruik voorkomen (ex ante).....	25
3.4 Misbruik tegengaan (ex post).....	30
3.5 Conclusie.....	37
Hoofdstuk 4 Het privaatrechtelijke thema	40
4.1 Inleiding	40
4.2 De privaatrechtelijke duiding van een aandeelhouderslening.....	40
4.3 Gevolgen kwalificatie en misbruik voorkomen (ex ante).....	43
4.4 Misbruik tegengaan (ex post).....	48
4.5 Conclusie.....	51
Hoofdstuk 5 Het fiscaalrechtelijke thema	54
5.1 Inleiding	54
5.2 Klassieke stelsel: dividend versus rente.....	54
5.3 De fiscaalrechtelijke kwalificatie van de aandeelhouderslening.....	55
5.4 Misbruik voorkomen (ex ante).....	58
5.5 Conclusie.....	61
Hoofdstuk 6 Conclusie.....	63
Literatuurlijst.....	67

Gebruikte afkortingen

A-G	Advocaat-Generaal
AA	Ars Aequi
aant.	aantekening
afl.	aflevering
art.	artikel
AIFM	<i>Alternative Investment Fund Manager</i>
BNB	Beslissingen in Belastingzaken. Nederlandse Belastingrechtspraak
B.V.	besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
Concl.	conclusie
d.d.	de dato
diss.	dissertatie
e.a.	en andere(n)
e.v.	en volgende
ECLI	European Case Law Identifier
etc.	et cetera
EZ	Economische Zaken
FD	Financieel Dagblad
FIP	Tijdschrift Financiering, Zekerheden en Insolventierechtpraktijk
FR	Tijdschrift voor Financieel Recht
Fw	Faillissementswet
Hof	Gerechtshof
HR	Hoge Raad
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
INSOLAD	Vereniging Insolventierecht Advocaten
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
Ltd.	<i>Limited</i> (Engelse vorm van de B.V.)
m.a.w.	met andere woorden
m.nt.	met noot (van)
MAB	Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie
MM	Markt & Mededinging

MvT	Memorie van Toelichting
MvV	Maandblad voor Vermogensrecht
N.V.	naamloze vennootschap
nr.	nummer
O&F	Onderneming & Financiering
OK	Ondernemingskamer
p.	pagina
PHR	Parket bij de Hoge Raad
q.q.	qualitate qua
r.o.	rechtsoverweging
Rb.	Rechtbank
red.	redactie
resp.	respectievelijk
RI	Rechtspraak Insolventierecht. Praktisch bewerkt
RJ	Raad voor de Jaarverslaggeving
TFO	Tijdschrift voor Fiscaal Ondernemingsrecht
TOP	Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk
Tvl	Tijdschrift voor Insolventierecht
TvOB	Tijdschrift voor vennootschapsrecht, rechtspersonenrecht en ondernemingsbestuur
V-N	Vakstudie Nieuws
V&O	Vennootschap & Onderneming
VPB 1969	Wet op de vennootschapsbelasting 1969
Wet DB	Wet op de dividendbelasting 1965
Wet Flex-BV	Wet tot vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht
Wet IB 2001	Wet inkomstenbelasting 2001
Wft	Wet op het financieel toezicht
WFR	Weekblad Fiscaal Recht
WHOA	Wetsontwerp homologatie onderhands akkoord
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie

Hoofdstuk 1 Inleiding

1.1 Probleemanalyse

De Nederlandse wetgeving besteedt weinig aandacht aan de positie van aandeelhouders in een faillissement. Vanwege het uitgangspunt dat een aandeelhouder risicodragend vermogen verschafft aan de vennootschap, geldt dat aandeelhouders in een faillissement in beginsel (vrijwel) niets van hun geld terugzien. Vanzelfsprekend is het voor het bestaansrecht van vennootschappen van groot belang kapitaal aan te trekken. Dit kan op verschillende manieren. Naast de veelal ingezette constructie als een uitgifte van aandelen die door aandeelhouders worden volgestort, hetgeen in paragraaf 1.2 kort wordt toegelicht, kan voor het aantrekken van vermogen tevens gebruik worden gemaakt van een aandeelhouderslening. Echter, de meningen over de toelaatbaarheid van deze financieringsconstructie lopen nog steeds, zo blijkt uit literatuurstudies, sterk uiteen.

Uit literatuuronderzoek blijkt daarnaast dat meerdere auteurs, zoals Lennarts en Schutte-Veenstra¹, pleiten voor een wettelijke regeling omtrent de aandeelhouderslening. Ook Barneveld merkt in zijn proefschrift op dat er discussie gevoerd kan worden over de vraag om aandeelhoudersleningen in faillissement achter te stellen ten opzichte van overige vorderingen en over de wenselijkheid van een daartoe strekkende wettelijke regeling.² Dit terwijl Hoff zich op het standpunt stelt dat een curator in een faillissement al voldoende middelen heeft om op te treden tegen financieringsconstructies die overige schuldeisers benadelen.³ Ter verdieping – en met als uiteindelijk middel een interne rechtsvergelijking – zal dit onderzoek zich richten op drie rechtsgebieden, te weten het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht.

Het vennootschapsrechtelijke thema

Ten eerste kent het fenomeen van de belangenverstremming, enerzijds die van aandeelhouder en anderzijds die van schuldeiser, in Nederland geen wettelijke vennootschapsrechtelijke regeling.⁴ Hierdoor ontstaat de mogelijkheid om de rol als aandeelhouder uit te voeren, maar tegelijkertijd ook de mogelijkheid om misbruik van deze positie te maken.⁵ Een aandeelhouder kan immers misbruik maken van zijn bevoegdheid als aandeelhouder door de vennootschap betalingen te laten verrichten waardoor de schade van die aandeelhouder in een faillissement wordt beperkt. Dit terwijl een aandeelhouder met

¹ Lennarts & Schutte-Veenstra 2004, p. 127-132.

² Barneveld 2014, p. 525.

³ Hoff, in: *INSOLAD Jaarboek* 2009, p. 19-37.

⁴ Zie ook Weijs, de, *WPNR* 2008/6751, p. 313 en 320.

⁵ Wat in het kader van dit onderzoek onder de definitie 'misbruik' wordt verstaan, wordt aan het eind van deze paragraaf nader uitgewerkt.

doorslaggevende zeggenschap mogelijk voorziet of behoort te voorzien in (toekomstige) continuïteitsproblemen waarin de vennootschap kan komen te verkeren. Deze handelingen kunnen leiden tot een onrechtmatig handelen van de aandeelhouder op basis van een onrechtmatige daad ex artikel 6:162 van het Burgerlijk Wetboek (hierna: BW) dan wel de faillissementspauliana ex artikel 42 e.v. van de Faillissementswet (hierna: Fw). Een belangrijke vraag ten aanzien van aandeelhouders in de hoedanigheid van schuldeiser is of de vennootschap zich niet anders gaat gedragen indien de aandeelhouder een belangenverstrengeling heeft.⁶ Daarnaast kan men zich de vraag stellen of het is toegestaan dat aandeelhouders door het aangaan van een lening met een vennootschap hun ondernemingsrisico's afwentelen op schuldeisers. De praktijk laat zien dat *private equity* ondernemingen, naast instrumenten als een *debt push-down*⁷, met enige regelmaat gebruik maken van aandeelhoudersleningen. In hun recente onderzoek omschrijven Boot, Ligterink en Martin *private equity* als volgt. Een participatiemaatschappij creëert een beleggingsfonds waaruit investeringen voortvloeien. Dit fonds ontvangt vervolgens een kapitaalinjectie door de *private equity* onderneming. Ondertussen wordt ook kapitaal verkregen van andere partijen, doorgaans institutionele beleggers zoals pensioenfondsen of vermogende particuliere beleggers. Het fonds investeert uiteindelijk in meerdere overnames van ondernemingen. Een financiering met dergelijke schulden biedt voornamelijk belastingvoordelen vanwege gedeeltelijke rentebetalingen.⁸ Doordat Nederlandse bedrijven steeds vaker buitenlandse (Angelsaksische) aandeelhouders hebben, slaat de traditionele belangenafweging tussen alle betrokkenen door naar een onevenredige bevoordeling van enkel de aandeelhouder. Om deze reden hebben Nijboer en Groot een initiatiefnota ingediend waarin verdere aandacht wordt besteed aan de bescherming van bedrijven tegen *private equity* investeerders en het treffen van maatregelen die gericht zijn op het bestrijden van excessen van dergelijke investeringsfondsen. Het uiteindelijke doel is het bedrijfsleven weerbaarder maken ten opzichte van aandeelhouders die alleen zijn ingestapt om snelle winst te behalen.⁹ Hierover later meer.

⁶ Let wel, hier wordt niet mee bedoeld een tegenstrijdig belang in de zin van de wet. De wettelijke regeling van een tegenstrijdig belang zoals opgenomen in Boek 2 BW ziet op bestuurders dan wel commissarissen of aandeelhouders die tevens bestuurder zijn en verhindert dat deze organen aan de beraadslaging en besluitvorming mogen deelnemen indien zij een direct of indirect persoonlijk belang hebben dat strijdig is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Zie art. 2:239 lid 6 BW.

⁷ *Private equity* wordt gezien als een alternatieve wijze van financiering dat voorziet in kennis en netwerk van experts in een bepaalde sector. Een *debt push-down* is een verschijnsel binnen de wereld van *private equity* waarbij een overnameschuld zo dicht mogelijk bij de activa van de groep komt om onder meer optimaal gebruik te kunnen maken van fiscale renteaftrekmogelijkheden. Zie Krings, *V&O* 2014, nr. 2, p. 15.

⁸ Ligterink e.a. 2017, p. 3.

⁹ *Kamerstukken II* 2014/15, 34267, 2. Middels een brief heeft Minister Kamp van EZ op 25 maart 2016 laten weten de motie zoals ingediend door Nijboer en Groot te ontraden (*Kamerstukken II* 2015/16, 34267, 7).

Relevante vragen in het licht van een mogelijke afwenteling van het ondernemersrisico zijn voorts of het handelen van aandeelhouders kan leiden tot een aansprakelijkheid op grond van de onrechtmatige daad en wanneer het leerstuk omtrent de doorbraak van aansprakelijkheid van toepassing is. Deze leerstukken worden in hoofdstuk 3 behandeld.

Het privaatrechtelijke thema

Ten tweede scheppen de wet en rechtspraak vooralsnog geen duidelijkheid over de kwalificatievraag; dient een aandeelhouderslening te worden gezien als enerzijds vreemd vermogen of anderzijds als een verkapte vorm van eigen vermogen en wat zijn de gevolgen hiervan? Doordat aandeelhouders zelf geld kunnen lenen aan de vennootschap waar zij aandeelhouder van zijn, kan een vennootschap immers in theorie op € 0,01 na in zijn geheel met aandeelhoudersleningen worden gefinancierd, wat geldt als een symbolisch kapitaal.¹⁰ Verder komt aan bod of een aandeelhouderslening achtergesteld dient te worden bij de overige schuldeisers in een faillissement? Zo is bijvoorbeeld een enkele keer door rechtbanken aangenomen dat een aandeelhouderslening een vorm van informele kapitaalverschaffing is.¹¹ Verder wordt aandacht besteed aan de gevolgen van bepaalde rechtshandelingen, de privaatrechtelijke schijnhandeling en de wettelijke mogelijkheden om achteraf misbruik tegen te gaan. Dit privaatrechtelijke thema zal in hoofdstuk 4 aan bod komen.

Het fiscaalrechtelijke thema

De kwalificatie van de lening is uiteindelijk relevant voor het fiscaal recht, hetgeen nader wordt uitgewerkt in hoofdstuk 5. Bij dit rechtsgebied duiken immers vraagstukken op met betrekking tot de renteaftrek(beperkingen) en bepaalde voorwaarden die de fiscus stelt. Indien de lening als vreemd vermogen van de vennootschap wordt gekwalificeerd, zal er een renteaftrek plaatsvinden. Indien het als (verkapte vorm van) eigen vermogen wordt gezien, zal daarentegen vergoeding die de vennootschap betaalt voor de ontvangen lening niet van de winst afgetrokken kunnen worden en heeft het ook gevolgen voor de toepassing van de vennootschapsbelasting. Ook hieromtrent lopen de meningen uiteen. Onlangs oordeelde de Rechtbank Noord-Holland bijvoorbeeld dat de besloten vennootschap in kwestie de rente op de aandeelhouderslening niet in aftrek kon brengen, daar sprake was van een deelnemerschapslening.¹²

¹⁰ Sangen, van der, *TFO* 2013/127.

¹¹ Hof Amsterdam 31 maart 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ1687. Zie ook Rb. Amsterdam 26 juli 2005 (*Carrier 1*), r.o. 7.5 (niet gepubliceerd).

¹² Rb. Noord-Holland 16 november 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:9865. In deze kwestie oordeelde de rechtbank dat de aandeelhouderslening werd verstrekt door de enige aandeelhouder van de besloten vennootschap, terwijl de door die aandeelhouder verstrekte gelden afkomstig waren van de investeerders die tevens aandeelhouder zijn van de vennootschap. De aandeelhouderslening functioneerde volgens de rechtbank de facto als eigen vermogen van de vennootschap. Zie voor

Het 'misbruikarakter' gedefinieerd

Zoals hieronder uit de centrale onderzoeksvraag zal blijken, loopt als rode lijn door dit onderzoek het 'misbruik' maken van een aandeelhouderslening. Het Nederlandse wettelijk stelsel zoals opgenomen in het BW kent een zogeheten gesloten systeem van voorrangrechten, inhoudende het gelijke recht van schuldeisers onderling om, na voldoening van de executiekosten, uit de netto-opbrengst van de goederen van hun schuldenaar te worden voldaan naar evenredigheid van ieders vordering (zie artikel 3:277 lid 1 BW).¹³ Wessels is van mening dat het uitgangspunt dat in faillissement een gelijke behandeling van de niet bevoorrechte crediteuren een essentieel wettelijk vereiste is, een wezenskenmerk van ons faillissementsrecht is.¹⁴ Enkel de door de wet erkende redenen van voorrang gelden als uitzondering, te weten het pandrecht, het recht van hypotheek, het voorrecht en andere in de wet aangegeven gronden van voorrang.¹⁵

De aandeelhouder is op grond van dit zogeheten *paritas creditorum*-beginsel geen crediteur. Met het misbruikarakter wordt in dit onderzoek dan ook bedoeld op de schuldeiser die de bijzonderheid heeft dat hij tegelijkertijd ook aandeelhouder is. Hierin zit mogelijk een misbruikelement. In de praktijk ziet men, in concernverhoudingen, *at arm's length* (m.a.w. op zakelijke condities zodat er geen verkapte winstverdeling ontstaat) aandeelhouders als eigen vermogensverschaffer, of het nu gaat om een marginale eigen vermogensverschaffing of een aanzienlijke vermogensverschaffing. Er zal aldus mijns inziens pas sprake zijn van misbruik als de aandeelhouder door zijn bijzondere positie van aandeelhouder en tevens schuldeiser in staat is voor te dringen in de rang van schuldeisers. Ofwel kan hij voordringen als aandeelhouder, maar eveneens doordat de aandeelhouder schuldeiser is met de bijzondere positie van aandeelhouder en daardoor zijn aandeelhouderschap gebruikt of misbruikt om in de *paritas creditorum* verhoudingen misbruik te maken.

Een belangenverstrengeling zoals hiervoor uiteengezet, ziet men veelal terug in de praktijk. In de McGregor-zaak konden de vier aandeelhouders met hun zekerheidsrechten bieden op de voorraden, waarna dat geld aan hen zou toekomen. Echter, na één week onderhandelen over de uitgebrachte biedingen wezen de aandeelhouders de bieding af die betrekking had op vrijwel alle activiteiten van de McGregor Fashion Group, omdat zij deze te laag vonden in

de criteria voor het aannemen van een deelnemerschapslening punt 44 van voornoemd arrest en HR 11 maart 1998, ECLI:NL:HR:1998:AA2453, BNB 1998/208c.

¹³ De gelijke rang betekent dat noch de datum van de vordering noch het beslag voorrang heeft. Zie Asser/Van Mierlo 3-VI 2016/6. Zie ook Parl. Gesch. Boek 3 NBW, p. 856.

¹⁴ Wessels 2009, p. 13.

¹⁵ Asser/Van Mierlo 3-VI 2016/8.

verhouding met de waarde van de verpande activa.¹⁶ Ook winst volgend uit een eventuele doorverkoop komt deze aandeelhouders ten goede.¹⁷ In het faillissement van Intertoys waren alle activa verpand aan (indirect) aandeelhouder Alteri, die vanwege zijn positie als aandeelhouder en tevens investeerder op elk moment de voorraden kan opeisen en kandidaten voor een mogelijke doorstart kan weigeren.¹⁸

1.2 Financieringsmogelijkheden vennootschap

Vanzelfsprekend is het voor een onderneming belangrijk om kapitaal aan te trekken. Aandeelhouders zijn sinds de nieuwe wetgeving echter niet verplicht een bedrag aan eigen vermogen te verschaffen. Het aantrekken van kapitaal kan op verschillende manieren.

Uitgifte van aandelen

De meest voorkomende manier is de uitgifte van aandelen die door aandeelhouders worden volgestort; een kapitaalverschaffing in de vorm van eigen vermogen. Als gevolg van zo'n storting verbetert het eigen vermogen van de onderneming en de aandeelhouder krijgt op een later moment een uitkering in de vorm van dividend. Nadelig aan de storting is echter dat aandeelhouders bij een faillissement achter het net vissen, daar zij niet als schuldeiser worden aangemerkt. Hun vorderingen worden zelfs achtergesteld op de concurrente schuldvorderingen. Feit is zelfs dat zelden een volledige uitkering aan concurrente schuldeisers wordt gedaan.¹⁹ Tevens zal er, nu het eigen vermogen betreft, geen renteaftrek plaatsvinden. Het voordeel van een uitgifte van aandelen is daarentegen dat het de solvabiliteit bepaalt op grond waarvan banken bereid zijn krediet te verstrekken.²⁰

Aandeelhouderslening

Een tweede manier, die centraal staat in dit onderzoek, is de aandeelhouderslening. De aandeelhouder stort hier niet zijn geld op de aandelen, maar verstrekt – mogelijk in plaats van de bank – een geldlening aan de vennootschap. Wanneer bij de lening is afgesproken dat de

¹⁶ Zie het eerste openbaar verslag ex art. 227 resp. 73a Fw inzake de McGregor Fashion Group d.d. 1 september 2016, p. 25 (beschikbaar via www.insolventies.rechtspraak.nl).

¹⁷ Op 29 juni 2016 is het faillissement van McGregor Fashion Group Holding B.V. uitgesproken (F.13/16/301), nadat de surseance van betaling werd beëindigd. Het betreft een gecombineerd faillissement van 13 vennootschappen waarvan McGregor Fashion Group Holding B.V. aan het hoofd staat. In hoofdstuk 3 zal dit faillissement nader worden toegelicht.

¹⁸ Zie het eerste geconsolideerde openbaar verslag inzake het failliete Intertoys Holding B.V. (F.13/19/76) d.d. 10 april 2019, onder punt 3 Activa.

¹⁹ Uit een meting in 2015 door het CBS blijkt dat in de categorie 'Bedrijven en instellingen' aan overige preferente crediteuren (geen UVW en fiscus) en concurrente schuldeisers slechts 1,6% van de totale schuld ad 3,5 miljard euro is terugbetaald. Zie hiervoor het Rapport Faillissementen oorzaken en schulden 2015 via www.rijksoverheid.nl.

²⁰ Een bankfinanciering is mijns inziens in beginsel geen startkapitaal, maar een financiering met vreemd vermogen. De bank zal een lening en/of krediet aan de vennootschap verstrekken na het vaststellen van de rente, het bedingen van zekerheid en een onderzoek naar moraliteit en de financiële stand van zaken van de onderneming. Zie ook Pitlo/Raaijmakers e.a. 2017, p. 235.

aandeelhouder ook nog zekerheden verwerft in ruil voor het verschaffen van de lening, verandert de positie van de aandeelhouder bij een uiteindelijk faillissement en is het gevolg dat de aandeelhouder met zijn bedongen pand- en/of hypotheekrechten vooraan in rang komt te staan. Overige schuldeisers staan daardoor met lege handen. Deze zekerheden kunnen bestaan uit onder andere pandrechten op vorderingen, activa, voorraden van de vennootschap of auteursrechten. Bij een faillissement en de afweging tot het realiseren van een doorstart kan een curator niet om de aandeelhouder met zekerheidsrechten heen. Zo hadden bijvoorbeeld ook de aandeelhouders van McGregor pandrechten gevestigd op voorraden, merkrechten en aandelen van dochterbedrijven, waardoor het – feitelijk gezien – de aandeelhouders waren in plaats van de curator die bepaalden aan wie de zaken werden verkocht. Ook konden de aandeelhouders in deze situatie zeven biedingen tegenhouden. Deze status maakte de aandeelhouders tot de belangrijkste schuldeisers in het faillissement. Voorts is opvallend in deze zaak dat de curator de verkoopopbrengsten heeft gebruikt om eerst de leningen ten bedrage van € 32 miljoen aan de vier aandeelhouders c.q. schuldeisers af te lossen. Het resterende is naar de overige schuldeisers gegaan. Verder bleek dat investeerder Alteri, zoals gezegd, in het recent failliet verklaarde Intertoys door zijn positie als aandeelhouder en schuldeiser voor zichzelf een beschermingsconstructie in het leven kunnen roepen waardoor hij in het faillissement de hoogste rang heeft, zelfs nog boven de fiscus.²¹

1.3 Doel en functie aandeelhouderslening

Daar de besloten vennootschap een kapitaalvennootschap is, is de start van het (eigen) vermogen van de vennootschap het kapitaal dat bij de oprichting wordt gerealiseerd. Dit wordt bijeengebracht of gefinancierd door de uitgifte van aandelen en door het creëren van reserves. Nu door de invoering van de Wet Flex-BV de minimum kapitaaleis is komen te vervallen, kan de besloten vennootschap vandaag de dag gefinancierd c.q. opgericht worden met slechts € 0,01, ook indien dit enkel tot stand is gekomen middels een aandeelhouderslening.²²

Zoals het kabinet meerdere malen heeft laten blijken, heeft het Nederlandse bedrijfsleven een behoefte aan een uitbreiding van de financieringsmogelijkheden en een toename van het aanbod van risicodragend vermogen. In tijden van financiële crisis is, zo blijkt, een sterke afhankelijkheid van banken nadelig voor de economie. Zeker *start-ups* die nog niet beschikken

²¹ Zie Brinker, den, & Velden, van der, *FD* 22 februari 2019 en Koenis, *RTLZ* 22 februari 2019. Op 9 april 2019 heeft de Minister voor Rechtsbescherming kamervragen beantwoord over de gevolgen van het faillissement van Intertoys. De aard van de vragen ziet op onder meer de situatie van de pandrechten van de eigenaar van Intertoys op de failliete boedel en of deze pandhouder bij de afwikkeling van het faillissement voorrang heeft op andere schuldeisers. De minister gaat niet in op deze specifieke praktijksituatie en laat dit aan de curator over. Ook betreft het de vraag of de aandeelhouders het normale ondernemersrisico op schuldeisers afschuiven. Deze vraag wordt door de minister ontkennend beantwoord. Zie *Aanhangsel Handelingen II* 2018/19, 2273.

²² *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, 3 (MvT). Zie ook Wolf 2013, p. 40.

over een regelmatige *cash flow*, hebben moeite een bancair krediet te verkrijgen. Om die reden wordt ook de financieringsvorm *venture capital* steeds populairder. *Private equity* investeerders verstrekken steeds vaker kapitaal aan bedrijven in financieel zwaar weer.²³ *Venture capital* is, naast een *buyout*²⁴, een van de belangrijkste vormen van *private equity*.

Daarnaast wordt, zoals eerder vermeld, steeds meer gebruik gemaakt van een aandeelhouderslening. In plaats van het storten van geld op aandelen zal deze financieringsvorm doorgaans ingezet worden zodat de vennootschap in haar financieringsbehoeften kan voorzien, en wel in de vorm van een geldlening. Een mogelijkheid is om additionele contractuele zekerheidsrechten te bedingen op de activa van de vennootschap. Reeds vóór de invoering van de Wet Flex-BV werd door aandeelhouders gekozen voor het verstrekken van vreemd vermogen aan de vennootschap. Een wettig middel, nu de wetgever niet heeft bedoeld de aandeelhouder te dwingen risicodragend kapitaal te verschaffen. Voor de aandeelhouder is het verstrekken van een geldlening aan de vennootschap eveneens een mogelijkheid om in een faillissement in een concurrente positie komen te verkeren in plaats van een achtergestelde positie. Van dit laatste is immers sprake wanneer de aandeelhouder het bedrag zou storten als kapitaal of agio.²⁵ De controlerende aandeelhouder heeft in dit kader echter wel een zorgplicht, zo blijkt uit de *PCM-* en *Sobi/Hurks II*-arresten.²⁶ In deze laatste zaak ging het onder meer om de vraag of de moedermaatschappij haar zorgplicht al dan niet in voldoende mate is nagekomen. De zorgplicht vanuit de moedermaatschappij ziet op de schuldeisers van de dochtermaatschappij. Met dit criterium verklaart de Hoge Raad de Beklamel-norm derhalve van toepassing ten aanzien van concernverhoudingen.²⁷

Een aandeelhouderslening wordt aldus met enige regelmaat verstrekt in tijden van economisch zwaar weer. De vennootschap dient in het kader van een herstructurering immers voldoende middelen te hebben om aan haar operationele betalingsverplichtingen te blijven voldoen. In zo'n periode kan het voor de vennootschap doorgaans lastig zijn om kapitaal aan te trekken, onder meer daar banken terughoudend kunnen zijn in het verstrekken van leningen. Daarnaast zal een emissie van nieuwe aandelen meestal niet de voorkeur verdienen. Bij een dergelijke risicovolle financiering treedt immers een verstoring op van de

²³ *Kamerstukken II* 2015/16, 34267, 3.

²⁴ Een *buyout* is een overname van een onderneming waarin het *private equity* fonds over het algemeen de meerderheid van de aandelen heeft in ruil voor een kapitaalinjectie. Zie ook Ligterink e.a. 2017, p. 1.

²⁵ Barneveld 2014, p. 523.

²⁶ HR 21 december 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD4499, *NJ* 2005, 96, m.nt. Kortmann (*Sobi/Hurks II*), Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BC1657, *JOR* 2008, 39 en Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *JOR* 2010, 189.

²⁷ HR 6 oktober 1989, *NJ* 1990, 286, m.nt. Maeijer (*Beklamel*).

zeggenschapsverhouding tussen aandeelhouders. Tevens kan na een nieuwe emissie een lagere koers volgen waardoor de vooruitzichten minder aantrekkelijk zijn.²⁸ Vennootschappen wenden zich voor het aantrekken van kapitaal dan ook veelal tot aandeelhouders.²⁹ Uit rechtspraak blijkt dat een additionele financieringsplicht in het algemeen niet van een aandeelhouder verlangd mag worden.³⁰ Het vereist te allen tijde een meerzijdige rechtshandeling, te denken valt aan een clause in de onderliggende overeenkomst tussen de aandeelhouder en de vennootschap. Echter, indien men artikel 2:175 lid 1 BW in samenhang met artikel 2:192 BW bestudeert, kan geconcludeerd worden dat met instemming van de aandeelhouder wel degelijk een dergelijke additionele financiële verplichting kan worden opgelegd.³¹

1.4 Centrale vraagstelling

Naar aanleiding van de voorgaande probleemanalyse zal dit onderzoek de juridische houdbaarheid van de aandeelhouderslening onderzoeken binnen het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht, met als uiteindelijke middel een interne rechtsvergelijking. Situaties waarin daadwerkelijk misbruik wordt gemaakt van de bijzondere positie van de aandeelhouder die tevens schuldeiser is, zullen uitgekristalliseerd worden door gebruik te maken van een op te stellen 'raamwerk' waarin zowel het vennootschapsrecht, het privaatrecht als het fiscaal recht worden betrokken enerzijds vanuit de proactieve benadering (ex ante) en anderzijds vanuit de reactieve benadering (ex post).

De centrale vraagstelling luidt op grond van het bovenstaande als volgt:

"Welke mogelijkheden biedt het recht om misbruik van een afgesloten aandeelhouderslening tussen een aandeelhouder en een vennootschap door de aandeelhouder te voorkomen (ex ante) en tegen te gaan (ex post)?"

²⁸ Wessels 2012/II.1.

²⁹ Schoenmakers, *WFR* 2019/88.

³⁰ Hof Amsterdam 11 maart 2004, *JOR* 2004/190, m.nt. C.D.J. Bulten, r.o. 4.11 (*Pito B.V./Booij*). Zie ook Rensen 2005, p. 191.

³¹ Deze belangrijke wijziging is doorgevoerd in het kader van de Wet Flex-BV en heeft tot veel discussies geleid. Aandeelhouders die niet met deze regeling instemmen en de regeling nadien toch wordt ingevoerd, zijn niet gebonden. Er wordt dan gesproken van een 'persoonsgebonden niet-gebondenheid'. Zie ook Sangen, van der, *TFO* 2013/127, p. 153.

1.5 Afbakening en onderzoeksmethoden

Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, zullen de onderstaande deelonderwerpen worden behandeld.

1. *Welke wijzen van financiering kent de vennootschap en wat is het doel, de functie en de uitleg van de aandeelhouderslening?*

Ten aanzien van de eerste deelvraag wordt allereerst in dit eerste hoofdstuk uiteengezet welke financieringsmogelijkheden de besloten vennootschap in zijn algemeenheid heeft. Vervolgens wordt uitgewerkt wat het doel en de functie is van een aandeelhouderslening, één van de financieringsmogelijkheden. De uitleg hiervan is van belang voor het begrippenkader. Het is belangrijk dat de lezer weet heeft van het belangrijkste begrip in dit onderzoek, te weten de 'aandeelhouderslening'.

2. *Wat zijn de economische kanttekeningen van een aandeelhouderslening?*

Deze tweede deelvraag, welke wordt uitgewerkt in hoofdstuk 2, zal zich richten op de vraag of een aandeelhouderslening rechtseconomisch wordt gezien als vreemd vermogen of als eigen vermogen en wat de verschillen en overeenkomsten tussen deze twee vermogensvormen zijn. Deze tweede deelvraag is immers van belang voor de verdere uitwerking van het begrippenkader en daarom is het evident de verschillen en overeenkomsten tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen uit te werken. Pas daarna kan worden getracht een kwalificatie te maken onder welke vorm een al dan niet achtergestelde aandeelhouderslening valt. Op die vraag is immers tot op het moment van schrijven nog geen zekerheid, wat vanzelfsprekend wel van belang is voor de rechtszekerheid. Voorts wordt aandacht besteed aan de *agency*. Tot slot zullen de voor- en nadelen van de aandeelhouderslening voor de betrokken partijen worden bespreken.

3. *Welk raamwerk kan worden opgesteld om de juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen te toetsen?*

De derde deelvraag ziet op het raamwerk om de juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen te toetsen en kan worden onderverdeeld in drie verschillende subdeelvragen: het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht. Deze drie rechtsgebieden worden in het onderzoek behandeld in aparte hoofdstukken, resp. 3, 4 en 5.

Per rechtsgebied zal worden ingegaan op zowel de proactieve (ex ante) als de reactieve kanten (ex post):

- **Vennootschapsrechtelijk:** ten aanzien van het vennootschapsrecht spelen onder meer kwesties omtrent een achterstelling, een tegenstrijdig belang regeling, dividenduitkeringen, financiering, doorbraak van aansprakelijkheid en het arrest *Sobi/Hurks II*.
- **Privaatrechtelijk:** bij de bespreking van het privaatrecht zal worden ingegaan op de kwalificatie van de aandeelhouderslening en de gevolgen van een kwalificatie. Leidt dit tot nietigheid, wordt een nietige rechtshandeling alsnog toch bekrachtigd indien een bepaald element wegvalt of wordt toegevoegd (denk aan achterstelling en zekerheden) of kan een conversie worden toegepast? De ex post benadering gaat daarentegen in op de Peeters/Gatzen-vordering, de (faillissements)pauliana ex artikel 42 Fw en de onrechtmatige daad ex artikel 6:162 BW.
- **Fiscaalrechtelijk:** binnen het fiscaalrechtelijke thema wordt nader ingegaan op de voorwaarden waaraan voldaan moet worden om een renteaftrek te kunnen krijgen en wanneer sprake is van renteaftrekbepalingen.

Om dit onderzoek voldoende af te bakenen zal in dit onderzoek enkel worden ingegaan op (vormen van) de besloten vennootschap. Ook in de McGregor zaak ging het om een besloten vennootschap.³² Wanneer over 'de vennootschap' wordt gesproken, wordt hiermee bedoeld 'de besloten vennootschap'. Daarnaast wordt in dit onderzoek ingegaan op zowel aandeelhoudersleningen mét bedongen zekerheidsrechten als aandeelhoudersleningen zonder bedongen zekerheidsrechten. De voornaamste methode van onderzoek is een traditioneel-juridisch onderzoek, te weten een literatuur- en jurisprudentieonderzoek. Er zal worden gekeken naar de dogmatiek en deze thema's worden vervolgens met elkaar vergeleken. Het betreft hier dan ook een intern rechtsvergelijkend onderzoek binnen het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht. Er is voor deze methode gekozen, omdat de problematiek rondom het misbruikarakter zoals reeds in dit hoofdstuk omschreven binnen deze drie rechtsgebieden speelt en het normatieve kader telkens verandert, wat de rechtszekerheid niet ten goede komt.

³² De faillissementsverslagen en andere gegevens van McGregor Fashion Group zijn onder het insolventienummer F.13/16/301 te raadplegen via www.insolventies.rechtspraak.nl).

Hoofdstuk 2 Economische kanttekeningen bij de aandeelhouderslening

2.1 Inleiding

Dit hoofdstuk gaat in op de rechtseconomische kwalificatie van de aandeelhouderslening. De beantwoording van de vraag of de al dan niet achtergestelde aandeelhouderslening is te kwalificeren als eigen vermogen dan wel als vreemd vermogen is relevant gelet op de rechtszekerheid en de verdere invulling van dit onderzoek. Tot op heden bestaat er immers onduidelijkheid over deze kwalificatievraag. Dit hoofdstuk behandelt in paragraaf 2.2 allereerst de verschillen tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Ook wordt aandacht besteed aan de zogeheten hybride financieringsinstrumenten. Vervolgens wordt in paragraaf 2.3 nader ingegaan op het thema *efficiency* van het aandeelhouderschap binnen de vennootschap en de aandeelhouderslening. Daarna worden in paragraaf 2.4 de voor- en nadelen van de aandeelhouderslening uiteengezet. Wanneer door middel van deze uiteenzetting een duidelijk antwoord kan worden geformuleerd op de kwalificatievraag, kan worden beoordeeld wat de gevolgen zijn van deze kwalificatie. Hoofdstuk 3 zal nader ingaan op de vennootschapsrechtelijke gevolgen en hoofdstuk 4 behandelt deze vraagstukken binnen het privaatrecht. Tevens is de kwalificatie van belang voor hetgeen in hoofdstuk 5 aan bod komt; de fiscaalrechtelijke duiding. Er is namelijk bij elk van de financieringsvormen een ander regime van toepassing, te weten een dividendregeling bij het eigen vermogen en een renteaftrek indien het om vreemd vermogen gaat.

2.2 Onderscheid eigen vermogen en vreemd vermogen

Tot het kapitaal van de vennootschap behoort al hetgeen door de oprichters, aandeelhouders, etc. als zodanig in de vennootschap wordt gebracht; met andere woorden, het kapitaal van de vennootschap is in aandelen verdeeld.³³ De financiering van de vennootschap kan middels twee manieren geschieden; met eigen vermogen en vreemd vermogen. Hoewel het eigen vermogen en het vreemd vermogen beide op de passivazijde van de balans worden genoteerd, dient vooropgesteld te worden dat er duidelijke verschillen bestaan tussen deze vormen. Van Geffen merkte eerder op dat er door allerlei ontwikkelingen naast eigen vermogen en vreemd vermogen, ook een 'mezzanine' tussencategorie bestaat van (hybride) instrumenten die zowel kenmerken van eigen vermogen als kenmerken van vreemd vermogen bevatten. Deze drie vormen zullen hieronder worden uitgewerkt.³⁴

³³ Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/97. Zie ook Schilfgaarde, van, 2017, p. 77-78.

³⁴ Geffen, van, *Ondernemingsrecht* 2004/6, p. 207-211. Zie ook Barneveld 2014, p. 19.

Eigen vermogen

Het eigen vermogen geeft een inzicht in de financiële situatie van de rechtspersoon.³⁵ De wet biedt geen definitie van het begrip 'eigen vermogen'. Echter, wel biedt artikel 2:373 BW in het kader van het jaarrekeningenrecht een opsomming van bestanddelen die onder het eigen vermogen vallen.³⁶ Onder eigen vermogen wordt in de literatuur verstaan het vermogen dat van de vennootschap 'zelf' is omdat er geen terugbetalings- of renteverplichting bestaat. Denk hierbij aan het door de aandeelhouder ter beschikking gestelde kapitaal bij de oprichting van de vennootschap dat de aandeelhouder vervolgens op een later moment terugziet in de vorm van een dividenduitkering en/of waardevermeerdering van zijn aandeel. De aandeelhouder wordt hierdoor gekwalificeerd als risicodragend kapitaalverschaffer. Een dergelijke financiering zal doorgaans gezien worden als de start van de vorming van het eigen vermogen. Het eigen vermogen wordt derhalve na oprichting gefinancierd of bijeengebracht door een aandelenuitgifte en door het creëren van reserves.

Een positief eigen vermogen komt na verloop van tijd toe aan de aandeelhouders of andere gerechtigden in de vorm van een liquidatieoverschot na vereffening. Het is om deze reden dat de post 'eigen vermogen' op de passivazijde van de balans staat vermeld. Er kan echter ook sprake zijn van een 'negatief eigen vermogen' indien er een tekort is aan eigen vermogen. Dit houdt in dat de andere passiva op de balans een hogere waarde hebben dan de activa. De reserves zullen in dat geval ontbreken.³⁷

Vreemd vermogen

Vanuit de bedrijfseconomische visie wordt onder vreemd vermogen verstaan het vermogen waarop een terugbetalingsplicht rust.³⁸ Een vreemd vermogen bestaat in beginsel uit enerzijds kortlopende en anderzijds langlopende schulden van de vennootschap. Daarnaast vallen onder het vreemd vermogen de getroffen voorzieningen, niet-gepassiveerde verplichtingen en overlopende activa.³⁹ Het vreemd vermogen wordt, in tegenstelling tot het eigen vermogen, gekenmerkt door een contractuele verhouding tussen de geldgever en de vennootschap.⁴⁰ Ook kent deze vermogensvorm een looptijd. Een ander kenmerk is dat de vennootschap na

³⁵ Bij de waardering van de activa en passiva gaat de wet uit van de veronderstelling dat de werkzaamheden worden voortgezet en niet worden gestaakt, zie art. 2:384 lid 2 BW.

³⁶ De opsomming bestaat uit het geplaatste kapitaal, het agio, de herwaarderingsreserves, andere wettelijke reserves, statutaire reserves, overige reserves en niet verdeelde winsten. Voor de civielrechtelijke behandeling van de kwalificatievraag, zie hoofdstuk 4.

³⁷ Kiersch, in: *T&C Burgerlijk Wetboek*, art. 2:373 BW, aant. 1.

³⁸ Dorsman, *MAB* 2003, nr. 3, p. 119-121. Zie ook Rb. Noord-Holland 16 november 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:9865, onder punt 36. De rechtbank oordeelde in kwestie dat de desbetreffende aandeelhouderslening niet kon worden aangemerkt als eigen vermogen, daar er een terugbetalingsverplichting rust op de vennootschap.

³⁹ Barneveld 2010, p. 15-18.

⁴⁰ Wolf 2013, p. 43-44.

een bepaalde termijn het vreemd vermogen zal moeten aflossen of herfinancieren. Dit maakt een kapitaalverschaffing in de vorm van een vreemd vermogen dan ook risicovoller dan een kapitaalverschaffing in de vorm van een eigen vermogen.⁴¹

Hybride financieringsinstrumenten

Naast vermogensverschaffing in de vorm van eigen vermogen dan wel vreemd vermogen bestaan de zogeheten 'hybride financieringsinstrumenten'. Deze vorm bezit de kenmerken van zowel eigen vermogen als vreemd vermogen en komt doorgaans voor in de vorm van een langlopende, achtergestelde lening met elementen van eigen vermogen.⁴² In de memorie van toelichting worden hybride leningen als volgt gekwalificeerd: *“Hybride leningen zijn vermogensvormen die een mengvorm zijn van eigen vermogen en vreemd vermogen. Het zijn vermogensvormen die formeel het karakter hebben van een lening, maar materieel kenmerken bevat van eigen vermogen. In de fiscale jurisprudentie zijn enkele criteria geformuleerd op grond waarvan een vermogensvorm die formeel vreemd vermogen is, materieel als eigen vermogen kan worden bestempeld. Van belang is onder meer of de «lening» een winstafhankelijke vergoeding kent, een onbepaalde looptijd heeft en achtergesteld is ten aanzien van andere schuldeisers.”*⁴³

Het is lastig op voorhand dergelijke instrumenten te kwalificeren, daar het toegepaste kader telkens kan verschillen. De jurisprudentie geeft hieromtrent een nadere invulling. Er is volgens de Hoge Raad (fiscaalrechtelijk gezien) sprake van een hybride lening als (i) de vergoeding voor de geldverstrekking afhankelijk is van de winst, (ii) de schuld is achtergesteld bij de overige concurrente schuldeisers en (iii) de schuld geen vaste looptijd heeft, maar enkel opeisbaar is in faillissement, surséance van betaling of een liquidatie.⁴⁴ Rompen en Baks merken aanvullend op dat hybride instrumenten doorgaans vier kernbestanddelen bevatten, te weten de rangorde (in faillissement), de looptijd, de (beperkte) mogelijkheid tot (vervroegde) aflossing en de rentevergoeding. Echter, in het kader van de kwalificatievraag kan men stellen dat een hybride financieringsinstrument in civielrechtelijke zin wordt gezien als vreemd vermogen en niet als eigen vermogen, tenzij het gaat om een rechtsgeldige uitgifte van preferente aandelen. Dit laatste kwalificeert immers als eigen vermogen.⁴⁵

⁴¹ Barneveld 2010, p. 18-19.

⁴² Kuijl, *O&F* 2002, afl. 50, p. 3.

⁴³ *Kamerstukken II* 2001/02, 28034, 3, p. 7 (MvT). Zie ook de memorie van toelichting bij de Wet werken aan winst: “Hybride leningen zijn vermogensvormen die een mengvorm zijn van eigen en vreemd vermogen. Volgens burgerlijk recht zijn het leningen, maar materieel hebben zij kenmerken van eigen vermogen. Voor vennootschappen is het aantrekkelijk om hybride vermogensvormen aan te trekken, daar de vergoeding erop (de rente) fiscaal aftrekbaar is, terwijl zij commercieel kunnen dienen ter versterking van het garantievermogen.” Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 30572, 3, p. 18 (MvT).

⁴⁴ HR 5 juni 1957, *BNB* 1957/239.

⁴⁵ Rompen & Baks, *FR* 2018, nr. 11, p. 565-575.

Kwalificatie (achtergestelde) aandelhouderslening

Uit literatuurstudies door Wolf en De Weijs blijkt dat er verschillende criteria bestaan waarmee een financieringsinstrument gekwalificeerd kan worden. Bij een eigen vermogen wordt gebruikelijk een variabel rendement voldaan, te weten dividend, terwijl bij vreemd vermogen veelal sprake is van een vast rendement.⁴⁶ Ingeval een vennootschap wordt gefinancierd middels een aandelhouderslening, krijgt de aandeelhouder door deze financieringsvorm feitelijk gezien een vaste vergoeding voor zijn investering in de vennootschap.⁴⁷ Op grond daarvan kan de aandelhouderslening derhalve gekwalificeerd worden als vreemd vermogen. Echter, indien het specifiek gaat om een *achtergestelde* aandelhouderslening is het onderscheid lastiger te duiden.⁴⁸ Kenmerkend aan de achterstelling is verlaging van de rang van bepaalde vorderingen van de ene schuldeiser jegens de overige schuldeisers en wel door een daartoe strekkende afspraak tussen de achter te stellen schuldeiser en de schuldenaar.⁴⁹ Een achtergestelde lening behoort doorgaans tot het vreemd vermogen, maar onder bepaalde voorwaarden kan het echter ook onder het eigen vermogen vallen. Echter, een eenduidige opsomming van voorwaarden ontbreekt tot dusver. Men kan nochtans denken aan de voorwaarde dat de lening achtergesteld dient te zijn ten opzichte van *alle* schuldeisers en dat daarbij expliciet wordt aangegeven ten opzichte van *welke* schuldeisers. Mogelijk is ook dat de voorwaarde wordt afgesproken een verbod tot verrekening op te leggen en dat de lening als langlopend wordt aangemerkt en daardoor een langer dan twaalf maanden uitgestelde opeisbaarheid behelst. De reden waarom een vennootschap de achtergestelde aandelhouderslening wil gieten in de vorm van eigen vermogen kan worden verklaard vanwege het feit dat dit een gunstige invloed heeft op de solvabiliteit van de onderneming.⁵⁰

Mijns inziens kan de aandelhouderslening als vreemd vermogen worden aangemerkt, mede gelet op de *IFRS Standards*, daar een dergelijke lening een betalingsverplichting voor de vennootschap met zich mee brengt.⁵¹ De facto zal de vennootschap de lening als schuld moeten afbetalen. Een achtergestelde aandelhouderslening zal naar mijn mening in de regel eveneens als vreemd vermogen gekwalificeerd dienen te worden. Ook deze kapitaalverschaffing dient terugbetaald te worden en kan, bedrijfseconomisch gezien, nimmer tot het eigen vermogen behoren.⁵² Desalniettemin bestaan er, afhankelijk van de contractuele

⁴⁶ Wolf 2013, p. 45.

⁴⁷ Weijs, de, 2014, p. 22.

⁴⁸ Zie ook Wolf 2013, p. 45.

⁴⁹ Abendroth e.a. 2013, p. 13-14.

⁵⁰ Zie ook Genderen, van, *De Gerechtsdeurwaarder* 2016, afl. 3, p. 5.

⁵¹ De *International Financial Reporting Standards (IFRS)* bieden transparantie en efficiëntie op financiële markten over de wereld. Zie ook www.ifrs.org. IAS 32 omschrijft een 'financieel instrument' als een overeenkomst die leidt tot een financieel actief bij de ene contractant en een financiële verplichting bij de andere contractant. Voor verdere informatie over deze verslaggevingsstandaarden en de gevolgen voor de inrichting van een jaarrekening verwijs ik naar paragraaf 5.3.

⁵² Dorsman, *MAB* 2003, nr. 3, p. 120.

afspraken, uitzonderingen waardoor een achtergestelde lening als eigen vermogen gekwalificeerd kan worden. Nu blijkt dat er uitzonderingsgronden zijn, zal dit onderzoek zich zowel richten op de mogelijkheid dat de (achtergestelde) lening als eigen vermogen gekwalificeerd wordt of als vreemd vermogen.

2.3 Efficiency

Law and Economics

Wanneer wordt gekeken naar de *efficiency* van de aandeelhouderslening binnen de besloten verhoudingen van een vennootschap, valt men terug op de *agency theory* zoals ontwikkeld door Jensen en Meckling. De economische benadering toont aan dat de (besloten) vennootschap wordt beschouwd als *nexus of contracts*; een bundel van afspraken tussen verschillende partijen die input leveren ten behoeve van de voortgang van de onderneming. De aandeelhouders vormen één partij in een groep van meerdere partijen die bijeen worden gebracht binnen deze bundel van afspraken.⁵³ Deze theorie duidt aan dat aandeelhouders risicodragend vermogen en crediteuren vreemd vermogen verschaffen, dat werknemers arbeid leveren en het bestuur van de vennootschap de werkzaamheden organiseert en toezicht houdt. Aandeelhouders worden niet gezien als eigenaar van de vennootschap, maar eigenaar van hun aandelen. Zij hebben daardoor, zo stelden Fama en Jensen later in 1983, een *residual claim* op de vennootschap; daar aandeelhouders geen vaste, contractueel afdwingbare vordering op de vennootschap hebben, komen zij pas in aanmerking voor een uitkering door de vennootschap wanneer de aanspraken van alle overige betrokkenen zijn voldaan.⁵⁴ Zij hebben recht op het residu, hetgeen er overblijft.⁵⁵

In aanvulling op deze visie stelden Kraakman en Hansmann in 1999 een normatieve consensus die onder andere in Nederland zou bestaan dat het ondernemingsrecht primair gericht zou moeten zijn op (het creëren van) lange-termijn aandeelhouderswaarde. Bestuurders van (beursgenoteerde) vennootschappen zouden uitsluitend de belangen van aandeelhouders tot richtsnoer moeten nemen, waarbij de beurskoers van de aandelen de primaire maatstaf voor de aandeelhoudersbelangen zou vormen.⁵⁶

Efficiency en beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders

De rechtseconomische efficiency voordelen van het voorrecht van beperkte aansprakelijkheid komt toe aan aandeelhouders. Deze voordelen uiten zich in de mogelijkheid om te investeren

⁵³ Douma & Schreuder 2017, p. 167.

⁵⁴ Fama & Jensen, *Journal of Law & Economics* 1983 I, p. 301-325, Fama & Jensen, *Journal of Law & Economics* 1983 II, p. 327-349. Zie ook Bainbridge 2002, p. 26-27 en Overkleef 2017, p. 193-196.

⁵⁵ Zie ook Easterbrook & Fischel 1991, p. 10-11.

⁵⁶ Overkleef 2017, p. 147-149.

en risico's te nemen. Risico en rendement zijn immers onlosmakelijk met elkaar verbonden. Het is daarom ook geaccepteerd dat de ondernemingsrisico's voor 'normale' gevallen worden afgewenteld op crediteuren. Zij worden hier immers tegen beschermd omdat zij onmiddellijke betaling kunnen opeisen door een beroep op het recht van reclame, garanties en eigendomsvoorbehoud. Als aandeelhouders weten dat zij aansprakelijk gehouden zullen worden voor acties van de vennootschap, zouden zij meer *incentives* (prikkels) hebben om bijvoorbeeld managers te volgen. Ondanks dit voorrecht kan een aandeelhouder toch persoonlijk aansprakelijk worden gesteld voor de handelingen en schulden van de onderneming op basis van de zogeheten *principle-agent theory* wanneer de aandeelhouder zijn *control* gebruikt om zijn eigen belangen te bevorderen in plaats van de belangen van de vennootschap.⁵⁷ Ook door oneigenlijk gebruik van een aandeelhouderslening kunnen deze voordelen worden omzeild. Het ondernemingsrisico kan hierdoor ongerechtvaardigd worden afgewenteld op crediteuren. Wanneer een aandeelhouder van het 'schild' van de beperkte aansprakelijkheid profiteert, wordt tevens de economische functie van de onrechtmatige daad ondermijnd. Dit is te meer het geval wanneer aandeelhouders zich schuldig maken aan vermogensonttrekking of *assets* uit risicovolle bedrijfsonderdelen verplaatsen. Hierdoor wordt hun mogelijke aansprakelijkheid geminimaliseerd. Om de benadeelden een bescherming te bieden, kunnen aandeelhouders onder bepaalde omstandigheden aansprakelijk worden gesteld voor een onrechtmatige daad in de gevallen dat zij risicovolle activiteiten uitvoeren, hetzij pro rata hetzij voor de volledige omvang van de schade.⁵⁸ Over de onrechtmatige daad kom ik later nog te spreken.

2.4 Voor- en nadelen van de (achtergestelde) aandeelhouderslening

Tot op heden is een bankkrediet een veelal gebruikt middel ter financiering van de besloten vennootschap. Uitgaande van de zienswijze dat een besloten vennootschap een kapitaalvennootschap is, een rechtspersoon met een in één of meer overdraagbare aandelen verdeeld kapitaal⁵⁹, wordt tegenwoordig steeds vaker gebruikt gemaakt van een aandeelhouderslening om vermogen bijeen te brengen. Dit werkt vervolgens door in de zeggenschapsverhoudingen. Ten aanzien van de besloten vennootschap bestaan geen wettelijke regels die bepalen dat aandeelhouders gehouden zijn een bepaald bedrag aan eigen vermogen te verschaffen of regels die verhinderen dat aandeelhouders geld lenen aan de

⁵⁷ Deze theorie houdt in dat de vennootschap opdrachtgever is van haar werknemers (*agents*) en door de acties van deze *agents* mogelijk contractuele of onrechtmatige daadverplichtingen oploopt. De vennootschap kan dan indirect aansprakelijk worden gesteld voor de acties van de *agents*. Echter, de wet beschouwt de vennootschap in beginsel niet als de *agent* van haar aandeelhouders waardoor de aandeelhouders niet indirect aansprakelijk gehouden kunnen worden. Het is de vennootschap die de schuld op zich neemt en de verantwoordelijkheid van de acties van aandeelhouders moet dragen. Zie Bainbridge & Henderson 2016, p. 44-47.

⁵⁸ Kraakman et al., 2017, p. 116. Voor een uitwerking van de onrechtmatige daad, zie paragraaf 3.4.

⁵⁹ Art. 2:175 BW. Zie ook Pitlo/Raaijmakers e.a. 2017, p. 196.

vennootschap waar zij aandeelhouders van zijn.⁶⁰ Met andere woorden, er bestaat geen regeling waarin de belangenverstremgeling wordt begrensd. Voorafgaand aan een verder onderzoek naar mogelijk misbruik van de aandeelhouderslening is het evident kort stil te staan bij de voor- en nadelen van deze financieringsconstructie.

De voor- en nadelen kunnen vanuit meerdere perspectieven worden bekeken. Het voornaamste aspect is mijns inziens de positie van de aandeelhouder die daarnaast de rol van schuldeiser vervult. Zoals in de inleiding reeds is aangehaald, verschaft een aandeelhouder doorgaans risicodragend kapitaal aan de vennootschap waarvoor hij in ruil een bepaalde mate van zeggenschap wenst. Door deze situatie wordt de aandeelhouder beschouwt als *residual claimant* van de (besloten) vennootschap.⁶¹ Deze rechtseconomische benadering stelt dat aandeelhouders in hun positie van alle actoren het meest afhankelijk zijn van de financiële resultaten van de vennootschap. Hierdoor krijgen zij *incentives* om goede en efficiënte beslissingen te nemen.⁶² Dit kan door een aandeelhouderslening worden voorkomen indien er bepaalde voorwaarden worden afgesproken, te denken valt aan zekerheidsrechten. Echter, men kan zich afvragen of een vennootschap zich anders gaat gedragen. Denk bijvoorbeeld aan een controlerend aandeelhouder die toestaat dat bepaalde betalingen worden gedaan terwijl hij voorziet dat de vennootschap daardoor in financiële problemen raakt. Daarnaast zal het voor de aandeelhouder (en tevens schuldeiser) voordelig zijn zekerheidsrechten te bedingen waardoor hij vooraan komt te staan bij een faillissement. Men kan zich echter de vraag stellen of de aandeelhouder handelingen zal verrichten die in zijn eigen belang zijn. Een aandeelhouder met doorslaggevende zeggenschap beschikt immers over *inside information* en kan daarmee de besloten vennootschap mogelijk benadelen.⁶³ Het is aan het bestuur hiertegen tegenwicht te bieden. Hoofdstuk 3 zal nader ingaan op de situatie van de belangenverstremgeling en de rol van het bestuur.

Een vennootschap zal daarnaast minder mogelijkheden hebben om een krediet via een professionele kredietverstrekker te verkrijgen indien tegelijkertijd gecureerde aandeelhoudersleningen zijn verstrekt. Gewoonlijk stellen banken bij een kredietverschaffing de voorwaarde dat aandeelhoudersleningen worden achtergesteld bij de bankfinanciering en dat de aandeelhouderslening pas afgelost mag worden zodra de bank haar terugbetaling heeft ontvangen. Ook zal bij een achtergestelde lening ter compensatie de aandeelhouder vaak een

⁶⁰ Weijs, de, 2014, p. 1.

⁶¹ Zie ook Kemp, *TvOB* 2015/6, p. 216.

⁶² Kemp 2015, p. 77.

⁶³ Barneveld 2014, p. 534.

hogere rente gelden.⁶⁴ Desalniettemin zal een vennootschap – op fiscaal vlak – mogelijk een achtergesteld vermogen prefereren boven het aantrekken van eigen vermogen, daar de rentebetalingen op de achtergestelde leningen aftrekbaar is van de winst. Hierdoor wordt enkel de ontvanger van de betaling belast. Een aandeelhouderslening kan tevens – op vennootschapsrechtelijk vlak – de voorkeur verdienen ten opzichte van een aandelenuitgifte, omdat er geen wijzigingen tot stand zullen komen in de zeggenschapsverhoudingen en er minder risico is op een later optredende lagere koers van de aandelen.⁶⁵

2.5 Conclusie

Uit het voorgaande wordt duidelijk dat een onderneming financiering kan aantrekken in de vorm van eigen vermogen ofwel vreemd vermogen. Echter, door de recente ontwikkelingen is er ook een derde categorie ontstaan, de zogeheten ‘hybride’ financieringsvormen, welke zowel kenmerken van eigen vermogen als vreemd vermogen bevatten. Deze worden doorgaans uitgegeven door banken en verzekeraars. De definiëring van dit drietal financieringsvormen is relevant voor de kwalificeringsvraag met betrekking tot de aandeelhouderslening. De aandeelhouderslening zal gekwalificeerd worden als vreemd vermogen als de vennootschap in contractuele verhouding met de aandeelhouder staat en er een afbetalingsplicht bestaat jegens de aandeelhouder. Ook is gekeken naar de achtergestelde aandeelhouderslening, inhoudende een lening welke wordt achtergesteld jegens de overige schuldeisers. Nu er bij een dergelijke lening ook een afbetalingsverplichting geldt, zal men kunnen betogen dat dit ook onder het vreemd vermogen valt, tenzij sprake is van contractueel bedongen uitzonderingen. Tot slot is een aantal voor- en nadelen benoemd die zien op het bedingen van een aandeelhouderslening. Zowel op fiscaal als op vennootschapsrechtelijk vlak biedt een aandeelhouderslening voordelen voor de vennootschap. Het is mijns inziens wel van belang hierbij in acht te nemen dat een controlerend aandeelhouder wordt gezien als *insider*, waardoor er een risico bestaat dat hij in zijn positie als aandeelhouder en tevens schuldeiser de vennootschap kan benadelen. Dit wordt nader toegelicht in het volgende hoofdstuk.

⁶⁴ Dit is bijvoorbeeld ook het geval bij een financiering van de onderneming door *venture capitalists*, een passieve financiering welke tot uiting komt op de creditzijde van een balans. Zie ook Kuijl, *O&F* 2002, afl. 50, p. 2.

⁶⁵ Wessels 2013, p. 17.

Hoofdstuk 3

Het vennootschapsrechtelijke thema

3.1 Inleiding

In het eerste hoofdstuk is het thema ‘het misbruik maken van de aandeelhouderslening’ meerdere malen aan bod gekomen. Dit onderwerp zal in dit hoofdstuk, en in de opvolgende twee hoofdstukken, centraal staan. Paragraaf 3.2 behandelt eerst kort het uitgangspunt van beperkte aansprakelijkheid binnen de besloten vennootschap. In paragraaf 3.3 zal worden gezien of, en zo ja op welke wijze het misbruik maken van een dubbele positie door de aandeelhouder kan worden voorkomen. Hierbij wordt gekeken naar de onderliggende (contractuele) afspraken. Vervolgens zal paragraaf 3.4 ingaan op de reactieve benadering, met andere woorden welke acties ex post ingezet kunnen worden om misbruik tegen te gaan. Er wordt ingegaan op de vennootschapsrechtelijke gevolgen van het misbruik maken voor de doorbraak van aansprakelijkheid naar de aandeelhouder toe.

Zoals ik in paragraaf 1.1 reeds opmerkte, kan mijns inziens worden gesproken van het maken van misbruik wanneer de aandeelhouder door zijn bijzondere positie in een faillissement in staat is voor te dringen in de *paritas creditorum*. De aandeelhouder heeft dan, doordat hij tevens schuldeiser is, een dubbele positie waardoor hij de vennootschap risico's kan laten nemen, bijvoorbeeld door bepaalde crediteuren te voldoen. Door deze situatie krijgt hij mogelijk eerder een deel van de opbrengst bij de afwikkeling van een faillissement. De relevante vraag is of zulke handelingen, waardoor misbruik wordt gemaakt van de dubbele positie van de aandeelhouder die tevens schuldeiser is, zijn toegestaan.

3.2 Uitgangspunt aansprakelijkheid besloten vennootschap

Dit onderzoek richt zich uitsluitend op de besloten vennootschap. Deze rechtsvorm heeft als uitgangspunt een beperkte aansprakelijkheid; een scheiding tussen privévermogen en zakelijke investeringen in de onderneming waardoor de besloten vennootschap zelf aansprakelijk is met al haar bezittingen voor al haar schulden.⁶⁶ De invoering van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht, onderdeel van de modernisering van het ondernemingsrecht⁶⁷, heeft de mogelijkheden voor aandeelhouders om hun onderlinge verhoudingen te regelen, verruimd. De wijziging bood daarnaast onder meer een bescherming van minderheidsaandeelhouders en een evenwichtiger systeem van crediteurenbescherming.⁶⁸ De achterliggende gedachte van de beperkte aansprakelijkheid is

⁶⁶ Zo bepaalt art. 2:175 lid 1 BW dat een aandeelhouder niet persoonlijk aansprakelijk is voor hetgeen in naam van de vennootschap wordt verricht. Dit duidt naar mijn mening op het uitgangspunt dat geheel geen sprake is van aansprakelijkheid. Zie Pitlo/Raaijmakers e.a. 2017, p. 181 en Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/42.

⁶⁷ Kamerstukken II 2003/04, 29752, 2.

⁶⁸ Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3.

derhalve dat bij het aangaan van verplichtingen niet de bestuurder zelf, maar de besloten vennootschap aansprakelijk is.⁶⁹

De wet voorziet – wat betreft de besloten vennootschap – onder andere in artikel 2:9, 2:11, 2:180 en 2:248 BW in een doorbraak van aansprakelijkheid ten aanzien van bestuurders.⁷⁰ Binnen Boek 2 BW bestaat echter geen algemene aansprakelijkheidsnorm voor aandeelhouders zoals die voor bestuurders en commissarissen geldt.⁷¹ Boek 2 BW biedt enkel een aantal specifieke gronden voor aandeelhoudersaansprakelijkheid, te weten artikel 2:216 BW en artikel 2:403 BW.⁷²

3.3 Misbruik voorkomen (ex ante)

De ontwikkelingen op het gebied van aandeelhoudersaansprakelijkheid hebben niet stilgestaan. Bij de vraag hoe voorkomen kan worden dat een aandeelhouder misbruik maakt van dubbele positie spelen in mijn optiek de onderliggende afspraken tussen de aandeelhouder en de vennootschap een belangrijke rol.

Zoals bij McGregor het geval was, hadden de aandeelhouders niet alleen gecureerde leningen met pandrechten, maar werden zij ook gedekt door garanties van vrijwel alle van belang zijnde entiteiten van de groep.⁷³ Hierdoor konden de aandeelhouders, door hun bijzondere positie als schuldeiser, in ieder afzonderlijk faillissement hun vorderingen indienen. Dat roept de vraag op of het aandeelhouders wel is toegestaan om als schuldeiser via dergelijke garanties andere schuldeisers in het faillissement te verdrücken. Zeker nu hierdoor de vorderingen van de overige crediteuren kunnen verwateren.⁷⁴ Vanwege het uitgangspunt dat een aandeelhouder in beginsel niet aansprakelijk is voor de schulden van de vennootschap, zie ik hier een risicoverschuiving van aandeelhouders naar crediteuren. In besloten verhoudingen zullen aandeelhouders dichter op het beleid en de gang van zaken

⁶⁹ Sinninghe Damsté en Kemp zijn van mening dat hierbij ook art. 2:5 BW een rol speelt, wat bepaalt dat de rechtspersoon voor wat betreft het vermogensrecht gelijk staat met een natuurlijk persoon. Dit brengt volgens hen mee dat de rechtspersoon in beginsel zelf verantwoordelijk en eventueel aansprakelijk is voor gedragingen die zich in het maatschappelijk verkeer kwalificeren als handelen of nalaten van de vennootschap. Zie Sinninghe Damsté & Kemp 2017, *Ondernemingsrecht* 2017/177, p. 660.

⁷⁰ Voor meer wettelijke gronden van doorbraak van aansprakelijkheid, zie Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/836. Zie ook Bartman e.a. 2016, p. 255 e.v.

⁷¹ De wet biedt via de schakelbepaling van art. 2:259 BW een aansprakelijkheidsnorm voor commissarissen.

⁷² De aandeelhouder van een besloten vennootschap kan aansprakelijk worden gesteld voor resp. het uitkeren van dividend terwijl hij ernstig rekening moest houden met een tekort en voor de gevolgen van het afgeven van een 403-verklaring.

⁷³ Zie het eerste faillissementsverslag d.d. 1 september 2016, p. 18. Hierin staat vermeld dat de betalingsverplichtingen van Toeca Fashion Holding I B.V. (een 100% dochtervennootschap van Toeca Fashion Holding B.V., waaraan de aandelen in gelijke delen worden gehouden door de persoonlijke houdstervennootschappen van de aandeelhouders) gegarandeerd worden door de daar genoemde vennootschappen.

⁷⁴ Jonkers, *Tvl* 2017/15. Dit effect van *intercompany guarantees*, dat voorkomt binnen een complexe groep met vele entiteiten, wordt door Widen de 'squeeze down' genoemd. Zie Widen, *The George Washington Law Review* 2007, 75, afl. 2, p. 240.

zitten waardoor zij een positie met een bepaalde controle verwerven. Het zijn dan juist de controlerende aandeelhouders die een *incentive* hebben zich met het beleid en het bestuur van de vennootschap te bemoeien. Ook bij McGregor was slechts een klein aantal aandeelhouders die door deze positie opportunistisch gedrag vertoonden. Wanneer de vennootschap gefinancierd wordt met een gecureerde lening kunnen aandeelhouders de ondernemingsrisico's nog meer afwentelen op crediteuren. Mogelijke gevolgen hiervan zijn dat de aandeelhouder in een faillissement datgene verkrijgt wat resteert waardoor de overige schuldeisers achter het net vissen. Hoewel deze situatie op basis van de peildatum-rechtspraak is toegestaan⁷⁵, creëert deze wijze van inrichten van een dergelijke positie van de aandeelhouder naar mijn mening meer kans op het tonen van irrationeel gedrag waardoor tevens de kans op het maken van misbruik van de dubbele positie toeneemt. Indien daarbij ook nog zekerheidsrechten door de aandeelhouder zijn verworven, zal de kans op onwenselijk gedrag des te meer toenemen en rijst de vraag of daardoor de ondernemingsrisico's niet ongerechtvaardigd worden afgewenteld op crediteuren.⁷⁶ De Weijs stelt in zijn oratie de vraag waar het financieren van vennootschappen met gecureerde aandeelhoudersleningen toe leidt en of er grenzen gesteld moeten worden aan deze financieringswijze. Kort samengevat voert hij een viertal onderbouwingen aan, namelijk dat de dubbele positie (i) onwenselijk kan zijn, omdat een financiering met (grotendeels) vreemd vermogen de vennootschap kwetsbaar kan maken wat vervolgens voor risico van schuldeisers komt, (ii) niet aansluit bij wat partijen overeenkomen indien zij onderhandelen, (iii) de grondvesten van het ondernemingsrecht ondergraaft en (iv) de investeringsbeslissing verstoort.⁷⁷

Achterstelling van aandeelhoudersleningen?

Bij de *ex ante* benadering spelen mijns inziens de contractuele afspreken een belangrijke rol; met name de vraag of de vordering is achtergesteld ten opzichte van overige vorderingen. Tot op heden ontbreekt een wettelijke regeling om aandeelhoudersleningen (van rechtswege) achter te stellen.⁷⁸ Afgezien daarvan klinken er geluiden uit de rechtspraak die neigen naar het achterstellen van vorderingen van aandeelhouders onder bepaalde omstandigheden.

⁷⁵ HR 21 december 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD4499, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*Sobi/Hurks II*). Voor meer informatie over dit arrest en de peildatum verwijs ik naar paragraaf 3.4.

⁷⁶ A-G Timmerman merkt in zijn conclusie bij het arrest *Jongepier q.q./Drieakker B.V.* op dat er steeds meer ondernemingen met vreemd vermogen, afkomstig van aandeelhouders, worden gefinancierd in ruil voor zekerheidsrechten. Zie Concl. A-G. L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2017:112, r.o. 3.12, bij HR 7 april 2017, ECLI:NL:HR:2017:635, NJ 2017/177 (*Jongepier q.q./Drieakker B.V.*).

⁷⁷ De oratie van De Weijs, waar ook A-G Timmerman naar verwijst in zijn voornoemde conclusie, besteedt aandacht aan de negatieve gevolgen van de sterke positie van aandeelhouders voor de positie van crediteuren. Zie Weijs, de, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 610-611.

⁷⁸ De wettelijke regels in de Verenigde Staten (par. 510 *Bankruptcy Code*) en Duitsland (par. 39 *Insolvenzordnung*) bevatten wel regels over de achterstelling van vorderingen van aandeelhouders.

Carrier 1 B.V.: achterstelling van “informeel kapitaal”

De Rechtbank Amsterdam en het Gerechtshof Amsterdam hebben zich gemengd in de discussie omtrent achterstelling. *Carrier 1 B.V.*, een in surseance van betaling verkerende vennootschap, bood haar schuldeisers een akkoord ex artikel 252 Fw.⁷⁹ De moedermaatschappij (*Carrier SA*, 100% aandeelhouder van *Carrier 1 B.V.*), als crediteur aanwezig bij de stemming, ging niet akkoord met het voorstel. In eerste aanleg stelde zij dat het akkoord in strijd was met de *paritas creditorum*. Volgens de rechtbank kan slechts in bijzondere omstandigheden een ongelijke behandeling van schuldeisers gerechtvaardigd zijn, namelijk “indien de aandeelhouderslening wordt verstrekt op een moment dat en onder voorwaarden die een willekeurige derde niet zou aanvaarden”. Een lening van een moeder aan een dochter kan, zo stelde de rechtbank, niet als achtergestelde vordering worden aangemerkt. Het zou wel als achtergesteld moeten kwalificeren indien sprake is van “informeel kapitaal”.⁸⁰ In casu betrof het een niet-afgeloste lening die sinds de oprichting van de vennootschap continu een negatief resultaat had geboekt. De vordering werd daarom door de rechtbank aangemerkt als informeel kapitaal en daardoor achtergesteld.⁸¹ Het hof sloot zich bij deze standpunten aan en oordeelde dat, nu de lening kan worden gezien als kapitaalsinjectie, van de aandeelhouder verwacht mag worden dat zij zich de belangen aantrekt van overige schuldeisers. Hiermee werd een zorgplicht aangenomen voor de aandeelhouder, die tevens akkoord dient te gaan met een lagere uitkering dan de rest.⁸²

One.Tel Ltd./Bink q.q.: geen achterstelling mogelijk

In een opvolgende zaak uit 2008 lijkt de Rechtbank Amsterdam voorgaande beslissing te ontkrachten. Een Australische moedermaatschappij had als 100%-aandeelhouder haar dochter een lening vertrekt – zonder overeenkomst van geldlening – en vorderde in het faillissement van haar Nederlandse dochtervennootschap een concurrente positie. De curator

⁷⁹ Rb. Amsterdam 26 juli 2005 (niet gepubliceerd) en Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51, m.nt. S.M. Bartman (*Carrier 1*). De moedervennootschap zou hierdoor enkel 5,6% ontvangen en de crediteuren ieder 33% (zie uitspraak Hof Amsterdam 5 november 2005, r.o. 2.13). Noemenswaardig omtrent het schuldeisersakkoord buiten surseance of faillissement acht ik het Wetsontwerp homologatie onderhands akkoord (hierna: WHOA) dat kort gezegd ten doel heeft ondernemingen in financiële moeilijkheden in staat te stellen een akkoord aan schuldeisers aan te bieden om daarmee problematische schulden te herstructureren. Zie voor onder andere het doel van de WHOA de memorie van toelichting (*Kamerstukken II 2018/19, 35249, 3*). Dit wetsvoorstel is op 8 juli 2019 aan de Tweede Kamer aangeboden door de Raad van State (*Kamerstukken II 2018/19, 35249, 4*). Ook INSOLAD heeft advies over dit wetsvoorstel uitgebracht aan de Minister voor Rechtsbescherming per brief van 24 november 2017, welk advies als bijlage is gehecht aan het advies van de Raad van State (*identificer blg-891601*). In de brief wordt vermeld dat INSOLAD positief tegenover het wetsvoorstel staat en van oordeel is dat de WHOA een belangrijke bijdrage zal leveren aan het reorganiserend vermogen van de ondernemingen die in financiële moeilijkheden verkeren. Ook is INSOLAD positief over de klassenindeling. Wel merkt INSOLAD op dat, zo wordt onder punt 34 omschreven, in de memorie van toelichting tot uitdrukking wordt gebracht dat het voor de hand kan liggen (bij een door de schuldenaar aangeboden akkoord) dat *insiders* in een aparte klasse worden onderverdeeld. Hieronder vallen volgens INSOLAD ook schuldeisers met aandeelhoudersvorderingen.

⁸⁰ Bij een informele kapitaalsverschaffing wordt de lening verstrekt op een moment dat en onder voorwaarden die een willekeurige derde niet zou aanvaarden.

⁸¹ Barneveld 2014, p. 527-528.

⁸² Zie ook Orval & Groot, de, *FIP* 2011, nr. 4, p. 103.

betwistte deze vordering “omdat het (gestorte) aandelenkapitaal absoluut onvoldoende was voor de grootse plannen en activiteiten die zij in Nederland ontplooiden en die zij bovendien zelf dicteerde of initieerde” en beriep zich op de artikelen 2:8 en 6:162 BW (r.o. 4.3). De rechtbank oordeelde dat partijen op basis van contractsvrijheid zijn overeengekomen dat het een lening (*intercompany loan*) met terugbetalingsverplichting betrof en ging niet mee met het betoog van de curator. Naar het oordeel van de rechtbank kent het Nederlands recht geen regel op grond waarvan een aandeelhouderslening, verstrekt op het moment dat het eigen vermogen van de vennootschap eigenlijk uitgebreid had moeten worden, wordt aangemerkt als kapitaal. Deze regel vloeit volgens de rechtbank evenmin voort uit de redelijkheid en billijkheid ex artikel 2:8 BW of uit de maatschappelijke zorgvuldigheid ex artikel 6:162 BW (r.o. 4.4). Achterstelling van een aandeelhouderslening is, aldus de rechtbank, niet mogelijk naar Nederlands recht.⁸³

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

Twee jaar later beantwoordde de Rechtbank Breda de vraag of een aandeelhouderslening aangemerkt moet worden als “informeel kapitaal” bevestigend waardoor deze achtergesteld werd.⁸⁴ In casu werd Ambacht B.V. gefinancierd middels een aandeelhouderslening verstrekt door haar (indirecte) enig aandeelhouder Stichting Ambacht. Toen deze laatste onderneming in staat van faillissement werd verklaard, vroeg de B.V. – vanwege haar financiële afhankelijkheid van de stichting – haar faillissement aan waarna de curator van de stichting de vordering indiende in het faillissement van de B.V. De vordering werd vervolgens betwist door de curator van de B.V. Op basis van de onderlinge verwevenheid en de wijze van financiering – de B.V. werd volledig gefinancierd door de stichting – oordeelde de rechtbank dat sprake was van informele kapitaalsverschaffing. Omstandigheden kunnen ertoe leiden dat een vordering als achtergesteld aangemerkt moet worden, in het bijzonder wanneer het een vordering van een controlerend aandeelhouder betreft en deze als informeel kapitaal moet worden aangemerkt. In casu vond de rechtbank, in tegenstelling tot de Carrier 1 zaak, een vaststelling van informeel kapitaal derhalve niet voldoende.⁸⁵

Daar er geen wettelijke grondslag bestaat waardoor een vordering van een aandeelhouder – anders dan op basis van een overeenkomst – achtergesteld dient te worden, kan achterstelling contractueel worden afgesproken.⁸⁶ De vraag rijst of bijvoorbeeld een lening verstrekt door

⁸³ Rb. Amsterdam 17 december 2008, *JOR* 2009/171 (*One.Tel/Bink q.q.*).

⁸⁴ Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, m.nt. A.J. Tekstra (*Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.*).

⁸⁵ Zie ook Orval & Groot, de, *FIP* 2011, nr. 4, p. 103.

⁸⁶ Op grond van art. 3:277 lid 2 BW kunnen partijen bij overeenkomst bepalen dat de vordering van de schuldeiser wordt achtergesteld c.q. een lagere rang neemt jegens bepaalde of alle schuldeisers. Hiermee erkent de wetgever dat met een achterstelling kan worden afgeweken van de *paritas creditorum*. Zie Abendroth e.a. 2013, p. 77. Zie ook de recente uitspraak van het Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:1695, *JOR* 2015/160, m.nt. J. Barneveld (*P&O Partner B.V./curatoren*). Tussen een moeder- en dochtervennootschap was een geldleningsovereenkomst gesloten. In het

een specifieke hoedanigheid, zoals een controlerend aandeelhouder die gebruik maakt van zijn positie als *insider*, achtergesteld dient te worden. Echter, ook hiervoor ontbreekt een wettelijke grondslag.⁸⁷ Mijns inziens zal de tekstuele uitleg op basis van de Haviltex-maatstaf van groot belang zijn.⁸⁸ Ook al zou men een lening kwalificeren, omstandigheden kunnen er alsnog toe leiden dat de constructie als kapitaal moet worden aangemerkt. De Weijs concludeert in zijn oratie dat aandeelhoudersleningen achtergesteld moeten worden, of in ieder geval als kapitaal moeten worden aangemerkt voor zover leningen die door derden zonder hoedanigheid van aandeelhouder niet zouden zijn verstrekt.⁸⁹ Indien een onderliggende overeenkomst ontbreekt en partijen hebben afgesproken dat een controlerend aandeelhouder geld verstrekt onder bepaalde voorwaarden die geen andere financier zou aanvaarden, zal men tot de conclusie kunnen komen dat dit geen beoogde lening is tussen de aandeelhouder en de vennootschap. Dan zal sprake zijn van kapitaal. In 2015 oordeelde het Hof Arnhem-Leeuwarden dat de aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid niet kan bewerkstelligen dat de lening in kwestie werd achtergesteld. Partijen hadden de bedoeling de lening om te zetten in kapitaal, maar dit heeft nooit plaatsgevonden, wat het hof voldoende acht. Het hof erkent de vordering als concurrente vordering en overweegt dat, nu de literatuur en rechtspraak geen heersende leer kennen een lening achter te stellen, eventueel via de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid een achterstelling bereikt kan worden. Hiervoor is vereist dat de concurrente verhaalspositie ten opzichte van andere handelscrediteuren en maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar is.⁹⁰ Op basis van bovenstaande (lagere) jurisprudentie concludeer ik dat de rechtspraak doorgaans aandeelhoudersleningen als 'concurrent' aanmerkt. Indien sprake is van een controlerend aandeelhouder en de vordering daarnaast als informeel kapitaal kan worden aangemerkt, zal dit aanleiding geven tot achterstelling.

Terugkoppeland naar *private equity* ondernemingen, die steeds vaker gebruik maken van aandeelhoudersleningen, acht ik het volgende over de wenselijkheid van achterstelling nog noemenswaardig. Naar aanleiding van de Initiatiefnota van Nijboer en Groot is een onderzoek

faillissement van de dochter dienden de curatoren van de moeder een concurrente vordering in uit hoofde van een geldlening. Een van de schuldeisers betwistte deze vordering door te stellen dat deze achtergesteld was omdat sprake was van informeel kapitaal. De schuldeiser stelde dat het bijna formeel kapitaal betrof, nu er een omzetting in eigen vermogen zou plaatsvinden. Echter, de beoogde omzetting is niet gerealiseerd, maar deze afspraak brengt mee dat de lening van moeder aan dochter is achtergesteld, aldus de schuldeiser. Het hof sloot zich niet bij dit standpunt aan en kwalificeerde dat het een concurrente vordering betreft die niet als achtergesteld gekwalificeerd dient te worden.

⁸⁷ Wessels 2013, p. 23.

⁸⁸ Inhoudende dat bij de uitleg van een schriftelijk contract alle omstandigheden van het concrete geval van belang zijn op grond van hetgeen de maatstaven van redelijkheid en billijkheid meebrengen. Per geval zal worden bezien wat de taalkundige betekenis is van de bepalingen van een contract en de betekenis die partijen zelf aan de bewoordingen toekennen. Zie Asser/Sieburgh 6-III 2018/372 en HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158, NJ 1981, 635 (*Haviltex*).

⁸⁹ Weijs, de, *Ondernemingsrecht* 2016/123, p. 611.

⁹⁰ Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:1695, RI 2015/76 (*P&O Partner B.V./curatoren*).

door de Universiteit van Amsterdam gedaan naar *private equity* investeringen in Nederland.⁹¹ De onderzoekers stellen dat *private equity* ondernemingen kunnen meedelen in de boedel door de rechten die zij doorgaans verbinden aan aandeelhoudersleningen waardoor zij in faillissement een deel van haar ingelegde vermogen terugkrijgen. Daar wettelijke regels ontbreken, adviseren de onderzoekers aandeelhoudersleningen, in geval van faillissement, aan te merken als eigen vermogen waardoor zij achtergesteld zouden worden ten opzichte van de vorderingen van andere crediteuren.⁹²

Echter, met Abendroth sluit ik mij aan bij het oordeel van de Rechtbank Amsterdam inzake *One.Tel Ltd./Bink q.q.* Hoewel er naar huidig Nederlands recht geen regel bestaat die tot verstrekking van kapitaal in plaats van een lening of tot achterstelling van een vordering dwingt, biedt het recht in mijn optiek vanuit de *ex ante* benadering wel de mogelijkheid een contractuele achterstelling te zien als correctiemechanisme ter voorkoming dat de aandeelhouder misbruik maakt van zijn dubbele positie.

3.4 Misbruik tegengaan (ex post)

In de vorige paragraaf is aan bod gekomen op welke wijze het misbruik maken kan worden voorkomen. De opvolgende vraag die rijst is hoe dit kan worden tegengegaan. In beginsel is een aandeelhouder niet aansprakelijk voor schulden van de vennootschap, tenzij sprake is van bijvoorbeeld vereenzelviging, doorbraak van aansprakelijkheid in concernverhoudingen of aansprakelijkheid voor het feitelijk bepalen van het beleid.⁹³ De Hoge Raad heeft in zijn uitspraken het leerstuk van 'doorbraak van aansprakelijkheid' gecreëerd waardoor ook aandeelhouders onder bepaalde omstandigheden *achteraf* aansprakelijk gesteld kunnen worden (na een schadeveroorzakend feit). Deze paragraaf zal het onderscheid tussen de directe en de indirecte doorbraak van aansprakelijkheid bespreken. Vervolgens zal worden toegelicht welke situaties van aandeelhoudersaansprakelijkheid daaronder vallen en of de wetgever de mogelijkheden tot het maken van misbruik voldoende genormeerd heeft.

Directe doorbraak van aansprakelijkheid

De eerste grond voor doorbraak van aansprakelijkheid is *vereenzelviging*, ook wel de directe doorbraak genoemd. Reeds in 1977 constateerde Roelvink dat van vereenzelviging sprake is indien aan de afzonderlijke identiteit van de rechtspersoon moet worden voorbijgegaan, waar volgens Roelvink sprake van zal zijn 'indien de afzonderlijke identiteit van de rechtspersoon of

⁹¹ De Initiatiefnota over *private equity* is te vinden via *Kamerstukken II 2014/15*, 34267, 2. Het onderzoeksrapport 'Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief' is gepubliceerd onder *Kamerstukken II 2016/17*, 34267, 10.

⁹² *Kamerstukken II 2017/18*, 34267, 11. Zie tevens Ligterink e.a. 2017, p. 69.

⁹³ Sinninghe Damsté & Kemp, *Ondernemingsrecht 2017/117*.

de regel van exclusieve aansprakelijkheid het bereiken van een billijk resultaat schijnt te verhinderen'.⁹⁴ Deze grond is later door de Hoge Raad verder uitgewerkt. A-G Vranken maakt in zijn conclusie bij het arrest *Krijger/Citco* duidelijk dat van vereenzelving sprake is als zich een identiteitsverschil voordoet tussen twee door dezelfde persoon beheerste rechtspersonen waarbij de te vereenzelvigen rechtspersonen inwisselbaar zijn.⁹⁵ Later heeft de Hoge Raad in het *Rainbow*-arrest de definiëring aangevuld door te stellen dat vereenzelving 'het volledig wegdenken van het identiteitsverschil' is.⁹⁶ De Hoge Raad is echter terughoudend in het aannemen van vereenzelving en aanvaardt dit slechts wanneer er bijzondere omstandigheden meespelen.⁹⁷ Het gaat dan om gevallen waarbij misbruik is gemaakt van het identiteitsverschil tussen rechtspersonen op grond van artikel 2:5 BW.⁹⁸

Indirecte doorbraak van aansprakelijkheid

De tweede grond voor doorbraak van aansprakelijkheid is de leer van indirecte doorbraak. Deze doorbraak wordt onder bijzondere omstandigheden indirect, van opzij, bereikt krachtens de onrechtmatige daad (artikel 6:162 BW).⁹⁹ Met andere woorden, het handelen of het nalaten van een aandeelhouder wordt als onrechtmatige daad aangemerkt jegens schuldeisers. Het betreft hier een ex post benadering, omdat sprake is van een schadeveroorzakend feit. Ondanks de beperkte aansprakelijkheid kan een aandeelhouder op grond van een doorbraak alsnog aansprakelijk worden gesteld ten opzichte van crediteuren van de vennootschap. De beoordeling van deze kwestie is zeer casuïstiek, doch hebben zich in de jurisprudentie in grote lijnen bepaalde gevallen ontwikkeld waarin sprake is van doorbraak van aansprakelijkheid.

Sobi/Hurks II

De Hoge Raad heeft zich in het *Sobi/Hurks II*-arrest uitgelaten over de vraag of en in hoeverre een moedermaatschappij en/of een bestuurder aansprakelijk kan/kunnen worden gesteld voor verplichtingen van de vennootschap jegens derden. De kern van dit arrest is dat er een concernleidingsplicht geldt voor de moedermaatschappij; zij dient toezicht te houden op haar dochtervennootschap(pen) en dient rekening te houden met de gerechtvaardigde belangen van crediteuren van de dochtervennootschap(pen). Wanneer de moedermaatschappij nalaat in te grijpen wanneer er problemen (dreigen te) ontstaan bij een dochtervennootschap, is sprake van een schending van de zorgplicht. Wanneer deze zorgplicht wordt vertaald naar de in dit onderzoek relevante verhouding tussen enerzijds een aandeelhouder die een lening

⁹⁴ Roelvink 1977, p. 84 en 138.

⁹⁵ HR 9 juni 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1752 (concl. A-G J. Vranken), NJ 1996, 213 (*Krijger/Citco*), onder 19.

⁹⁶ HR 13 oktober 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA7480, NJ 2000, 698 (*Rainbow*).

⁹⁷ Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/835.

⁹⁸ Dorresteijn, *GS Rechtspersonen*, art. 2:24b BW, aant. 10. Zie ook Koster, *MvV* 2018/9.4. Gelet op de omvang van dit onderzoek zal deze grond niet verder worden behandeld.

⁹⁹ Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/837.

heeft verstrekt en anderzijds de vennootschap, spelen meerdere factoren een rol, zoals in hoeverre de aandeelhouder voldoende zicht heeft op de gang van zaken binnen de vennootschap en in welke mate sprake is van een intensieve bemoeienis met het beleid binnen de vennootschap. Voor een doorbraak van aansprakelijkheid is onder meer een hechte concernstructuur en een intensieve bemoeienis van de concernleiding is vereist.¹⁰⁰

Er zijn, zo stelt Klein Wassink, verschillende manieren om aan de zorgplicht te voldoen. Te denken valt aan het houden van voldoende toezicht op de vennootschap, voldoende inzicht hebben in het beleid, aanwijzingen geven aan het bestuur en zo nodig het afdwingen daarvan, voorkomen dat nieuwe verplichtingen worden aangegaan, indien nodig tijdig crediteuren waarschuwen en andere maatregelen nemen die in intensiteit kunnen verschillen.¹⁰¹

Categorieën van indirecte doorbraak

De indirecte doorbraak van aansprakelijkheid richting aandeelhouders is onder te verdelen in verschillende categorieën. In de literatuur zijn de meningen over het onderscheid hiervan verdeeld.¹⁰² Kemp destilleert uit literatuur en jurisprudentie vijf situaties van aandeelhoudersaansprakelijkheid. Ten eerste de situatie waarin de aandeelhouder betrokken is geweest bij het wekken van gerechtvaardigde verwachtingen van kredietwaardigheid van de vennootschap ten aanzien van een of meer crediteuren. Ten tweede de situatie dat sprake is van een hechte concernstructuur tussen de aandeelhouder en de vennootschap waardoor de aandeelhouder 'ingrijpmacht' heeft en zich bovendien intensief heeft bemoeid met het beleid van de (dochter)vennootschap. Ten derde het geval waarin de noodzakelijke financiering voor de vennootschap is stopgezet door de aandeelhouder of hij hier debet aan is. Vervolgens de situatie waarin de aandeelhouder op onrechtmatige wijze zijn eigen positie verbetert ten opzichte van de overige schuldeisers en tot slot, de situatie waarin de aandeelhouder zich onrechtmatig schuldig maakt aan vermogensonttrekking terwijl ernstig rekening wordt gehouden met een tekort.¹⁰³

Barneveld stelt daarentegen in zijn proefschrift vast dat er twee situaties zijn. Het eerste geval is de situatie waarin een aandeelhouder toestaat dat een vennootschap die afstevent op een faillissement nieuwe verplichtingen blijft aangaan en de schijn van kredietwaardigheid wekt.

¹⁰⁰ HR 21 december 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD4499, m.nt. M.J.G.C. Raaijmakers (*Sobi/Hurks II*). Ook volgt uit het arrest *Albada Jelgersma II* dat voor deze beoordeling de vraag of de moeder het beleid van de dochter heeft bepaald en of er (schijn)zekerheid van kredietwaardigheid is gewekt van belang is. Zie HR 19 februari 1988, ECLI:NL:HR:1988:AG5761 (*Albada Jelgersma*).

¹⁰¹ Klein Wassink, *Ondernemingsrecht* 2016/79, p. 388.

¹⁰² Zie ook Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/842.

¹⁰³ Kemp 2015, p. 278-296. Zie ook de artikelen 2:216 en 2:207 BW waarin de hoofdelijke aansprakelijkheid voor bestuurders ten aanzien van de vijfde situatie is neergelegd.

Hiervan is volgens hem sprake als een aandeelhouder een bepaalde mate van inzicht en feitelijke zeggenschap over het beleid van de vennootschap heeft en wist of behoorde te voorzien dat de vennootschap nieuwe verplichtingen niet zou kunnen nakomen en dat door een gebrek aan verhaal (nieuwe) crediteuren zouden worden benadeeld en de aandeelhouder niettemin nalaat zorg te dragen dat die schuldeisers daadwerkelijk worden voldaan. Als grondslag dient de schending van de bijzondere zorgplicht die deze aandeelhouder heeft vanwege zijn intensieve bemoeienis met de vennootschap. De tweede categorie bestaat uit gevallen waarin een aandeelhouder zich ten onrechte bezighoudt met vermogensonttrekking van de vennootschap. In dit laatste geval onttrekt de aandeelhouder die tevens de rol van schuldeiser vervult vermogen aan de vennootschap, terwijl hij op dat moment ernstig rekening moet houden met de mogelijkheid van een tekort op basis van de financiële positie van de vennootschap. Voor een succesvol beroep op deze grond is voldoende dat de aandeelhouder de vermogensonttrekking bewerkstelligt door, bijvoorbeeld in te stemmen met een uitkeringsbesluit in de algemene vergadering van aandeelhouders, terwijl hij in de wetenschap is dat er sprake is van een tekort.¹⁰⁴

Het feit dat er voor voornoemde gevallen een doorbraak van aansprakelijkheid op de loer ligt, zal naar mijn mening zorgen voor een rem op het handelen van aandeelhouders. Ik licht ter verduidelijking de tweede categorie van Barneveld nader toe; de situatie dat de aandeelhouder zich ongeoorloofd bezighoudt met het onttrekken van vermogen aan de vennootschap.¹⁰⁵ Krachtens artikel 2:216 lid 1 BW is de algemene vergadering van aandeelhouders bevoegd tot bestemming van de winst. Echter, het zijn niet alleen de aandeelhouders die de uitkeringen vaststellen. Het bestuur speelt hier een prominente rol. Het tweede lid van voornoemd artikel bepaalt immers dat het bestuur de uitkering slechts dient te weigeren indien het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden.

Mijns inziens worden de mogelijkheden tot vermogensonttrekking door aandeelhouders genormeerd door de wetgever. Het feit dat een aandeelhouder betrokken is bij de financiering van een vennootschap heeft tot gevolg dat een doorbraak van aansprakelijkheid op de loer ligt. Gelet op de balanstest krachtens artikel 2:216 BW kunnen aandeelhouders niet zonder goedkeuring van het bestuur over gaan tot een formele dividenduitkering. Het bestuur dient op grond van artikel 2:239 lid 4 BW – indien dit uit de statuten blijkt – instructies van de algemene

¹⁰⁴ Barneveld 2014, p. 473-475. Zie ook de noot bij Rb. 's-Gravenhage 5 april 2013, ECLI:NL:RBDHA:2013:BZ6991, *JONDR* 2013/433, m.nt. J. Barneveld. Wel merk ik op dat het bestuur in deze kwestie een belangrijke rol heeft. Dit wordt later in deze paragraaf toegelicht.

¹⁰⁵ Deze uitleg geldt mijns inziens in zijn algemeenheid ook voor de overige situaties van aandeelhoudersaansprakelijkheid. Met het oog op de omvang van dit onderzoek zullen deze niet allemaal volledig worden toegelicht.

vergadering van aandeelhouders op te volgen, tenzij deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Indien aandeelhouders later (alsnog) een onterechte uitkering ontvangen, kunnen zij op grond van artikel 2:216 lid 3 BW verplicht worden tot vergoeding van het tekort dat door de uitkering is ontstaan als zij wisten of behoorden te weten dat de vennootschap na de uitkering niet haar opeisbare vorderingen kon voldoen. De aandeelhouder kan derhalve onder bepaalde omstandigheden aansprakelijk worden gesteld jegens de vennootschap ofwel crediteuren van de vennootschap. Zowel een curator als een individuele schuldeiser kan op grond van de onrechtmatige daad ex artikel 6:162 BW de aandeelhouder aanspreken tot schadevergoeding.¹⁰⁶

Volledigheidshalve merk ik op dat wanneer de vennootschap in financieel zwaar weer verkeert, de curator achteraf een beroep kan doen op de faillissementspauliana ex artikel 42 e.v. Fw. Indien de algemene vergadering van aandeelhouders kort voor het faillissement besluit tot dividenduitkering, waar het bestuur vervolgens goedkeuring voor geeft, zal de curator in beginsel met succes de faillissementspauliana kunnen invoeren aangezien relatief eenvoudig kan worden vastgesteld dat schuldeisers hierdoor benadeeld worden.¹⁰⁷ Ook zal mijns inziens in een besloten verhouding de wetenschap van benadeling, één der vereisten voor een succesvol beroep, *bij de aandeelhouders zelf* eenvoudiger kunnen worden aangetoond.¹⁰⁸ Eventueel kan de curator worden geholpen door de bewijsvermoedens in artikel 43 Fw. Deze grondslag laat ik verder, gelet op de omvang van dit onderzoek en de in dit hoofdstuk besproken vennootschapsrechtelijke kwesties, buiten beschouwing.¹⁰⁹

Onwenselijk en irrationeel gedrag?

Dat de leerstukken van doorbraak van aansprakelijkheid vandaag de dag nog altijd actueel zijn, blijkt onder meer uit het vrij recente faillissement van McGregor¹¹⁰, zoals reeds in het eerste hoofdstuk werd besproken.¹¹¹ Hier werd duidelijk dat meerdere aandeelhouders

¹⁰⁶ Op grond van het arrest *Nimox/Van den End q.q.* maakt het niet uit of de vorderingen van schuldeisers, die ten tijde van de benadeling al bestonden, vóór het faillissement zijn voldaan. De benadeling raakt dan alleen de schuldeisers van wie de vorderingen pas na de benadelingshandeling zijn ontstaan. Zie HR 8 november 1991, *NJ* 1992/174, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Nimox/Van den End q.q.*).

¹⁰⁷ Art. 42 lid 1 Fw.

¹⁰⁸ Art. 42 lid 2 Fw.

¹⁰⁹ Paragraaf 4.4 bevat een nadere uitwerking van de faillissementspauliana.

¹¹⁰ Het eerste openbaar verslag d.d. 1 september 2016 vermeldt dat de aandeelhouders van de groep geen verdere financiering wensten te verstrekken nadat er begin juni van een acuut liquiditeitstekort bleek. De holding zag zich derhalve genoodzaakt surseance van betaling aan te vragen. Het bestuur verzocht de aandeelhouders vervolgens om aanvullende liquiditeiten om de lopende kosten uit de verkoopopbrengsten van de verpande voorraden te voldoen. Zij hebben hier echter geen toestemming voor gegeven waardoor de surseances van de gelieerde vennootschappen van de McGregor Fashion Group B.V. zijn ingetrokken onder gelijktijdig uitspreken van de faillissementen. Onder andere de moedermaatschappij McGregor Fashion Group Holding B.V. is hierdoor, naast vele dochterondernemingen, op 28 juni 2016 failliet verklaard.

¹¹¹ Zie daarnaast ook het eerste faillissementsverslag van Mexx Europe B.V. d.d. 22 februari 2015, par. 5.3. Het Mexx-concern werd onder meer door aandeelhoudersleningen gefinancierd en er was een aandeelhouder die een pandrecht had verworven op IE-rechten.

gesecureerde leningen hadden afgesloten waardoor zij, middels allerlei garanties, een sterke positie hadden verworven in het faillissement. Gezamenlijk had de groep aandeelhouders, naast de vele zekerheden die zij hadden verworven, een vordering van ruim 31 miljoen euro¹¹². Een risico, zo blijkt ook uit dit faillissement, nu aandeelhouders op deze manier de regie in handen kunnen houden. Valt deze sterke positie, in het kader van de (doorbraak van) aansprakelijkheid, te rechtvaardigen?

Om deze vraag te kunnen beantwoorden, valt men terug op het uitgangspunt zoals in het begin van dit hoofdstuk omschreven; de regel van beperkte aansprakelijkheid waardoor aandeelhouders in beginsel niet aansprakelijk zijn voor de schulden van de vennootschap.¹¹³ Wanneer de aansprakelijkheid daarentegen niet doorbreekt naar de aandeelhouders kan dit onwenselijk gedrag stimuleren.¹¹⁴ Zo kunnen zij vermogen onttrekken uit de vennootschap, vorderingen van bepaalde schuldeisers voldoen en zich vervolgens verschuilen achter het uitgangspunt van de beperkte aansprakelijkheid. Eigen vermogen is minder eenvoudig aan de vennootschap te onttrekken dan vreemd vermogen. In mijn optiek zullen de artikelen 2:207 en 2:208 BW civielrechtelijk de kans op vermogensonttrekking van eigen vermogen minimaliseren.¹¹⁵ Ook kunnen aandeelhouders de vennootschap aansporen meer (inefficiënte) risico's te nemen.¹¹⁶ Een aandeelhouder met doorslaggevende zeggenschap kan bijvoorbeeld de vennootschap aanzetten tot het verrichten van betalingen die zijn *exposure* in een faillissement beperken of toestaan dat de vennootschap deze betalingen verricht, terwijl hij voorziet of behoort te voorzien dat de vennootschap in continuïteitsproblemen zal raken. Hij handelt hierdoor onrechtmatig.¹¹⁷ Let wel, aan het bestuur wordt ook in dergelijke gevallen een grote rol toegekend. Hoewel een controlerend aandeelhouder krachtens artikel 2:239 lid 4 BW¹¹⁸ een instructie kan geven aan het bestuur en het bestuur in beginsel is gehouden deze instructie op te volgen, tenzij dit in strijd is met het belang van de vennootschap en de met

¹¹² Uit het eerste faillissementsverslag d.d. 1 september 2016 van McGregor Fashion Group (insolventienummer F.13/16/293) blijkt onder 2.3 dat de totale uitstaande schuld aan Toeca MFG C.V., de commanditaire vennootschap waarin de vennootschappen van de aandeelhouders participeren, ongeveer 31 miljoen euro bedroeg. Op het moment van schrijven blijkt uit het meest recente faillissementsverslag (nr. 7 d.d. 31 augustus 2018) dat er wat betreft de ingediende vorderingen in principe geen wijzigingen hebben plaatsgevonden ten opzichte van het vorige faillissementsverslag. Uit het zesde verslag blijkt dat de gezamenlijke schuldenlast van de groepsvennootschappen ca. 53 miljoen euro bedraagt, verdeeld onder ca. 1.100 crediteuren.

¹¹³ Bainbridge & Henderson 2016, p. 45.

¹¹⁴ Zie uitgebreid Kraakman et al., 2017, p. 111-116.

¹¹⁵ Zie ook Albert 2001, p. 108.

¹¹⁶ Bainbridge & Henderson 2016, p. 42 en p. 47. Zie ook Jonkers, *Tvl* 2017/15.

¹¹⁷ HR 12 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2669, *NJ* 1998/727, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Coral/Stalt*). Zie tevens Barneveld & Corpeleijn, *Tvl* 2014/39. Ook Schimmelpenninck stelt dat de controlerend aandeelhouder in zijn eigen voordeel handelingen kan verrichten, juist omdat hij als *insider* over bijzondere kennis beschikt. Zie Schimmelpenninck, *Tvl* 2003, afl. 7.

¹¹⁸ Indien in de statuten is opgenomen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van aandeelhouders.

haar verbonden onderneming.¹¹⁹ Hoewel de instructie van de aandeelhouder niet wettelijk als zodanig verboden hoeft te zijn, kan dit er wel toe leiden dat voorzienbaar crediteuren worden benadeeld. Het bestuur is verplicht zich te verweren tegen (dit soort) al te indringende instructies. Via de voorzieningenrechter dan wel via de Ondernemingskamer middels een spoedvoorziening kan het bestuur in zo'n situatie vorderen dat de instructie naast zich neer te mogen leggen.¹²⁰ Bij een (deels) door aandeelhoudersleningen gefinancierde beursgenoteerde vennootschap, zoals de beurs-N.V., zal het risico op irrationeel gedrag van aandeelhouders lager zijn. Ook Abendroth wijst in zijn preadvies op een zogeheten systeem van *checks and balances* dat zorgt voor een natuurlijke rem op dergelijk gedrag.¹²¹ Het zal doorgaans zo zijn dat hoe groter de inmenging van de concernleiding op dochterniveau, hoe groter de kans op doorbraak van aansprakelijkheid jegens de crediteuren van die dochter.¹²²

Private equity en vermogensonttrekking

Dan nog een korte uitstap naar *private equity* investeerders en vermogensonttrekking. In het eerste hoofdstuk werd kort aandacht besteed aan de Initiatiefnota van Nijboer en Groot inzake de bescherming van bedrijven tegen *private equity* investeerders en het treffen van maatregelen die zijn gericht op het bestrijden van excessen daarvan. *Private equity* is in principe niet meer dan een gewone overname van alle of een deel van de aandelen in een (niet-beursgenoteerde) onderneming door een investeerder met het doel deze aandelen na een bepaalde termijn met winst door te verkopen.¹²³ Deze ondernemingen maken met enige regelmaat gebruik van aandeelhoudersleningen.¹²⁴ Zij investeren met name in besloten vennootschappen. Nijboer en Groot zijn van mening dat de huidige regels onvoldoende waarborgen bieden tegen de excessen, zeker nu er veel druk wordt uitgeoefend door met name Angelsaksische aandeelhouders. Barneveld heeft de nota vanuit ondernemingsrechtelijk perspectief beoordeeld en komt kort gezegd tot de conclusie dat het

¹¹⁹ Bij de invoering van de Wet Flex-BV lag de nadruk op dit punt. Zie *Kamerstukken II 2006/07*, 31058, 3 (MvT). Het beroep op strijdigheid met het vennootschapsrechtelijk belang wordt gezien als uitzondering op het geven van bindende instructies. Dit tast de beleidsvrijheid aan van de aandeelhouder echter niet aan. Zie Sangen, van der, *TvOB 2015/2*, p. 76.

¹²⁰ Sangen, van der, *TvOB 2015/2*, p. 72.

¹²¹ Abendroth e.a. 2013, p. 26.

¹²² Olaerts, in: *INSOLAD Jaarboek 2017*, p. 24. Ook de V&D werd na de overname door de *private equity* onderneming Sun Capital, naast eigen vermogen, gefinancierd met achtergestelde aandeelhoudersleningen ten bedrage van totaal 30 miljoen euro, welke met zekerheden waren verstrekt. In totaal heeft Sun Capital 212 miljoen euro aan V&D-vennootschappen ter beschikking gesteld door kapitaalstortingen en (achtergestelde) leningen. Zie het eerste faillissementsverslag d.d. 9 maart 2016, p. 3 en 19 (C/13/15/537 F). V&D werd, na een uitgesproken surseance van betaling op 22 december 2015, in staat van faillissement verklaard op 31 december 2015.

¹²³ Mol, *TOP 2010/4*, p. 146.

¹²⁴ Denk aan V&D, McGregor en ook het recent failliet verklaarde Intertoys, welke (gelieerde) vennootschappen (deels) met aandeelhoudersleningen werden gefinancierd. Deze keuze wordt vaak vanuit fiscaal oogpunt gemaakt, waarover meer in hoofdstuk 5. Zie Mol, *TOP 2010/4*, p. 147.

voorstel geen navolging behoeft, daar het bestaande normenkader voldoende mogelijkheden biedt om de excessen zoals uiteengezet in de nota tegen te gaan.¹²⁵

De invoering van de Wet Flex-BV zorgde voor een systeem waarbij onder andere aandeelhouders geen medewerking mogen verlenen aan vermogensonttrekkingen als zij redelijkerwijs voorzien dat de vennootschap daarna in continuïteitsproblemen zal raken. Dit op straffe van persoonlijke aansprakelijkheid.¹²⁶ Tegenwoordig wordt steeds vaker door *private equity* investeerders in de geldleningsovereenkomst vastgelegd op welke wijze zij voorzien dienen te worden van informatie. Mede hierdoor raken zij 'in control'. Bij een hechte verwevenheid kan er een zorgplicht rusten op de *private equity* onderneming jegens de schuldeisers van de onderneming waarin zij investeert. Deze zorgplicht leidt ertoe dat de *private equity* onderneming schadeplichtig kan zijn wanneer zij, indien zij weet of had moeten weten dat de vennootschap zonder ingrijpen in staat van faillissement zou worden verklaard, niet ingrijpt waar dit wel mogelijk was. Vanzelfsprekend wil een *private equity* onderneming deze doorbraak van aansprakelijkheid voorkomen.¹²⁷

3.5 Conclusie

Volgens het Nederlandse rechtsstelsel kan vanwege het uitgangspunt van een beperkte aansprakelijkheid – en een in mijn ogen in beginsel uitgesloten aansprakelijkheid¹²⁸ – een aandeelhouder in principe niet aansprakelijk worden gesteld. Het is de vennootschap zelf die de verantwoordelijkheid draagt en als zelfstandig rechtssubject aansprakelijk is voor de eigen schulden. Dit neemt echter niet weg dat aandeelhouders in geen enkel geval aansprakelijk gehouden kunnen worden voor de schade die door een belanghebbende is geleden.¹²⁹

Ex ante

Uit het onderzoek blijkt dat er naar huidig Nederlands recht geen regel bestaat die tot verstrekking van kapitaal in plaats van een lening of tot achterstelling van een vordering dwingt. Ik acht de mogelijkheid een contractuele achterstelling te zien als correctiemechanisme een voldoende waarborg om het misbruik maken van de dubbele positie van de aandeelhouder te voorkomen. Wanneer een aandeelhouder die tevens schuldeiser is zich schuldig maakt aan onrechtmatig handelen jegens crediteuren, zou een achterstelling mijns inziens een passende

¹²⁵ Barneveld, *Ondernemingsrecht* 2016/17, afl. 2.

¹²⁶ Hierbij merk ik op dat het kapitaalmarktrecht een verbodsbepaling kent op grond waarvan *private equity* investeerders gedurende 24 maanden na een overname vermogensonttrekkingen te laten plaatsvinden als deze niet zijn gefinancierd kunnen worden uit vrije reserves of winsten. Zie hiervoor de artikelen 4:37v, 4:37z Wet op het financieel toezicht (Wft) en art. 30 van de AIFM-Richtlijn. Daar het kapitaalmarktrecht buiten het bestek van dit onderzoek valt, blijft een verdere bespreking buiten beschouwing.

¹²⁷ Mol, *TOP* 2010/4, p. 151.

¹²⁸ Zie art. 2:175 lid 1 BW.

¹²⁹ Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/839. Zie ook Kemp 2015, p. 278-279.

mogelijkheid zijn de schade van de crediteuren te (enigszins) compenseren. Het kan daarnaast zorgen voor een redelijke verdeling van bedrijfsrisico's en wel op zodanige wijze dat dit acceptabel is voor alle betrokken partijen (denk ook aan crediteuren).

Ex post

Er zijn verschillende situaties waarin een aandeelhouder aansprakelijk gesteld kan worden. Zo zijn de volgende gevallen aan bod gekomen: het wekken van een schijn van kredietwaardigheid, een ingrijpmacht en intensieve bemoeienis van de aandeelhouder binnen een hechte concernstructuur, een stopzetting van een financiering door een aandeelhouder, een verbetering van de eigen positie ten opzichte van crediteuren en een ongeoorloofde vermogensonttrekking terwijl sprake was van een tekort. De leerstukken van de doorbraak van aansprakelijkheid, de onrechtmatige daad (en de faillissementspauliana) bieden mijns inziens voldoende waarborgen om misbruik van de dubbele positie van de aandeelhouder tegen te gaan. Ik zou de wetgever dan ook niet adviseren een aanvullende wettelijke regeling omtrent achterstelling van rechtswege op te nemen. Pas wanneer wordt vastgesteld dat een aandeelhouder een onrechtmatige handeling verricht, kan een vordering van een aandeelhouder worden achtergesteld. Een andere mogelijkheid tot achterstelling van de vordering is via de derogerende werking van de redelijkheid en billijkheid. Deze grondslagen bieden eveneens voldoende waarborgen om de kans op irrationeel en onwenselijk gedrag van aandeelhouders te minimaliseren. Op basis van *Sobi/Hurks II* kan een aandeelhouder met doorslaggevende zeggenschap die zich intensief bemoeit met het beleid daarnaast aansprakelijk worden gesteld op grond van de zorgplicht indien hij zich bewust was van het feit dat crediteuren door zijn handelen worden blootgesteld aan de financiële risico's.¹³⁰ Ook zal een aansprakelijkheidsstelling van het bestuur, indien zij ongeoorloofd instemmen met de winstuitkering, als stok achter de deur een voldoende waarborg bieden.

Opmerking verdient dat het in dit onderzoek voornamelijk gaat om de situatie dat een controlerend aandeelhouder niet tevens bestuurder is. In die gevallen is de regeling van formeel tegenstrijdig belang ex artikel 2:239 lid 6 BW niet van toepassing. Voor deze gevallen ontbreekt derhalve een regeling (denk aan *private equity* investeerders). Echter, in de praktijk komt het ook voor dat een controlerend aandeelhouder tevens bestuurder is. Dan geldt wel de regeling van een tegenstrijdig belang. Ondanks misbruik ex post kan worden tegengegaan door een beroep op de onrechtmatige daad pleit ook voor voornoemde gevallen voor een ex ante norm, met andere woorden een regeling vooraf die het handelen van een controlerend aandeelhouder niet zijnde bestuurder normeert. Hierbij doel ik op handelingen die niet binnen

¹³⁰ Zie ook Kemp 2015, p. 288.

het normale ondernemingsrisico vallen en extreem zijn te noemen. Men kan denken aan het geval dat een aandeelhouder de vennootschap opzadelt met een 'zware' geseceerde lening. Onder normale ondernemingsrisico's acht ik bijvoorbeeld het geval waarin een vennootschap schade ondervindt door een slechte winter waardoor de verkoop tegenvalt, een daling van de conjunctuur of een faillissement van een klant. Voor deze 'normale' gevallen is het redelijk dat de ondernemingsrisico's worden afgewenteld op crediteuren. Zij worden hier, zoals reeds uit voorgaand hoofdstuk bleek, tegen beschermd omdat zij via de leerstukken recht van reclame, garanties en eigendomsvoorbehoud contractueel onmiddellijke betaling kunnen vragen. Het is echter ongerechtvaardigd om extreme ondernemingsrisico's op crediteuren af te wentelen. Dit valt dan ook buiten het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid. Wanneer de controlerend aandeelhouder dus zelf een ondernemingsrisico creëert door een dergelijke financieringsconstructie op te zetten, zou wat mij betreft een regeling vooraf kunnen dienen om te ver gaande handelingen van deze aandeelhouders te normeren. Het afwentelen van extreme ondernemingsrisico's op crediteuren is immers oneerlijk en onredelijk.

Hoofdstuk 4

Het privaatrechtelijke thema

4.1 Inleiding

In het tweede hoofdstuk kwam reeds de economische benadering van de kwalificatievraag aan de orde. In het kader van een interne rechtsvergelijking zal in dit hoofdstuk het tweede 'raamwerk' worden behandeld. In paragraaf 4.2 zal de privaatrechtelijke benadering van de aandeelhouderslening worden behandeld. Voor een beter beeld besteed ik eerst aandacht aan het onderscheid tussen het eigen en het vreemd vermogen. Immers, er bestaat vooralsnog – privaatrechtelijk gezien – geen eenduidig antwoord op de vraag of een aandeelhouderslening als (verkapte vorm van) eigen vermogen dan wel als vreemd vermogen moet worden gezien. Paragraaf 4.3 zal de gevolgen bespreken die aan de kwalificatie verbonden zijn en op welke wijze vervolgens misbruik privaatrechtelijk kan worden voorkomen. Tot slot komt in paragraaf 4.4 de vraag aan bod hoe ex post misbruik kan worden tegengegaan.

4.2 De privaatrechtelijke duiding van een aandeelhouderslening

Reeds in de vorige eeuw heeft de Hoge Raad een belangrijk arrest gewezen omtrent de kwalificatie van een geldlening. Voor de fiscale gevolgen van de kwalificatie, hetzij een geldlening hetzij een kapitaalverstrekking, is in beginsel de civielrechtelijke vorm beslissend.¹³¹ Dit houdt in dat de voorwaarden voor de kwalificatie van een 'lening' in het fiscaal recht anders zijn dan de voorwaarden die het privaatrecht stelt. Maar wat dient men nu te verstaan onder de civielrechtelijke vorm? Alvorens de fiscaalrechtelijke behandeling aan bod komt, zal een begin worden gemaakt met een uitwerking van de privaatrechtelijke duiding.

Het onderscheid: eigen vermogen versus vreemd vermogen

Voordat wordt gepoogd de aandeelhouderslening privaatrechtelijk te kwalificeren, keer ik terug naar de basis; een privaatrechtelijke beschouwing van het eigen en vreemd vermogen. Het privaatrecht kent geen uniform kapitaalbegrip.¹³² Wel noemt artikel 2:373 BW enkele elementen die als eigen vermogen worden aangemerkt, te weten het geplaatste kapitaal, agio, herwaarderingsreserves, andere wettelijke reserves, statutaire reserves, overige reserves en niet verdeelde winsten. Het vreemd vermogen bestaat daarentegen uit verplichtingen of schulden die de vennootschap heeft.¹³³ Men kan denken aan obligaties, schulden aan banken en leveranciers en handelskrediet.¹³⁴ In de literatuur wordt door verschillende auteurs een onderscheid gemaakt tussen eigen en vreemd vermogen. Zo noemen Elsweyer en Stevens,

¹³¹ HR 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *BNB* 1988/217, m.nt. G. Slot (*Unilever*) en HR 11 maart 1998, *BNB* 1998/208c.

¹³² Strien, van, 2007, p. 15.

¹³³ In art. 2:375 lid 1 BW zijn verschillende vormen van schulden opgenomen.

¹³⁴ Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013/95.

gebaseerd op het werk van Van der Geld, vier algemene kenmerken waaraan de twee verschillende vermogensvormen te herkennen zijn. Het eerste onderscheid ziet op de wijze waarop en de mate waarin een schuldeiser meedeelt in eventuele winsten en verliezen van de vennootschap. Een tweede onderscheid is de looptijd van de 'schuld'. Eigen vermogen is in principe een onlosbare schuld van de vennootschap jegens de aandeelhouder met een onbeperkte terbeschikkingstelling. Een lening met een zeer lange looptijd of een lening waarbij partijen niets hebben afgesproken over een aflossing, kan zich dus laten kwalificeren als kapitaal. Een derde onderscheid is de afhankelijkheid van de vergoeding van de winst. Een financiering in de vorm van eigen vermogen kent een winstafhankelijke vergoeding, terwijl voor een financiering in de vorm van vreemd vermogen in de regel geen winstafhankelijke rente geldt. Let wel, ook al spreken partijen contractueel af dat een winstonafhankelijke rente geldt, in de praktijk kan zich desalniettemin een situatie voordoen waarin sprake is van een winstafhankelijke rente. Het vierde en tevens laatste onderscheid ziet op de zeggenschap binnen de vennootschap. Feit is dat doorgaans aan eigen vermogen, in tegenstelling tot vreemd vermogen, zeggenschap is verbonden.¹³⁵ Ook Van Strien sluit zich, in grote lijnen, aan bij voornoemde kenmerken.¹³⁶ Mijns inziens is dit onderscheid niet leidend en kan men niet in alle gevallen direct met zekerheid een vermogensvorm kwalificeren, daar tegenwoordig steeds vaker sprake is van hybride leningen.

Civilrechtelijke vorm

Vervolgens rijst de vraag hoe de civilrechtelijke vorm moet worden begrepen. Dit is relevant voor de in het volgende hoofdstuk te bespreken fiscale kwalificatievraag. Literatuurstudie toont aan dat, zo blijkt hieronder, de meningen verdeeld zijn. Ik merk op dat er twee stromingen zijn, enerzijds het uitgangspunt van de civilrechtelijke werkelijkheid en anderzijds de naam die partijen aan de geldverstrekking geven.¹³⁷ Haberham en Van Strien betogen dat bij de kwalificatie gekeken moet worden naar de naam die partijen aan de geldverstrekking geven.¹³⁸ Daar voegt Haberham aan toe dat de civilrechtelijke kwalificatie een overbodige tussenstap is en dat doorgaans wordt gedoeld op de civilrechtelijke presentatie.¹³⁹ Aan de andere kant pleiten Marres en Snoeij voor een civilrechtelijke werkelijkheid. Marres haalt het *Kaspische Zee*-arrest aan en is van mening dat ook de Hoge Raad blijkens dit arrest uitgaat van een formeel criterium dat verwijst naar de civilrechtelijke werkelijkheid. Voorts betoogt hij dat een mogelijk gewekte schijn daarbij irrelevant en niet doorslaggevend is.¹⁴⁰ Snoeij sluit zich aan bij

¹³⁵ Elswaier & Stevens 2018, p. 75-76.

¹³⁶ Strien, van, 2007, p. 16.

¹³⁷ Zo omschrijft ook Snoeij dit in zijn bijdrage. Zie Snoeij, *WFR* 2009/1582.

¹³⁸ Strien, van, 2007, p. 57-58.

¹³⁹ Haberham 1993, p. 131-132 en 159-160.

¹⁴⁰ Marres 2008, p. 22-23.

Marres' standpunt van de civielrechtelijke werkelijkheid.¹⁴¹ Uit het *Kaspische Zee*-arrest blijkt dat een terugbetalingsverplichting tot gevolg heeft dat de geldverstrekking als lening gekwalificeerd dient te worden.¹⁴² Desondanks de meningen verdeeld blijken, kan men op basis van voornoemd arrest concluderen dat de terugbetalingsverplichting volgens de Hoge Raad een essentieel beoordelingscriterium is om te bepalen of een geldverstrekking naar de civielrechtelijke vorm een lening is.

Privaatrechtelijke kwalificatie aandeelhouderslening

Vooropgesteld dient te worden dat een aandeelhouder zijn vennootschap kan financieren door middel van een geldlening. Zoals reeds in het eerste hoofdstuk aangegeven, ontbreekt een wettelijke grondslag op basis waarvan – anders dan door een overeenkomst – een vordering achtergesteld zou moeten worden. In het kader van contractsvrijheid kan een vordering geheel of gedeeltelijk achtergesteld worden, zo bepaalt artikel 3:227 lid 2 BW. Hiermee wordt een uitzondering gecreëerd op het uitgangspunt van de *paritas creditorum*. Voorts wordt de vraag of de aandeelhouderslening nu privaatrechtelijk wordt gezien als vreemd vermogen dan wel als (verkapte vorm van) eigen vermogen nog niet duidelijk beantwoord. Door het sluiten van een overeenkomst kunnen partijen verbintenissen aangaan tot betaling van geld. Privaatrechtelijk worden de aspecten van een geldlening geregeld in het nieuwe artikel 7:129 BW, dat per 1 januari 2017 het oude artikel 7A:1791 BW vervangt. Het eerste lid luidt als volgt: “De overeenkomst van geldlening is de kredietovereenkomst waarbij de ene partij, de uitlener, zich verbindt aan de andere partij, de lener, een som geld te verstrekken en de lener zich verbindt aan de uitlener een overeenkomstige som geld terug te betalen.”¹⁴³ Daarnaast bepaalt artikel 6:217 BW dat pas sprake is van een (aandeelhouders)lening zodra een meerzijdige rechtshandeling wordt aangegaan welke tot stand is gekomen door aanbod en aanvaarding. Relevant bij deze beoordeling zijn de bedoelingen van partijen.¹⁴⁴

Een aandeelhouderslening kan in mijn optiek als vreemd vermogen kwalificeren indien partijen een terugbetalingsverplichting hebben afgesproken en, indien zij niets hebben bedongen, deze bedoeling hebben gehad. Ook een achtergestelde aandeelhouderslening behoort mijns inziens tot het vreemd vermogen wanneer deze in beginsel wordt verstrekt tegen een bepaalde

¹⁴¹ Snoeij, *WFR* 2009/1582, paragraaf 3.

¹⁴² HR 8 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AV2327, r.o. 3.3-3.4, *BNB* 2007/104 (*Kaspische Zee*).

¹⁴³ Het uitgangspunt van de wetgever bij deze bepaling is dat het bedrag van de ter leen verstrekte hoofdsom moet worden terugbetaald door de geldnemer. De uitlener kan ook een natuurlijk persoon zijn en de lener kan, naast een consument of een rechtspersoon, ook een natuurlijk persoon zijn die handelt voor doeleinden die buiten zijn bedrijfs- of beroepsactiviteiten vallen. Zie Biemans, in: *T&C Burgerlijk Wetboek* 2019, art. 7:129 BW, aant. 1. Ook uit de memorie van toelichting blijkt dat de regeling niet slechts tot consumentenovereenkomsten beperkt is. Hieruit maak ik op dat het tevens van toepassing kan zijn op hybride leningen. Zie hiervoor *Kamerstukken II* 2015/16, 34442, 3, p. 3 (MvT).

¹⁴⁴ Orval & Groot, de, *FIP* 2011, nr. 4, p. 104.

rente en met het oogmerk afgelost te worden. Het risico van achterstelling wordt namelijk vaak gecompenseerd met een hoger, vast rentepercentage. Opmerking verdient wel dat, gelet op de contractsvrijheid, partijen in beginsel vrij zijn¹⁴⁵ een geldleningsovereenkomst in te vullen naar eigen wensen met als gevolg dat er oneindig veel variaties van overeenkomsten bestaan. Om deze reden slaag ik er dan ook niet in een eenduidig antwoord te formuleren op de vraag hoe een al dan niet achtergestelde aandeelhouderslening gekwalificeerd dient te worden.

4.3 Gevolgen kwalificatie en misbruik voorkomen (ex ante)

Het voorgaande leidt tot de vraag wat de gevolgen zijn van de kwalificaties en of, en zo ja, op welke wijze(n) privaatrechtelijk gezien misbruik kan worden voorkomen. Om dit te kunnen beantwoorden zal aandacht worden besteed aan een drietal mogelijke gevolgen. Er wordt bezien wanneer de rechtshandeling nietig verklaard dient te worden en of een nietig verklaarde rechtshandeling alsnog bekrachtigd kan worden zodra er een specifiek element (denk aan achterstelling) wordt toegevoegd of juist wordt weggelaten. Voorts wordt ingegaan op het leerstuk van de conversie en een eventuele toepassing daarvan. Voorafgaand aan de bespreking wijs ik volledigheidshalve nog op het feit dat, gezien de omstandigheden van het geval telkens kunnen verschillen, bij een beoordeling de specifieke situatie per contract c.q. verbintenis moet worden bekeken middels de uitleg van de Haviltex-regel.¹⁴⁶

Nietig

Het uitgangspunt van artikel 3:40 BW is dat ongeoorloofde rechtshandelingen van rechtswege ongeldig zijn. Op grond van het eerste lid van dit artikel is een rechtshandeling die door inhoud of strekking in strijd is met de goede zeden of openbare orde, nietig. Ook is, op grond van het tweede lid, een rechtshandeling die in strijd is met een dwingende wetsbepaling nietig.¹⁴⁷ De overeenkomst wordt, indien nietig verklaard, geacht nooit te hebben bestaan en komt daardoor geen rechtsgevolgen toe. Niet vereist is een daadwerkelijke benadeling van schuldeisers (zoals wel het geval is bij de faillissementspauliana en de onrechtmatige daad). Echter, de Hoge Raad oordeelde in 2014 dat een overeenkomst van geldlening tussen twee echtgenoten wel degelijk nietig was, daar de lening louter ten doel had schuldeisers te benadelen.¹⁴⁸

¹⁴⁵ Vanzelfsprekend gelden de dwingendrechtelijke bepalingen van het vermogensrecht en het contractenrecht. Denk hierbij aan art. 3:40, 6:231 e.v. en 6:248 lid 2 BW. Zie ook Wessels 2013, p. 30.

¹⁴⁶ HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158, NJ 1981, 635 (*Haviltex*).

¹⁴⁷ De achterliggende reden is dat de rechtsorde door de wet verboden overeenkomsten niet als geldig kan aanvaarden. Zie Asser/Sieburgh 6-III 2018/332.

¹⁴⁸ Zie HR 19 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3650, NJ 2015/290, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai waarbij volgens de Hoge Raad sprake was van een nietige geldleningsovereenkomst wegens strijd met de goede zeden, nu partijen hadden afgesproken dat A een substantieel deel van zijn vermogen aan echtgenote B in lening gaf. A hield vervolgens de volledige beschikking over zijn vermogen en bedongen was dat B haar (toekomstige) vorderingen aan A zou verpanden. Dit duidt op het bewust buiten de deur houden van schuldeisers. Volledigheidshalve merk ik op dat Wessels en Van Santen reeds in 2003 opmerkten dat 'geheime afspraken' niet per definitie in strijd zijn met de goede zeden of openbare orde gelet op de contractsvrijheid van partijen waardoor zij gerechtigd zijn de overeenkomst voor derden geheim te houden.

In de praktijk kan zich het volgende voordoen. Het normale ondernemingsrisico kan zoals gezegd gerechtvaardigd worden afgewenteld op crediteuren. De achterliggende gedachte is dat aandeelhouders een mogelijkheid moeten hebben risico's te nemen en daarbij niet ontmoedigd worden de vennootschap financieel te steunen in het kader van een reddingspoging.¹⁴⁹ Bij een aandeelhouderslening zal men dan ook niet te snel moeten neigen naar een onrechtmatig handelen. Echter, wanneer sprake is van een aandeelhouderslening die op voorhand gecureerd is en door omstandigheden (denk aan de rentelast) zo zwaar drukt op de kasstromen van de vennootschap, wordt naar mijn mening het ondernemingsrisico ongerechtvaardigd afgewenteld op crediteuren. Mijns inziens kan men in zulke situaties pleiten voor een nietige rechtshandeling, daar dit in strijd kan worden geacht met de openbare orde vanwege strijdigheid met de fundamentele beginselen van de huidige maatschappelijke organisatie.¹⁵⁰ Het gaat dan om het geval dat de aandeelhouder door zijn geldverstrekking aan de vennootschap misbruik maakt van zijn bevoegdheid en mogelijk prestaties bedingt die geen wettelijke grondslag hebben.¹⁵¹ Dit heeft tot gevolg dat de aandeelhouderslening, indien door de rechter nietig verklaard, naderhand wordt geacht nooit te hebben bestaan. De kans dat deze situatie zich voor zal doen, is groter indien een faillissement van de vennootschap met een redelijke mate van waarschijnlijkheid was te voorzien. Ook hier zal het juist een controlerend aandeelhouder zijn die door zijn positie als *insider* eerder kan voorzien of zich een dergelijke situatie voor zal doen op korte termijn. Ondanks voornoemde specifieke gevallen ben ik van mening dat er geen standaarden kunnen worden gegeven van situaties waarin nietigheid het gevolg is. Elke situatie is anders en zal zoals gezegd middels de Haviltex-maatstaf beoordeeld moeten worden.

Nietig, tenzij bekrachtiging

Wanneer de rechtshandeling nietig is verklaard, rijst de vraag of deze alsnog kan worden bekrachtigd. Een nietige, vermogensrechtelijke rechtshandeling is immers in beginsel vatbaar voor bekrachtiging krachtens artikel 3:58 BW. Het ontbrekende geldigheidsvereiste wordt na het verrichten van de rechtshandelingen alsnog vervuld, en wel met terugwerkende kracht tot het ogenblik waarop de nietige handeling werd verricht.¹⁵² Het moet dus gaan om een ongeldigheid krachtens de wet.¹⁵³ Indien partijen de rechtshandeling verrichten in de

¹⁴⁹ Zo pleit ook De Weijs, gebaseerd op concl. A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2008:BD7596, bij HR 12 september 2008, ECLI:NL:HR:22008:BD7596, *JOR* 2008/297, m.nt. M.H.J. van Maanen (*Van Dusseldorp q.q./Coutts Holding*). Zie tevens Abendroth e.a. 2013, p. 136.

¹⁵⁰ Deze beginselen geven vorm aan grondslagen waarop de ethische, juridische en economische orde van de samenleving steunt. Zie voor deze uitwerking Asser/Sieburgh 6-III 2018/345.

¹⁵¹ Zie Asser/Sieburgh 6-III 2018/345.

¹⁵² Zie Asser/Sieburgh 6-III 2018/659 en Potjewijd 2002, p. 1.

¹⁵³ Hijma, in: *T&C Burgerlijk Wetboek* 2019, art. 3:58, aant. 2. Een nietigheid kan berusten op het ontbreken van de wil, handelingsbekwaamheid, een vormgebrek, een gebrek in de inhoud, het ontbreken van een benodigde toestemming van een

verwachting dat zij later door bekrachtiging alsnog geldigheid verkrijgen, is bekrachtiging uitgesloten. In het licht van een mogelijk misbruik kan men zich de vraag stellen of een nietige rechtshandeling alsnog kan worden bekrachtigd zodra er een specifiek element wordt toegevoegd of weggelaten. Voor de situatie dat een aandeelhouder tevens bestuurder is, speelt artikel 2:14 BW een rol. Het eerste lid stelt dat een besluit van een orgaan van de rechtspersoon nietig is wanneer het in strijd is met de wet of statuten. Het tweede lid stelt dat een nietig besluit kan worden bekrachtigd wanneer het is genomen ondanks het ontbreken van een door de wet of de statuten voorgeschreven voorafgaande handeling van of mededeling aan een ander dan het orgaan dat het besluit heeft genomen. Ook voor de situatie waarin een aandeelhouder niet tevens kwalificeert als bestuurder kan, wanneer blijkt van een nietige rechtshandeling, naar mijn mening de rechtshandeling tussen de aandeelhouder en vennootschap met terugwerkende kracht geldig worden verklaard zodra partijen afspreken dat de vordering van de aandeelhouder wordt achtergesteld jegens de overige schuldeisers. Door het toevoegen van het element 'achterstelling' en de bekrachtiging heeft de geldleningsovereenkomst achteraf hetzelfde gevolg als zou zijn ingetreden wanneer de vordering van de aandeelhouder direct werd achtergesteld. Bovendien kan mijns inziens een nietige rechtshandeling alsnog worden bekrachtigd zodra partijen het element van 'zekerheden' weglaten. Denk hierbij aan het geval dat een aandeelhouder in ruil voor een geldlening zekerheden verwerft en deze, voor een geldig beroep op bekrachtiging, laat wegvallen. Hoewel ik hierboven als uitgangspunt nam de situatie dat een op voorhand gecureerde aandeelhouderslening die door omstandigheden zo zwaar drukt op de kasstromen van de vennootschap, kan in mijn optiek een rechtsgeldig beroep op bekrachtiging worden gedaan voor elk geval waarin de ondernemingsrisico's ongerechtvaardigd worden afgewenteld op crediteuren. Zo kan men ook pleiten voor het geval een aandeelhouder schuldeisers benadeelt door een in financieel zwaar weer verkerende vennootschap te lang door te financieren. Het is dan redelijk dat partijen, voor een geslaagde bekrachtiging, afspreken de vordering van de aandeelhouder achter te stellen. De vraag is echter waar de grens nu precies ligt van het 'normale' ondernemingsrisico. Ook al zal elke beoordeling afhangen van de concrete omstandigheden van het geval, in zijn algemeenheid pleit ik voor situaties waarin een aandeelhouder risico's heeft aanvaard terwijl voorzienbaar was dat door zijn handelen de schade is toegenomen ten opzichte van het geval waarin hij anders zou hebben gehandeld.

derde of op het ontbreken van enig vereiste dat de wet voor een bepaalde rechtshandeling stelt (denk hierbij aan de artikelen 3:84, 3:89 of 3:94 BW). Zie Asser/Sieburgh 6-III 2018/659-662.

Conversie

Ten derde de vraag hoe een aandeelhoudersleningsovereenkomst ingericht dient te worden waardoor een conversie mogelijk is. Dit houdt volgens artikel 3:42 BW in een omzetting bij een rechtshandeling. Het artikel luidt: *“Beantwoordt de strekking van een nietige rechtshandeling in een zodanige mate aan die van een andere, als geldig aan te merken rechtshandeling, dat aangenomen moet worden dat die andere rechtshandeling zou zijn verricht, indien van de eerstgenoemde wegens haar ongeldigheid was afgezien, dan komt haar de werking van die andere rechtshandeling toe, tenzij dit onredelijk zou zijn jegens een belanghebbende die niet tot de rechtshandeling als partij heeft medegewerkt.”* De vraag of een conversie kan worden toegepast, is afhankelijk van de strekking van de betrokken rechtshandelingen. Deze moeten qua strekking zozeer aan elkaar beantwoorden dat aan te nemen is dat partijen de als geldig aan te merken rechtshandeling zouden hebben verricht indien zij van de nietige zouden hebben afgezien. Hier wordt aan voldaan als de vervangende rechtshandeling aan partijen verschaft hetgeen zij blijkens hun (nietige) overeenkomst in economisch opzicht wilden bereiken.¹⁵⁴ De belangen van derden en de strekking van de norm die tot nietigheid heeft geleid, worden meegewogen bij de vraag of een conversie mogelijk is.¹⁵⁵ Een conversie vindt dan ook niet plaats wanneer dit jegens een belanghebbende die niet tot de nietige rechtshandeling als partij heeft meegewerkt, onredelijk zou zijn. Leveranciers of afnemers zouden zich wellicht kunnen verzetten tegen een conversie als hun belangen geschaad zouden worden.¹⁵⁶ Daarnaast moet men bij het leerstuk van conversie niet denken aan het geval dat partijen, nadat zij een nietige overeenkomst hebben gesloten, ter vervanging hiervan in werkelijkheid een nieuwe overeenkomst aangaan waaraan geen gebreken kleven.¹⁵⁷ Toegepast op de situatie dat een aandeelhouder een lening aan de vennootschap verstrekt, kom ik tot het volgende. Wanneer op grond van de redelijkheid en billijkheid kan worden geoordeeld dat de vervangende rechtshandeling aan de aandeelhouder en vennootschap verschaft hetgeen zij blijkens hun (nietige) overeenkomst in economisch opzicht wilden bereiken, en geen benadeling van derden ontstaat, kan een conversie worden toegepast. Anders geformuleerd, een rechter kan een ongeldig besluit converteren in een geldig besluit als aannemelijk is dat een ander besluit van gelijke strekking zou zijn genomen als van het nemen van het ongeldige besluit was afgezien.¹⁵⁸ Het is dan redelijk hen de vervangende rechtsgevolgen op te leggen.¹⁵⁹

¹⁵⁴ Asser/Sieburgh 6-III 2018/653. Dit laatste blijkt uit HR 21 januari 1944, NJ 1944/120 (*Van de Water/Van Hemme*).

¹⁵⁵ Asser/Sieburgh 6-III 2018/656.

¹⁵⁶ Vergelijk art. 3:58 lid 3 BW. Zie hierover ook Klis, van der & Lavrijssen, *MM* 1998/3, p. 81-82.

¹⁵⁷ Zo blijkt uit Asser/Sieburgh 6-III 2018/648.

¹⁵⁸ Vught, van, *WPNR* 2019/7240, p. 413.

¹⁵⁹ Asser/Sieburgh 6-III 2019/653.

(Privaatrechtelijke) schijnhandeling?

Een wat mij betreft relevante vraag is daarnaast of een aandeelhouderslening mogelijk ook privaatrechtelijk als schijnhandeling valt te kwalificeren. Het fenomeen ‘schijnlening’ is immers een term uit het belastingrecht. Het houdt in dat sprake is van een geldverstrekking die naar de schijn een geldlening is, maar naar de werkelijke bedoelingen van partijen een kapitaalstorting of winstuitdeling is.¹⁶⁰ Dit speelt zich in de praktijk voornamelijk af bij een moederverenootschap jegens haar dochter. De vraag of sprake is van een schijnlening hangt af van alle omstandigheden van het geval, waaronder ook de wijze waarop partijen uitvoering hebben gegeven aan hun rechtsverhouding en wat hun werkelijke bedoelingen waren.¹⁶¹ Met andere woorden, de wil van partijen¹⁶² en het realiteitsgehalte van de terugbetalingsverplichting zijn relevant bij de beoordeling. Indien dit laatste in werkelijkheid ontbreekt, is sprake van een als geldlening vermomde kapitaalstorting of winstuitdeling en niet van een geldlening.¹⁶³ Dit geldt zowel voor het civiele als voor het fiscale recht.¹⁶⁴ Volgens Marres is bij een schijnlening geen sprake van een terugbetalingsplicht.¹⁶⁵ Let wel, niet iedere schijnhandeling zal ongeoorloofd zijn. Er moet sprake zijn van een benadeling dan wel een schending van een wettelijke bepaling. Privaatrechtelijk gezien kunnen schijnhandelingen worden onderscheiden in enerzijds absolute en anderzijds relatieve schijnhandelingen.¹⁶⁶ Van een absolute schijnhandeling is sprake als partijen naar buiten de schijn wekken dat zij een bepaalde overeenkomst sluiten, terwijl zij heimelijk afspreken dat er geen wijzigingen plaatsvinden in de onderlinge rechtsverhouding.¹⁶⁷ Aan de andere kant is van een relatieve schijnhandeling sprake wanneer er een andere overeenkomst ligt verborgen achter een gesloten (schijn)overeenkomst, omdat (i) feitelijk een ander soort overeenkomst is beoogd of (ii) de werkelijke overeenkomst wordt gesloten tussen andere partijen.¹⁶⁸ In beide gevallen zal er een volkomen overeenstemming bestaan tussen wil en verklaring, omdat partijen dit hebben gewild en ook onderling hebben verklaard dit zo te willen.

¹⁶⁰ Marres 2008, p. 21-24.

¹⁶¹ Rb. Gelderland 8 mei 2019, ECLI:NL:RBGEL:2019:1966, r.o. 4.5.

¹⁶² Zie Concl. A-G C.W.M. van Ballegooijen, ECLI:NL:PHR:2006:AV2327, r.o. 2.5, bij HR 8 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AV2327, *BNB* 2007/104 (*Kaspische Zee*).

¹⁶³ Recent oordeelde de Rechtbank Noord-Nederland dat er, ondanks het ontbreken van een aflossingsplicht, rente en zekerheden, geen sprake was van een schijnlening, omdat de geldverstrekking in de boekhouding was verwerkt als een geldlening. Zie Rb. Noord-Nederland 8 maart 2018, ECLI:NL:RBNNE:2018:751, *V-N* 2018/28.2.2.

¹⁶⁴ Streek, van de, in: *Cursus Belastingrecht Vpb.2.4.4.E.f3*.

¹⁶⁵ Marres 2008, p. 22.

¹⁶⁶ Zie Asser/Sieburgh 6-III 2018/6.4, Cassel, van-van Zeeland, in: *GS Vermogensrecht*, art. 3:33 BW, aant. 5.10.1 (online). Zie ook Hillen-Muns, *Notariaat Magazine* 2017, editie 1.

¹⁶⁷ Zie bijvoorbeeld HR 19 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3650, *NJ* 2015/290, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai en Wessels & Santen, van, *Contracteren* 2003/3, p. 75.

¹⁶⁸ Zie voor een voorbeeld van een relatieve schijnhandeling HR 15 december 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA3863, *BNB* 2000/127. In casu werd een verzekeringsspolis verkocht en overdragen aan de koper die de koopsom onbetaald liet en de koopprijs via een derdengeldrekening van een notaris liet voldoen aan de verkoper. Hierdoor ontving de koper een vergoeding van 5%.

Van Strien stelt zich de vraag of voor de toepassing van het *Unilever*-arrest sprake moet zijn van een civielrechtelijke schijnhandeling, dan wel van een fiscaalrechtelijke schijnhandeling. Hij pleit voor een aanwezigheid van fiscaalrechtelijke schijn. Of er al dan niet wordt geconstateerd dat (tevens) sprake is van civielrechtelijke schijn, is in zijn optiek niet van belang. Het constateren van een civielrechtelijke schijn fungeert hoogstens als tussenstap voor de uiteindelijk fiscaalrechtelijke beslissing,¹⁶⁹

Op grond van bovenstaande ben ik van mening dat een schijnlening ook privaatrechtelijk gekwalificeerd kan worden.¹⁷⁰ Dit kan van toepassing zijn bij een aandeelhouderslening wanneer partijen richting derden de schijn wekken een geldleningovereenkomst te sluiten, maar feitelijk gezien andere bedoelingen hebben of indien achter de overeenkomst strekkende tot een aandeelhouderslening een andere overeenkomst ligt verborgen. Zodra wordt vastgesteld dat partijen een schijnlening hebben afgesproken, is het gevolg dat de lening wordt aangemerkt als kapitaalstorting in plaats van een geldlening.

4.4 Misbruik tegenaan (ex post)

Na een proactieve benadering zal tot slot worden gezien welke reactieve mogelijkheden het privaatrecht biedt om misbruik door een aandeelhouder die tevens schuldeiser is in vennootschappelijke verhouding tegen te gaan.¹⁷¹ De wet biedt in mijn optiek drie mogelijkheden, te weten de Peeters/Gatzen-vordering, de faillissementspauliana en tot slot de onrechtmatige daad.¹⁷² Deze grondslagen zullen hieronder aan bod komen.

Mogelijkheid 1: Peeters/Gatzen-vordering

Een eerste mogelijkheid is de bevoegdheid van de curator om in faillissement een Peeters/Gatzen-vordering in te stellen ten behoeve van de *gezamenlijke* crediteuren.¹⁷³ Franken merkt op dat er in de juridische literatuur twee stromingen bestaan met betrekking tot het begrip 'gezamenlijke schuldeisers'. Enerzijds de stroming dat de curator door het invoeren van de vordering slechts de individuele onrechtmatige daadvorderingen van afzonderlijke schuldeisers geldend kan maken. Dit leidt ertoe dat de vorderingen niet in de boedel vallen. Anderzijds bestaat de stroming die bepaalt dat de curator de vordering namens de

¹⁶⁹ Strien, van, 2004, p. 58-60.

¹⁷⁰ Voorts blijkt dat de schijnlening in werkelijkheid geen lening is, maar een kapitaalverstrekking. Deze dient ook naar burgerlijk recht als zodanig gekwalificeerd te worden. Zie *Kamerstukken II 2005/06, 30572, 8, p. 44 onder 1.*

¹⁷¹ Gelet op de omvang zal de focus liggen op de aandeelhouder in vennootschappelijke verhouding in plaats van een derde die ook aandeelhouder blijkt te zijn.

¹⁷² Voortbordurend op het faillissement van McGregor, zal in dit hoofdstuk geen terugkoppeling gemaakt kunnen worden naar praktijkvoorbeelden. Uit het laatste faillissementsverslag van de McGregor Fashion Group Holding B.V. d.d. 15 februari 2019 blijkt namelijk dat de curatoren op het moment van schrijven nog altijd bezig zijn met een rechtmatigheidsonderzoek. Zij verwachten in het tweede kwartaal van 2019 hun eerste conclusies te presenteren.

¹⁷³ HR 14 januari 1983, NJ 1983, 597 (*Peeters/Gatzen*).

gezamenlijke schuldeisers instelt ten behoeve van de boedel als zijnde 'reconstructievordering'. De vordering en opbrengst komen dan wel aan de boedel toe.¹⁷⁴ Er blijkt dus geen vastomlijnde betekenis te zijn van het criterium 'gezamenlijke schuldeisers'. Voor de vraag wat rechtens is, sluit ik mij aan bij het door de Hoge Raad geformuleerde criterium in het arrest *De Bont/Bannenberg q.q.* en zoals door Kortmann en Vermunt nader uitgewerkt in de noot bij dit arrest. Het moet gaan om een 'generieke' schuldeisersbenadeling, met andere woorden is een beroep op deze grond niet mogelijk indien gebaseerd op benadeling van slechts een bepaalde groep schuldeisers, ook als de opbrengst van de vordering via de boedel verdeeld wordt.¹⁷⁵ De opbrengsten van de vordering vallen uiteindelijk in de boedel en komt de gezamenlijke crediteuren ten goede in de vorm van een toename van het te verdelen boedelactief.¹⁷⁶ Voor een geslaagd beroep op deze grondslag zal in voldoende mate een collectief belang en homogeniteit van schuldeisers moeten worden vastgesteld, in die zin dat zonder de homogeniteit niet van benadeling van de gezamenlijke schuldeisers gesproken kan worden.

In het licht van de aandeelhouder die in een dubbele positie verkeert, geldt mijns inziens het volgende. Wanneer de curator in een faillissement ten behoeve van de gezamenlijke schuldeisers procedeert jegens de aandeelhouder kunnen er, zo merkt Barneveld terecht op in zijn proefschrift, complicaties ontstaan als vast komt te staan dat bepaalde crediteuren geacht moeten worden de aan de financiële structuur inherente risico's te hebben aanvaard. Er moet immers sprake zijn van een collectief belang en homogeniteit. Uit de *Watt*-zaak blijkt dat aan deze twee vereisten niet wordt voldaan indien een of meer (belangrijke) crediteuren in het faillissement van de vennootschap op de hoogte waren van de risico's die inherent waren aan de financiële constructie.¹⁷⁷ Wanneer een aantal crediteuren bekend is met de financiële structuur is het in de optiek van Barneveld niet het geval dat een aandeelhouder onrechtmatig handelt jegens de gezamenlijke crediteuren door deze structuur in het leven te roepen, daar zij geen crediteurenbelang meer hebben.¹⁷⁸ Wanneer aantoonbaar sprake is van een generieke schuldeisersbenadeling door bijvoorbeeld een ongerechtvaardigde vermogensonttrekking door een aandeelhouder die leidt tot een onrechtmatige daad kan de Peeters/Gatzen-vordering een waarborg bieden.

¹⁷⁴ Franken, *Tvl* 2018/16, p. 96.

¹⁷⁵ Zie ook Hooghoudt & Sissteren-Roessingh, *MvV* 2018/2, p. 42.

¹⁷⁶ HR 16 september 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7797, r.o. 3.5, AA 2006/10, m.nt. S.C.J.J. Kortmann en N.S.G.J. Vermunt (*De Bont/Bannenberg q.q.*).

¹⁷⁷ Rb. Rotterdam 25 januari 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV1859, r.o. 4.6, *JOR* 2012/167 (*Watt*).

¹⁷⁸ Barneveld 2014, p. 514 e.v.

Mogelijkheid 2: Faillissementspauliana

Een tweede mogelijkheid is de zogeheten faillissementspauliana. Dit instrument geeft exclusief de curator een instrument waarmee hij vermogensbestanddelen die zijn onttrokken aan de vennootschap kan terughalen in de boedel. Anders geformuleerd, het doel van dit instrument is het bestrijden van onoorbare verhaalsbenadeling van schuldeisers.¹⁷⁹ De pauliana kan worden onderscheiden in enerzijds gevallen waarin sprake is van een verplichte rechtshandeling (artikel 47 Fw) en anderzijds gevallen van een onverplicht verrichte rechtshandeling (artikel 42 Fw).¹⁸⁰ Wil de curator een succesvol beroep doen op artikel 42 Fw, dan zal aan drie cumulatieve vereisten voldaan moeten worden. Ten eerste moet sprake zijn van een onverplichte rechtshandeling verricht door de schuldenaar vóór faillietverklaring. Hiervan is sprake wanneer deze wordt verricht zonder dat daartoe een op de wet of overeenkomst berustende rechtsplicht bestaat.¹⁸¹ Ten tweede moeten schuldeisers zijn benadeeld in hun verhaalsmogelijkheden en ten derde is vereist dat de schuldenaar en zijn wederpartij wetenschap hadden van benadeling van schuldeisers. Aan de andere kant kan een curator zich beroepen op artikel 47 Fw indien hij aantoont dat de rechtshandeling verplicht is verricht. Dat wil zeggen, een rechtshandeling waartoe de schuldenaar desgevraagd veroordeeld zou worden door een rechter. Dergelijke rechtshandelingen kunnen enkel door de rechter worden vernietigd zodra de curator kan aantonen dat degene die de betaling ontving, wist dat het faillissement reeds was aangevraagd¹⁸² of dat de betaling het gevolg was van samenspanning tussen de schuldenaar en de schuldeiser met het oogmerk de schuldeiser boven andere schuldeisers te bevoordelen.

Het risico bestaat dat een aandeelhouder c.q. schuldeiser een lening aan de vennootschap verstrekt (in ruil voor zekerheden) in de wetenschap dat bij voortzetting van de activiteiten de vennootschap in financieel zwaar weer komt te verkeren. Zeker in het geval een aandeelhouder te lang doorfinanciert en de lening gecureerd is. Bovendien kan ook sprake zijn van een benadeling van schuldeisers bij een ongesecureerde lening. Gelet op het doel van de faillissementspauliana ben ik van mening dat dit leerstuk een voldoende waarborg biedt tegen het risico dat een aandeelhouder misbruik maakt van zijn positie als aandeelhouder en

¹⁷⁹ Weijden, van der, 2012, p. 9.

¹⁸⁰ De wet kent ook een 'gewone' pauliana welke is opgenomen in art. 3:45 BW. Deze wordt omwille van de omvang buiten beschouwing gelaten. Zie Wibier 2018, p. 191 e.v.

¹⁸¹ HR 3 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BN9366, r.o. 4.2, NJ 2010/651 (*Curatoren Air Holland/Stichting Garantiefonds*).

¹⁸² Het criterium 'wetenschap van de faillissementsaanvraag' is in het arrest *Van Dooren I* nader uiteengezet. De Hoge Raad heeft geoordeeld dat niet voldoende is wanneer degene die de betaling ontving, wist dat het faillissement te verwachten was of zelfs onvermijdelijk was. Zie HR 16 juni 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA6234, NJ 2000/578, m.nt. P. van Schilfgarde (*Van Dooren I/ABN Amro*).

tevens schuldeiser in een faillissement.¹⁸³ Ook sluit in mijn optiek de doelstelling van de Flex-BV nauw aan op deze visie. De wet heeft immers de strengere, wettelijke regels aangepast in open normen.¹⁸⁴

Mogelijkheid 3: Onrechtmatige daad

Wanneer een vennootschap geheel met (gesecureerde) leningen wordt gefinancierd, bestaat de kans dat de verhouding tussen het eigen vermogen en het door de aandeelhouder(s) ter beschikking gestelde (vreemd) vermogen uit balans raakt. Hierdoor wordt het ondernemingsrisico mogelijk ongerechtvaardigd afgewenteld op crediteuren. Bij een zeer evidente wanverhouding tussen deze twee financieringsvormen kan de aandeelhouder aansprakelijk worden gesteld op grond van de onrechtmatige daad.¹⁸⁵ Een aandeelhouder kan op grond van artikel 6:162 BW aansprakelijk zijn in eigen persoon, omdat hij zelf het schadeverwekkend gebeuren heeft doen ontstaan.¹⁸⁶ Dit geldt als uitzondering op de hoofdregel van de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders. Voor een succesvol beroep moet worden aangetoond dat sprake is van onrechtmatigheid, relativiteit, toerekening, een causaal verband en schade. Het is voor een individuele schuldeiser die zich beroept op de onrechtmatige daad doorgaans een lastige stap om aan te tonen dat een aandeelhouder specifiek jegens hem onrechtmatig heeft gehandeld. Een individuele schuldeiser heeft namelijk niet altijd de middelen en/of kennis zijn standpunten voldoende te onderbouwen. Vandaar dat ik concludeer dat een misbruikssituatie middels een beroep op de onrechtmatige daad door een individuele schuldeiser achteraf niet volledig kan worden voorkomen. In dat geval kan hij het initiatief bij de curator neerleggen. De uiteindelijke opbrengsten vloeien daardoor in de boedel en komen vervolgens ten goede aan de schuldeisers.¹⁸⁷

4.5 Conclusie

Duidelijk werd dat voor de kwalificatie van een geldlening de civielrechtelijke vorm relevant is. Dit is van belang zodat met die uitkomst een fiscaalrechtelijke kwalificatie gemaakt kan worden. In dit hoofdstuk werd duidelijk gemaakt dat er verdeelde meningen zijn in de literatuur over de uitleg. Voorts constateerde ik dat de vraag hoe een al dan niet achtergestelde aandeelhouderslening privaatrechtelijk gekwalificeerd moet worden, niet eenduidig te beantwoorden is. Echter, ik ben van mening dat wanneer partijen een betalingsverplichting

¹⁸³ Terug naar de McGregor-zaak waar vier aandeelhouders pandrechten hadden op vrijwel alle bezittingen. Het is voorstelbaar dat men zich afvraagt of hier sprake was van paulianeus handelen. Echter, de pandrechten waren in ruil gegeven voor een geldlening en berustten dus op een overeenkomst.

¹⁸⁴ De doelstellingen en hoofdlijnen van de Wet Flex-BV worden uiteengezet in de memorie van toelichting. Zie *Kamerstukken // 2006/07, 31058, 3 (MvT)*.

¹⁸⁵ Hiermee wordt bedoeld op de persoonlijke aansprakelijkheid in de zin van artikel 6:162 BW.

¹⁸⁶ Verheij 2019, p. 5.

¹⁸⁷ Thiel, van, *V&O* 2006, nr. 12, p. 221.

hebben afgesproken of dit hadden bedoeld, de aandeelhouderslening als vreemd vermogen gekwalificeerd kan worden. Ook zal een achtergestelde lening doorgaans het oogmerk hebben na een bepaalde termijn afgelost te worden.

Ex ante

Wat zijn nu precies de gevolgen van deze kwalificatie? Ik liet zien dat er in het algemeen drie gevolgen zijn. In mijn optiek kunnen rechtshandelingen die ertoe leiden dat buitengewone ondernemingsrisico's worden afgewenteld op crediteuren nietig worden verklaard. Als voorbeeld gaf ik de situatie waarin een aandeelhouder een lening aan de vennootschap verstrekt die door zware rentelasten zodanig drukt op de kasstroom van de vennootschap, met als gevolg dat het ondernemingsrisico *ongerechtvaardigd* wordt afgewenteld op crediteuren. Wanneer de aandeelhouder een insider is (denk aan een controlerend aandeelhouder), is de kans groter dat hij weet van een mogelijk faillissement. Ten tweede kan een nietige rechtshandeling in enkele gevallen met terugwerkende kracht geldig worden verklaard, indien er een bekrachtiging plaatsvindt en het element 'achterstelling' wordt toegevoegd of het element 'zekerheden' wordt weggelaten. Voor een geslaagd beroep hierop zal in mijn optiek bijvoorbeeld sprake moeten zijn van een lening die door omstandigheden zo zwaar drukt op de kasstromen van de vennootschap of de situatie dat crediteuren worden benadeeld doordat de aandeelhouder de in financieel zwaar weer verkerende vennootschap te lang doorfinanciert. Een derde gevolg, de conversie, acht ik mogelijk voor de gevallen wanneer de redelijkheid en billijkheid rechtvaardigen dat de vervangende rechtshandeling aan de aandeelhouder en vennootschap verschaft hetgeen zij blijkens hun (nietige) overeenkomst in economisch opzicht wilden bereiken en derden niet worden benadeeld. Tot slot maakte ik een uitstap naar de vraag of men kan spreken van een privaatrechtelijke schijnlening, een begrip uit het belastingrecht. Hiervan is privaatrechtelijk gezien sprake van (i) wanneer partijen richting derden de schijn wekken een geldleningovereenkomst te sluiten, maar feitelijk gezien andere bedoelingen hebben of (ii) indien achter de overeenkomst strekkende tot een aandeelhouderslening een andere overeenkomst ligt verborgen. Het gevolg hiervan is dat de lening wordt aangemerkt als kapitaalstorting in plaats van een geldlening.

Ex post

Voorts zijn drie manieren aan bod gekomen om het handelen van de aandeelhouder met een belangenverstremming *ex post* te normeren. Mijns inziens biedt de grondslag van de onrechtmatige daad een voldoende normering om, met inachtneming van alle relevante omstandigheden en belangen van actoren, misbruik door een aandeelhouder tegen te gaan. Hoewel ik constateerde dat het voor een individuele schuldeiser die niet beschikt over *inside information* lastiger zal zijn om haalbare argumenten aan te voeren, zal een curator in zijn

positie zeker een kans hebben om via de onrechtmatige daad het gedrag van aandeelhouders te normeren. Hij kan stellen dat de aandeelhouder aansprakelijk is in het geval hij een lening heeft verstrekt in de wetenschap dat de vennootschap in financiële problemen zou raken bij het voortzetten van de activiteiten. Ik acht het van doorslaggevend belang wanneer de aandeelhouder uit wanhoop een lening heeft verstrekt aan de vennootschap die reeds in financieel zwaar weer verkeerde. Ook kwam de faillissementspauliana aan bod. Vooropgesteld dient te worden dat deze grondslag wel in zekere zin de vrijheid van een aandeelhouder met een dubbele positie begrenst, in die zin dat de kans op vermogensonttrekking wordt verkleind. Echter, de faillissementspauliana biedt mijns inziens een mindere waarborg dan de onrechtmatige daad nu deze laatste grondslag flexibeler lijkt. Tot slot concludeerde ik nog dat de curator eventueel een Peeters/Gatzen-vordering kan instellen indien hij in het belang van de collectieve procedure optreedt.

Hoofdstuk 5

Het fiscaalrechtelijke thema

5.1 Inleiding

Het onderscheid tussen eigen en vreemd vermogen zorgt anno 2019 ook in de (vennootschaps)belastingpraktijk voor discussies.¹⁸⁸ Hoe een aandeelhouderslening zich fiscaal laat duiden, roept namelijk nog altijd vragen op. Na een bespreking van het vennootschapsrecht en het privaatrecht zal in dit laatste, fiscaalrechtelijke thema de achterliggende vraag worden behandeld onder welk regime men valt. Indien men pleit voor een behandeling als kapitaalstorting c.q. eigen vermogen, zal dit leiden tot niet van de winst aftrekbare dividendstromen met een onderwerping aan de dividendbelasting tot gevolg.¹⁸⁹ Aan de andere kant zullen, indien men spreekt van een aandeelhouderslening in de vorm van vreemd vermogen, de rentelasten in beginsel wel van de winst aftrekbaar zijn. Dit volgens het klassieke stelsel gemaakte onderscheid zal in paragraaf 5.2 aan bod komen. In paragraaf 5.3 wordt vervolgens getracht de fiscale behandeling van de aandeelhouderslening op te helderen en zal besproken worden dat de kwalificatie ook gevolgen heeft voor de invulling van de jaarrekening. Voorts wordt met deze informatie in paragraaf 5.4 het laatste 'raamwerk' ingevuld, specifiek de vraag hoe misbruik van de dubbele positie van een aandeelhouder die tevens schuldeiser is fiscaalrechtelijk kan worden voorkomen. In tegenstelling tot hoofdstuk 3 en 4 zal dit hoofdstuk niet ingaan op de ex post benadering, daar dit vanuit het fiscaalrechtelijke thema niet van toepassing is.¹⁹⁰

5.2 Klassieke stelsel: dividend versus rente

Volgens het klassieke stelsel bestaat er een strikte scheiding tussen de vennootschap (het lichaam) die winst behaalt aan de ene kant en de aandeelhouders die van de vennootschap een winstuitkering ontvangen aan de andere kant. De wetgever heeft als uitgangspunt voor de heffing van vennootschapsbelasting genomen dat elk lichaam in beginsel een fiscaal zelfstandig belastingsubject is.¹⁹¹ Vandaar dat het de vennootschap is die – als zelfstandige entiteit en losstaand van haar aandeelhouders – uiteindelijk voor de door haar behaalde winst met vennootschapsbelasting wordt belast. Dit is ook van toepassing op de uitkering aan aandeelhouders.¹⁹² De winst komt vervolgens, in de vorm van dividend, na belasting toe aan de aandeelhouders die zoals gezegd worden gezien als eigenaren van hun aandelen.

¹⁸⁸ Dit wordt bevestigd door Stevens en Kengatharam; zie Stevens & Kengatharam, *TvOB* 2018/3, p. 65.

¹⁸⁹ Let wel, dit is niet het geval bij een toepassing van de deelnemingsvrijstelling, waarover in paragraaf 5.3 meer.

¹⁹⁰ Binnen het fiscaal recht gaat het namelijk om een beoordeling vooraf. Immers zal doorgaans eerst een belastingaanslag gedaan moeten worden waarna de Belastingdienst voorziet in een reactie. Indien men het niet eens is met deze reactie, kan een procedure worden gestart.

¹⁹¹ Strien, van, 2007, p. 12.

¹⁹² Bouwman & Jong, de, 2005, p. 1-2.

Overigens is opvallend aan dit stelsel dat er een dubbele heffing plaatsvindt over de uitgekeerde winsten. Eerst wordt over de winsten van de vennootschap een vennootschapsbelasting geheven en vervolgens vindt er op het niveau van de aandeelhouder een heffing van inkomstenbelasting over de uitgedeelde winst plaats.¹⁹³

5.3 De fiscaalrechtelijke kwalificatie van de aandeelhouderslening

Uit voorgaand hoofdstuk bleek dat voor de fiscale kwalificatie van een geldlening de hoofdregel geldt dat de civielrechtelijke vorm van doorslaggevend belang is. Er bleken twee stromingen te bestaan in de literatuur: de civielrechtelijke werkelijkheid of de naam de partijen aan de geldlening geven.¹⁹⁴ De Hoge Raad heeft in 2006 beslist dat sprake is van een lening indien partijen een terugbetalingsplicht hebben afgesproken. Het is daarbij niet relevant of deze terugbetalingsverplichting voorwaardelijk of onzeker is.¹⁹⁵ Zoals op iedere hoofdregel bestaan ook op dit uitgangspunt uitzonderingsgevallen. Reeds in 1988 heeft de Hoge Raad in zijn arrest een drietal uitzonderingen geformuleerd: (i) een schijnlening, (ii) een verliesfinanciering (ofwel: een bodemlozeputlening) of (iii) een deelnemerschapslening.¹⁹⁶ Wanneer een van deze uitzonderingsgronden aan de orde is, stapt men van de hoofdregel af en is de civielrechtelijke vorm niet meer leidend.¹⁹⁷ Er vindt dan een herkwalificatie van de geldlening plaats; juridisch gezien betreft het een kapitaalsverschaffing in de vorm van vreemd vermogen, maar fiscaalrechtelijk behoort het tot het eigen vermogen van de vennootschap. Het gevolg hiervan is dat ontvangen en betaalde vergoedingen fiscaal worden aangemerkt als (deelnemings)dividend.¹⁹⁸ Een ander gevolg is, zodra het wordt gezien als fiscaal vermogen, dat de vergoeding voor de vermogensverstrekking niet ten laste van de winst komt. Zo wordt bijvoorbeeld volgens de eerste uitzondering (de schijnlening) de situatie dat een aandeelhouder een civielrechtelijke lening verstrekt, maar de intentie heeft kapitaal te verschaffen, fiscaalrechtelijk gekwalificeerd als een kapitaalverstrekking.

¹⁹³ Burgers e.a. 2019, p. 129.

¹⁹⁴ Hiervoor verwijs ik naar paragraaf 4.2.

¹⁹⁵ HR 8 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AV2327, *BNB* 2007/104 (*Kaspische Zee*).

¹⁹⁶ HR 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *BNB* 1988/217, m.nt. G. Slot (*Unilever*). Een schijnlening betreft een lening waarbij partijen in werkelijkheid de bedoeling hebben een kapitaalverstrekking tot stand te brengen. Wanneer de aandeelhouder een lening verstrekt waarvan hij op het moment van verstrekken weet of behoort te weten dat de lening niet (volledig) kan worden terugbetaald, spreekt men van een bodemlozeputlening. Tot slot is sprake van een deelnemerschapslening als sprake is van een winstafhankelijke rente, de hoofdsom is achtergesteld bij alle concurrente schuldeisers en de hoofdsom geen vaste looptijd heeft en slechts opeisbaar is bij faillissement, surseance van betaling of liquidatie (HR 11 maart 1998, ECLI:NL:HR:1998:AA2453, *BNB* 1998/208c). Zie Hoogenberg, *Vennootschap & Onderneming* 2012, afl. 9. Voor een nadere toelichting van deze drie uitzonderingen verwijs ik tevens naar Albert 2001, p. 87 e.v. en Stevens & Kengatharam, *TvOB* 2018/3, p. 66-67.

¹⁹⁷ HR 24 mei 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE3171, *BNB* 2002/231 m.nt. A.H.M. Daniels. Zie ook Brandsma 2003, p. 22-23.

¹⁹⁸ Snoeij, *WFR* 2009/1582.

Eigen vermogen

Het onderscheid tussen eigen en vreemd vermogen is voor het fiscale recht evident, gelet op de verschillende behandelingen van deze vermogensvormen. Wanneer een aandeelhouderslening als eigen vermogen wordt gekwalificeerd, leidt dit ertoe dat de vergoedingen worden aangemerkt als dividend. Dividend is een vergoeding voor het ter beschikking gestelde eigen vermogen. Op grond van artikel 1 lid 1 jo. 5 Wet op de dividendbelasting 1965 (Wet DB) wordt in beginsel 15% dividendbelasting geheven ten laste van gerechtigden tot de opbrengst van aandelen, winstbewijzen en *geldleningen*.¹⁹⁹ De Wet inkomstenbelasting 2001 (hierna: Wet IB) bepaalt vervolgens in artikel 3.8: “*Winst uit een onderneming is het bedrag van de gezamenlijke voordelen die, onder welke naam en in welke vorm ook, worden verkregen uit onderneming*”. Betalingen aan aandeelhouders in de vorm van dividend vormen geen nadeel uit onderneming en zijn daarom niet aftrekbaar.²⁰⁰ Uitgekeerd dividend is dan ook niet aftrekbaar bij de berekening van de fiscale winst krachtens artikel 10 aanhef en onder a Wet op de vennootschapsbelasting 1969 (hierna: VPB 1969).²⁰¹

Vreemd vermogen

Indien een aandeelhouderslening op grond van feiten en omstandigheden gekwalificeerd wordt als vreemd vermogen, is het gevolg dat de vennootschap verplicht is hierover vennootschapsbelasting te betalen, zo bepaalt de VPB 1969. De vergoeding die wordt betaald voor vreemd vermogen (de rente) is daarnaast in beginsel een aftrekbare kostenpost voor de vennootschap.²⁰² Indien sprake is van een onzakelijke lening, is een afwaarderingsverlies niet aftrekbaar. Bij de definiëring van een ‘onzakelijke lening’ is volgens de Hoge Raad van belang “*of een rente kan worden bepaald waaronder een onafhankelijke derde bereid zou zijn geweest eenzelfde lening te verstrekken, onder overigens dezelfde voorwaarden en omstandigheden. Indien de rente zodanig moet worden aangepast dat de lening in wezen winstdelend zou worden, moet worden verondersteld dat een debiteurenrisico wordt gelopen dat de onafhankelijke derde niet zou hebben genomen. Alsdan moet — behoudens bijzondere omstandigheden — ervan worden uitgegaan dat de betrokken vennootschap dit risico heeft aanvaard met de bedoeling het belang van haar aandeelhouder [...] te dienen*”.²⁰³ Bij de vraag of sprake is van een (on)zakelijke lening spelen de volgende elementen een rol: het bestaan van een leningsovereenkomst, het betalen of bijschrijven van rente, het bestaan van een aflossingsschema en het al dan niet instellen van zekerheden.²⁰⁴

¹⁹⁹ Met de term opbrengst wordt bedoeld de ‘bruto-opbrengst’, ofwel de opbrengst zonder aftrek van kosten.

²⁰⁰ Albert 2001, p. 15.

²⁰¹ Zie hieromtrent Burgers e.a. 2019, p. 129.

²⁰² Strien, van, 2007, p. 3.

²⁰³ HR 14 oktober 2016, *BNB* 2017/6, r.o. 2.4.1.

²⁰⁴ Dit is bepaald in HR 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108, m.nt. P.G.H. Albert, *BNB* 2008/191. Zie ook Schoenmaeckers, *WFR* 2019/88.

Gevolgen onderscheid voor de inrichting van de jaarrekening

De civielrechtelijke kwalificatie van de geldlening is niet alleen van belang voor de civielrechtelijke verhoudingen van partijen, maar ook voor het jaarrekeningenrecht en de vraag op welke wijze de jaarrekening moet worden ingericht. Anders geformuleerd, het onderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen is zeer evident voor de regelgeving rondom de jaarverslaggeving. Het jaarrekeningenrecht biedt inzicht in de financiële positie van de vennootschap en het fiscaal recht richt zich op het vaststellen van de verschuldigde belasting.²⁰⁵ Volgens de verslaggevingsstandaarden van de *RJ* vindt in de enkelvoudige jaarrekening de presentatie van eigen of als vreemd vermogen plaats op grond van de juridische vorm.²⁰⁶ De *IFRS* bepaalt in de *IAS*-norm 32.15 dat de presentatie moet plaatsvinden op basis van de *substance* van het instrument: er is sprake van vreemd vermogen indien er een verplichting tot aflossing/terugkoop geldt.

Het probleem is echter dat sommige vormen van eigen vermogen het karakter kunnen krijgen van vreemd vermogen.²⁰⁷ De Inspecteur kan, indien hij het oneens is met de kwalificatie, aantonen dat een bepaalde financiering als eigen vermogen gekwalificeerd dient te worden. Doorgaans zal hij zich beroepen op de argumenten dat partijen voordelige afspraken rondom de rente hebben gemaakt (ofwel geen ofwel een lage rente), er geen aflossingstermijnen zijn afgesproken of dat de termijn van de geldverstrekking dermate lang is dat het volgens de *IFRS*-regels kwalificeert als eigen vermogen.²⁰⁸ De Inspecteur wil bij een lening aan een dochtermaatschappij verstrekt door de moedermaatschappij, zo blijkt uit literatuurstudie, nog al eens stellen dat sprake is van een informele kapitaalstorting. Regelmatig blijken de voorwaarden waaronder de lening is verstrekt te veel af te wijken van wat onafhankelijke partijen op zakelijke condities doorgaans zouden afspreken. Naast voornoemde argumenten kan men ook denken aan de situatie dat de dochter geen zekerheden hoeft te verstrekken.²⁰⁹

Kortom, bij een financiering heeft een vennootschap de keuze uit twee soorten vermogen.²¹⁰ Ten eerste het eigen vermogen, welke is verkregen uit winstinhoudingen, aandelenemissies en informele kapitaalstortingen. Ten tweede het vreemd vermogen, aangetrokken van derden

²⁰⁵ Strien, van, 2007, p. 33.

²⁰⁶ De Raad voor de Jaarverslaggeving (ook wel: RJ) bepaalt dit in 240.207.

²⁰⁷ Het probleem dat sommige vormen van eigen vermogen het karakter kunnen krijgen van vreemd vermogen ontstaat doordat een lening terug te vorderen is. Zie hierover ook Sangen, van der, *TFO* 2018/156.1, p. 37. De problematiek in dit artikel ziet weliswaar op een coöperatie, maar is op dit punt tevens van toepassing op de besloten vennootschap.

²⁰⁸ *IFRS* 9 specificeert financiële instrumenten, waaronder het eigen vermogen, en speelt een rol bij de verwerking van leningen (via www.ifrs.org).

²⁰⁹ Burgers e.a. 2019, p. 138.

²¹⁰ In mijn optiek kan ook worden gesproken van een derde vorm, te weten de hybride financieringsvormen. Deze bevatten zowel kenmerken van eigen als van vreemd vermogen.

of aandeelhouders die tevens optreden als crediteur.²¹¹ De kwalificatie van een geldlening c.q. aandeelhouderslening is – naast de gevolgen voor de inrichting van het jaarverslag – fiscaalrechtelijk gezien van grote betekenis, daar vergoedingen op eigen vermogen (kapitaal) en vreemd vermogen (geldlening) verschillend belast worden.²¹² (Informeel) kapitaalstortingen vormen de tegenhanger van (verkapte) winstuitdelingen. Het verschil speelt zich, zo blijkt, binnen het fiscaal recht het meest af in de vennootschapsbelasting en dividendbelasting;²¹³ Zodra de vennootschap de aandeelhouder een vergoeding betaalt in de vorm van eigen vermogen, wordt deze gekwalificeerd als winstbestemming waardoor het niet aftrekbaar is. Gaat het echter om een rentebetaling, dan is deze in beginsel wel aftrekbaar van de winst.²¹⁴ Dit heeft mogelijk nadelige gevolgen voor de balans van de kapitaalmarkt. Met Van Strien ben ik het dan ook eens dat een zogeheten schuldfinanciering vanwege de gunstige behandeling fiscaal gestimuleerd wordt. Dit zorgt in zwaar weer voor minder sterke vennootschappen.²¹⁵

5.4 Misbruik voorkomen (ex ante)

In de rechtspraak is veel aandacht besteed aan een belangenverstremming van een aandeelhouder. Het gevaar bestaat dat de aandeelhouder een transactie of beloning ten gunste van zichzelf afwikkelt in het kader van zakelijk handelen.²¹⁶ Ook wordt in de praktijk getracht de inbreng van informeel kapitaal op zodanige wijze vorm te geven waardoor het lijkt alsof een lening wordt verstrekt. Vanwege het verschil in de fiscale behandeling kunnen er situaties ontstaan waarin een ‘overfinanciering’ van de vennootschap met vreemd vermogen plaatsvindt of gevallen waarin eigen vermogen wordt ‘omgevormd’ tot vreemd vermogen dan wel dividend wordt ‘vermomd’ als rente.²¹⁷ Om dergelijke misbruiksituaties te voorkomen, zal worden gekeken naar het leerstuk van de renteaftrek en een eventuele renteaftrekbeperking.

Renteaftrek

Bij de beoordeling of een renteaftrekregeling aan de orde is, zal vanzelfsprekend allereerst sprake moeten zijn van een aandeelhouderslening waarover rente is verschuldigd. Om fiscale renteaftrek te krijgen, moet ten eerste worden gezien of de rente zakelijk is, tenminste wanneer de ontvanger van de rente een gelieerde persoon is van de vennootschap. Daar is sprake van als het een aandeelhouder betreft. Ten tweede moet de (tot het zakelijke deel teruggebrachte)

²¹¹ Strien, van, 2007, p. 1.

²¹² Hoogenberg, *Vennootschap & Onderneming* 2012, afl. 9.

²¹³ Opmerking verdient dat het onderscheid ook binnen de inkomstenbelasting relevant is. Het gaat echter het bestek van dit onderzoek te buiten dit nader uit te werken.

²¹⁴ Zie Strien, van, 2007, p. 3-4.

²¹⁵ Strien, van, 2007, p. 51.

²¹⁶ Bouwman & Jong, de, 2005, p. 160.

²¹⁷ Burgers e.a. 2019, p. 140.

rente aan de artikelen 8c, 10 lid 1 onder d, 10a en 10d Wet VPB 1969 worden getoetst.²¹⁸ Wanneer na deze toets een renteaftrek niet wordt uitgesloten, zal men dienen te onderzoeken of de renteaftrek wordt uitgesteld op grond van de zogeheten rente-temporiseringsmaatregelen.²¹⁹

Indien een aandeelhouder geld leent aan de vennootschap tegen een vaste rente die uitgaat boven de normale rente die verschuldigd is over het soort krediet dat de aandeelhouder heeft verstrekt, dan vormt het bovenmatige deel van de rente een uitdeling indien deze is toegekend om de aandeelhouder als zodanig te bevoordelen. Als de rente afhankelijk is van de winst van de vennootschap, is deze niet aftrekbaar indien de rente verschuldigd is over een lening die aan de aandeelhouder als zodanig is opgenomen (zie ook artikel 9 lid 1 onder b Wet VPB 1969.²²⁰

Private equity maatschappij CVC vs. Pelican Rouge

Zoals gezegd is een vergoeding op een aandeelhouderslening in beginsel voor de vennootschap aftrekbaar. De Rechtbank Noord-Holland boog zich recentelijk nog over de vraag of de rente op een aandeelhouderslening aftrekbaar is van de fiscale winst.²²¹ Uitgaande van de civielrechtelijke vorm kwam de rechtbank tot de conclusie dat civielrechtelijk sprake is van een geldlening. Echter, de rechtbank overwoog dat Pelican Rouge de rente op de *achtergestelde* aandeelhouderslening niet in aftrek kan brengen, nu sprake is van een deelnemerschapslening. De aandeelhouderslening kon in het onderhavige geval namelijk niet los worden gezien van de door de aandeelhouder (een *private equity* onderneming) opgezette investeringsstructuur. Ook was de verschuldigde rente afhankelijk van de winst.²²² Daarmee kwalificeert de aandeelhouderslening fiscaalrechtelijk als eigen vermogen. Een belangrijk punt hierbij is dat de aandeelhouderslening is verstrekt door de enig aandeelhouder van de vennootschap, terwijl de door hem verstrekte gelden afkomstig zijn van investeerders die tevens aandeelhouder zijn van deze enig aandeelhouder. Verweerder beriep zich daarnaast op het standpunt dat sprake was van een schijnlening, maar kon dit niet aannemelijk maken. Deze bewijslast rust op de partij die zich op haar bestaan beroept, aldus de rechtbank.²²³

²¹⁸ Daaronder inbegrepen personen in de persoonlijke interessesfeer van de (middellijke) aandeelhouder/ natuurlijke persoon. Zie Albert 2004, p. 12-13.

²¹⁹ Artikelen 14a lid 8 en 9, 14b lid 6 en 15ad Wet Vpb 1969.

²²⁰ Bouwman & Jong, de, 2005, p. 170. Zie ook HR 5 juni 1957, *BNB* 1957/239 en HR 11 maart 1998, *BNB* 1998/208c.

²²¹ De fiscale winst binnen de vennootschapsbelasting komt overeen met het winstbegrip van de inkomstenbelasting. Art. 8 lid 1 Wet VPB 1969 verwijst hiervoor naar art. 3.8 Wet IB.

²²² Deze criteria blijken uit HR 11 maart 1998, ECLI:NL:HR:1998:AA2453, *BNB* 1998/208c.

²²³ Rb. Noord-Holland 16 november 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:9865.

Investeringsmaatschappij PAI vs. Hunkemöller

Een ander, zeer recent voorbeeld, betreft de kwestie rondom de complexe financieringsconstructies door *private equity* investeerder PAI die een zodanige constructie bedacht waardoor de belastingdruk kunstmatig laag bleef en waardoor zij vervolgens Hunkemöller kon overnemen. Hunkemöller bracht de rente van de aandeelhoudersleningen in mindering op de winst waardoor zij jarenlang belasting kon ontwijken. De Belastingdienst moest, om dit aan te vechten, derhalve aantoonbaar maken dat de verstrekte aandeelhoudersleningen in de praktijk uitsluitend verstrekt waren voor fiscale doeleinden of dienden als eigen vermogen (hierover wordt immers geen rente betaald).²²⁴

Renteaftrekbeperking: het leerstuk van *fraus legis*

Aandeelhouders zijn als belastingplichtige in beginsel vrij belasting te ontwijken, mits zij zich niet schuldig maken aan fraude. Zoals onder meer uit bovenstaande voorbeelden blijkt, lijken ondernemingen steeds vaker gebruik te maken van complexe financieringsconstructies waarmee belasting kan worden ontweken, in het bijzonder door gebruik te maken van de mogelijkheden van renteaftrek. Het Gerechtshof Amsterdam ging mee met het standpunt van de inspecteur en heeft, zo blijkt, tegen de constructie geageerd door vast te stellen dat investeringsmaatschappij PAI zich schuldig heeft gemaakt aan 'fraus legis' met de door haar verstrekte aandeelhouderslening ten behoeve van de overname van Hunkemöller.²²⁵ In het kader van voorkoming van misbruik kan in bepaalde gevallen de renteaftrek worden uitgesloten door een beroep op *fraus legis*.²²⁶ Daarvoor moet cumulatief voldaan worden aan twee vereisten: (i) een samenstel van rechtshandelingen is aangegaan met als doorslaggevend motief de verijdeling van de heffing van vennootschapsbelasting en (ii) de renteaftrek komt in strijd met het doel en de strekking van de Wet VPB 1969.²²⁷ Ook schijnleningen worden door de rechter aangepakt.²²⁸ Denk aan het geval dat de aandeelhouder een lening aan de vennootschap verstrekt die door de vennootschap als lening wordt geboekt waardoor hierover rente ten laste van de winst wordt gebracht. Of de situatie waarin wordt getracht de inbreng van informeel kapitaal zodanig vorm te geven waardoor sprake lijkt te zijn van een lening.²²⁹ De uitspraak van het gerechtshof lijkt nadelig voor *private equity* ondernemingen, nu ik eerder al constateerde dat zij in veel gevallen bedrijven financieren door middel van aandeelhoudersleningen. Opmerkelijk acht ik nog het feit dat het gerechtshof in casu de bewijslast heeft omgekeerd. Het is in beginsel aan de inspecteur om

²²⁴ Zie Berentsen & Brinker, den, *FD* 17 mei 2019 en Kooiman, *NRC* 23 mei 2019.

²²⁵ Hof Amsterdam 18 april 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:1504, r.o. 4.20 en 4.22.10.

²²⁶ Zie ook Burgers e.a. 2019, p. 217-219.

²²⁷ HR 21 november 1984, ECLI:NL:HR:1984:AC8603, *BNB* 1985/32, m.nt. H.J. Hofstra. Zie ook De Werd, in: *Cursus Belastingrecht FBR.7.5.3.A* en verder.

²²⁸ Zie paragraaf 4.3.

²²⁹ Burgers e.a. 2019, p. 151.

bewijs te leveren en tegenbewijs is mogelijk.²³⁰ Echter, in deze kwestie was het voor het gerechtshof al snel duidelijk dat sprake was van belastingontwijking. Hierdoor moest de belanghebbende, PAI, aantonen dat de aandeelhouderslening een zakelijke lening betrof. Laatstgenoemde is hier niet in geslaagd. Al met al wordt het de *private equity* ondernemingen door de aangescherpte renteaftrekbeperkingen lastiger gemaakt belasting te ontwijken.

Voorkeur voor vermogensvorm: onderscheid onwenselijk?

Ondernemingen lijken een achtergesteld vermogen te prefereren boven het aantrekken van additioneel eigen vermogen. Fiscaal gezien is dit gunstiger, daar een rentebetaling op achtergestelde leningen aftrekbaar is van de winst en dus alleen de ontvanger wordt belast. Een dividenduitkering wordt daarentegen in beginsel tweemaal belast, enerzijds als vennootschapsbelasting en anderzijds als inkomstenbelasting.²³¹ Daardoor zal een vennootschap eerder de neiging hebben het eigen vermogen te vervangen voor vreemd vermogen.²³² Om een bepaalde kwalificatie in de wacht te slepen (ofwel fiscaal vermogen c.q. eigen vermogen ofwel vreemd vermogen) is dus, zoals reeds in paragraaf 4.2 aan de orde kwam, de civielrechtelijke vorm in beginsel leidend, behoudens de door de Hoge Raad in het *Unilever*-arrest geformuleerde uitzonderingen.²³³ Ik merk nog op dat in de juridische literatuur door sommige auteurs wordt gepleit voor een opheffing van het onderscheid. Elswelier en Stevens betogen dat – vanuit sociaaleconomisch oogpunt – een wettelijke discriminatie van dividend ten opzichte van rente onwenselijk is, omdat dit een overmatige financiering met vreemd vermogen stimuleert, wat de vennootschap op zijn beurt kwetsbaar maakt voor economische tegenslagen.²³⁴ Ook in de optiek van Van Strien brengt een dergelijke stimulering het risico van ‘ongezonde’ financieringsverhoudingen met zich mee²³⁵ en is het volgens Stevens ‘de meest in het oog springende onevenwichtigheid van de Nederlandse vennootschapsbelasting’²³⁶.

5.5 Conclusie

De focus in dit laatste hoofdstuk ligt op het fiscaalrechtelijke thema, tevens het derde en laatste ‘raamwerk’ van dit intern-rechtsvergelijkend onderzoek. Tot op de dag van vandaag worden discussies gevoerd omtrent de vraag hoe een aandeelhouderslening zich fiscaalrechtelijk laat duiden. Het onderscheid is immers van groot belang. De vergoeding voor vreemd vermogen (rente) komt namelijk in mindering als kosten bij de winstbepaling. Daar staat tegenover dat

²³⁰ Zie ook Burgers e.a. 2019, p. 146.

²³¹ Wessels 2012/II.1.

²³² Albert 2001, p. 22.

²³³ HR 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *BNB* 1988/217, m.nt. G. Slot (*Unilever*).

²³⁴ Elswelier & Stevens 2018, p. 75.

²³⁵ Strien, van, 2007, p. 12.

²³⁶ Stevens, *WFR* 2004/1363.

een beloning aan verschafters van eigen vermogen (dividend) niet voor aftrek vatbaar is.²³⁷ Om een bepaalde kwalificatie in de wacht te slepen, is volgens de Hoge Raad de civielrechtelijke vorm doorslaggevend is, behoudens uitzonderingen. Echter, de praktijk laat zien dat vennootschappen doorgaans vreemd vermogen prefereren boven eigen vermogen gezien de gevolgen. Eigen vermogen leidt tot een onderwerping aan dividendbelasting, met als gevolg dat de rente niet van de winst aftrekbaar is. De voorkeur van een financiering in de vorm van vreemd vermogen kan worden verklaard vanwege een gunstiger regime; in dit laatste geval zijn de rentelasten immers wel aftrekbaar van de winst.

De kans bestaat dat aandeelhouders die tevens schuldeiser zijn transacties afwickelen ten gunste van zichzelf en inbreng van informeel kapitaal zodanig inkleden waardoor het lijkt alsof een lening wordt verstrekt. Om deze handelingen te voorkomen, is gekeken naar de regeling van renteaftrek. Daar in de praktijk een financiering in de vorm van vreemd vermogen de voorkeur verdient, zal een renteaftrek het gevolg zijn. Echter, een renteaftrek kan onder meer worden uitgesloten wanneer wordt voldaan aan de twee vereisten van de zogeheten fraude legis regeling. De achterliggende reden is dat op deze manier belastingontduiking kan worden voorkomen. Ook kunnen hierdoor mijns inziens situaties worden aangepakt waarin ondernemingen belasting ontwijken op een dusdanige manier waardoor zij fraude plegen. Uit de aangehaalde praktijkvoorbeelden blijkt dat voornamelijk *private equity* investeerders gebruik maken van complexe financieringsconstructies waarmee aandeelhoudersleningen worden verstrekt. Nu is het financieren van overnames met aandeelhoudersleningen an sich niet onwettig, maar er mogen zich geen situaties voordoen waarin onrechtmatige renteaftrek plaatsvindt. Door de recente uitspraak inzake de belastingontwijking door investeringsmaatschappij PAI wordt dergelijk handelen dan ook genormeerd. Een poging tot belastingontwijking zal immers nog een kleine kans van slagen hebben, daar de overheid – mede door toepassing van het leerstuk van ‘*fraus legis*’ – efficiënt kan optreden tegen dit soort handelen.²³⁸

²³⁷ Burgers e.a. 2019, p. 140.

²³⁸ Volledigheidshalve merk ik op dat de overheid naast het leerstuk van *fraus legis* ook belastingontwijking kan tegengaan middels (reparatie)wetgeving, interpretatie door de rechter, zelfstandige fiscale kwalificatie en een toepassing van een richtige heffing door de inspecteur. Gezien de omvang van dit onderzoek wordt hier niet nader op ingegaan. Voor een uitwerking hiervan verwijs ik naar Burgers e.a. 2019, p. 217 e.v.

Hoofdstuk 6

Conclusie

Het eerste hoofdstuk begon met de vraagstelling die centraal staat in dit onderzoek. Deze luidt als volgt:

"Welke mogelijkheden biedt het recht om misbruik van een afgesloten aandeelhouderslening tussen een aandeelhouder en een vennootschap door de aandeelhouder te voorkomen (ex ante) en tegen te gaan (ex post)?"

Met deze vraagstelling in gedachte is getracht een 'raamwerk' te ontwerpen waarmee de juridische houdbaarheid van aandeelhoudersleningen getoetst kan worden binnen een drietal rechtsgebieden, te weten het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht. Daarbij is gebruik gemaakt van de werkdefinitie van misbruik, waaronder de situatie wordt verstaan dat een aandeelhouder door zijn bijzondere positie van aandeelhouder en tevens schuldeiser in staat is voor te dringen in de rang van schuldeisers. Een dergelijk raamwerk ontbreekt immers tot op heden. Dit laatste hoofdstuk dient ter afsluiting van het onderzoek en, met inachtneming van alle bevindingen, de beantwoording van de centrale vraagstelling.

Ten eerste is in hoofdstuk 1 het kader van de aandeelhouderslening uiteengezet. Onder een aandeelhouderslening wordt in dit onderzoek verstaan een geldverstrekking van de aandeelhouder aan de besloten vennootschap. In de praktijk blijkt dat steeds vaker gebruik wordt gemaakt van deze financieringsconstructie. Een B.V. kan immers vandaag de dag, vanwege de afschaffing van de minimumkapitaaleis, op € 0,01 na geheel gefinancierd worden met vreemd vermogen. Het rechtseconomische kader, zoals besproken in hoofdstuk 2, laat zien dat aandeelhouders het voorrecht van beperkte aansprakelijkheid genieten. De achterliggende gedachte is dat zij hierdoor niet worden ontmoedigd risico's te nemen en dat de normale ondernemingsrisico's afgewenteld kunnen worden op crediteuren. Het komt namelijk bescherming toe, daar zij onmiddellijke betaling kunnen opeisen via de leerstukken van het recht van reclame, garanties en eigendomsvoorbehoud.

Een wettelijk kader voor de aandeelhouderslening als financieringsconstructie blijkt echter te ontbreken. Mede aan de hand van het faillissement van McGregor is de aandeelhouderslening als financieringsinstrument kritisch bekeken. Mede doordat aandeelhouders in ruil voor een geldverstrekking additionele rechten willen bedingen (zoals zekerheden en bepaalde rente) ontstaan situaties waarin zij naast de positie van aandeelhouder tevens de bijzonderheid hebben schuldeiser te zijn. Door deze bijzondere positie kunnen zij zich schuldig maken aan

misbruik, in die zin dat zij kunnen voordringen in de rang van schuldeisers dan wel hun positie gebruiken of misbruiken in de paritas creditorumverhoudingen. Om te bezien op welke wijze dit enerzijds kan worden voorkomen en anderzijds kan worden tegengegaan, is het vennootschapsrecht, het privaatrecht en het fiscaal recht kritisch bestudeerd.

Uit dit onderzoek is gebleken dat, zo volgt uit hoofdstuk 3, binnen het vennootschapsrecht geen wettelijk kader bestaat waarin wordt bepaald of een aandeelhouderslening als kapitaal dan wel als lening gekwalificeerd dient te worden. Evenmin ontbreken overtuigende argumenten om een vordering tot achterstelling te dwingen. De wet biedt op dit punt mijns inziens geen helder alternatief om misbruik ex ante te voorkomen. Dit vormt een lacune in het huidige rechtssysteem en komt de rechtszekerheid niet ten goede. Mede door de flexibele normen van het vennootschapsrecht zie ik, om misbruik te voorkomen, vanuit de proactieve benadering een achterstelling als correctiemechanisme. Wanneer een aandeelhouder onrechtmatig handelt en daardoor ondernemingsrisico's ongerechtvaardigd afwentelt op crediteuren, kan de achterstelling van de vordering in mijn optiek een passende remedie zijn. Dit lijkt mij een efficiënte opstap naar de reactieve benadering. Een aandeelhouder kan immers op grond van een doorbraak van aansprakelijkheid alsnog aansprakelijk gesteld worden. De wet biedt de mogelijkheid om misbruik achteraf via een beroep op de onrechtmatige daad tegen te gaan. Wel merk ik op dat er op die manier binnen het onrechtmatigedaadsrecht een nieuwe categorie lijkt te ontstaan waardoor dit recht wordt opgerekt. Belangrijk daarbij is dat bij een toetsing in acht wordt genomen dat de normschending ziet op het afwentelen van ongerechtvaardigde ondernemingsrisico's waardoor crediteuren schade lijden.

Voorts ben ik van mening dat wanneer de ondernemingsrisico's *ongerechtvaardigd* worden afgewenteld op crediteuren, privaatrechtelijk gezien drie gevolgen kunnen intreden. Hoofdstuk 4 laat zien dat in dergelijke gevallen de rechtshandeling tussen de aandeelhouder en vennootschap ten eerste nietig kan worden verklaard. Echter, deze nietige rechtshandeling kan mijns inziens worden bekrachtigd wanneer partijen overeenkomen de vordering van de aandeelhouder achter te stellen jegens overige crediteuren dan wel, indien aan de orde, de zekerheden die de aandeelhouder heeft verworven te laten vervallen. Tevens kan bij een ongerechtvaardigde afwenteling een beroep worden gedaan op conversie. Desondanks nog altijd onduidelijkheid bestaat over de grenzen van de normale ondernemingsrisico's, mede door de open normen die bij de invoering van de Flex-BV zijn ontstaan, ben ik van mening dat de volgende twee situaties zonder meer een ongerechtvaardigde afwenteling op crediteuren opleveren: (i) een aandeelhouder verstrekt een geldlening die door zware rentelasten zodanig drukt op de kasstroom van de vennootschap en (ii) de aandeelhouder financiert een in financieel zwaar weer verkerende vennootschap te lang door. Verder acht ik de onrechtmatige

daad een voldoende privaatrechtelijke waarborg om misbruik tegen te gaan. Afgezien van het feit dat een individuele schuldeiser doorgaans niet over voldoende middelen beschikt zich hierop te beroepen, zal een curator kunnen aanvoeren dat een aandeelhouder een lening heeft verstrekt in de wetenschap dat de vennootschap in financieel zwaar weer verkeerde en daardoor haar activiteiten niet meer kon voortzetten. Daarbij speelt wat mij betreft het feit dat een aandeelhouder in zo'n situatie handelt uit wanhoop een doorslaggevende rol. Door deze wettelijke mogelijkheden worden schuldeisers voldoende beschermd. Tevens biedt de faillissementspauliana een begrenzing van een vermogensonttrekking. Het bestuur heeft in deze gevallen wel een grote rol. De pauliana kent echter een minder flexibele regeling dan de onrechtmatige daad. Een derde en laatste mogelijkheid biedt in mijn optiek de Peeters/Gatzen-vordering, in te stellen door de curator wanneer een aandeelhouder een lening verstrekt waardoor de vennootschap in moeilijkheden komt te verkeren en haar activiteiten niet kan continueren, met een benadeling van de gezamenlijke crediteuren als gevolg.

Wat betreft het fiscaal recht blijkt uit hoofdstuk 5 dat ondernemingen een vermogensverschaffing in de vorm van vreemd vermogen prefereren, daar de vergoeding voor vreemd vermogen (rente) in mindering gebracht kan worden op de winst. Een verschaffing in de vorm van eigen vermogen (dividend) is daarentegen niet voor aftrek vatbaar. In de juridische literatuur wordt dit onderscheid door sommige auteurs onwenselijk geacht, nu dit kan zorgen voor een overmatige financiering met vreemd vermogen waardoor ongezonde verhoudingen kunnen ontstaan. Tevens kan door dit verschil in fiscale behandeling eigen vermogen worden 'omgevormd' tot vreemd vermogen dan wel dividend worden 'vermomd' als rente. Ik ben van mening dat de wet middels de huidige wettelijke renteaftrekbeperkingen en het leerstuk van *fraus legis* voldoende waarborgen biedt om misbruik te voorkomen.

Intussen zal de praktijk van aandeelhoudersleningen zich voortzetten en zullen (voornamelijk *private equity*) ondernemingen bij het aangaan van aandeelhoudersleningen wegens een gebrek aan wettelijke regelgeving de grenzen blijven opzoeken door het opstellen van complexe financieringsconstructies. Op basis van dit onderzoek concludeer ik dat het fiscaal recht voldoende kaders biedt om misbruiksituaties te voorkomen. Mede na bestudering van de besproken uitspraken lijkt de belastingwetgever zich bewust te zijn van het gebrek aan duidelijke grenzen en biedt dan ook – naast het besproken leerstuk van *fraus legis* – (reparatie)wetgeving, interpretatie door de rechter, zelfstandige fiscale kwalificatie en een toepassing van een richtige heffing door de inspecteur als handvatten. Wanneer dit wordt vergeleken met het vennootschapsrecht, concludeer ik dat binnen laatstgenoemd rechtsgebied concrete *ex ante* normen ontbreken om misbruik te voorkomen. Niet duidelijk is wanneer een vordering achtergesteld dient te worden. Daar ik de achterstelling enkel zie als

correctiemechanisme, pleit ik voor een duidelijk wettelijk kader omtrent achterstelling voor zowel het geval dat een controlerend aandeelhouder niet tevens bestuurder is alsmede voor de situatie waarin dit wel het geval is. Dit compenseert in beide gevallen de schade die crediteuren lijden. Tevens bieden zowel het vennootschapsrecht als het privaatrecht in mijn optiek voldoende normen om achteraf (ex post) misbruik door een aandeelhouder tegen te gaan.

Desalniettemin blijkt uit de zeer recente uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam van april 2019 inzake investeringsmaatschappij PAI dat rechters steeds vaker en effectiever optreden. Het is echter afwachten wat de daadwerkelijke invloed van onder andere deze uitspraak zal zijn. Gelet op de rechtszekerheid heeft de praktijk evenwel behoefte aan wettelijke regelgeving voor het aangaan van aandeelhoudersleningen. Ik acht een aandeelhouderslening in beginsel dan ook juridisch houdbaar, mits de rechtspraak zich de komende tijd, gezien de stijging in het gebruik van aandeelhoudersleningen, vaker zal uitpreken over de grenzen van deze leningen. Wanneer ik de drie thema's in samenhang bekijk, met de uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam in het achterhoofd, ben ik in ieder geval van mening dat de rechtspraak al de goede weg is ingeslagen.

Literatuurlijst

I. Boeken en dissertaties

Albert 2004

P.G.H. Albert, *Renteaftrek in de Wet Vpb 1969*, Amersfoort: Sdu Fiscale & Financiële Uitgevers 2004.

Albert 2001

P.G.H. Albert, *Fiscale aspecten van eigen en vreemd vermogen*, Amersfoort: Sdu Fiscale & Financiële Uitgevers 2001.

Asser/Sieburgh 6-III 2018

C.H. Sieburgh, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 6. Verbintenissenrecht. Deel III. Algemeen overeenkomstenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Asser/Van Mierlo 3-IV 2016

A.I.M. van Mierlo, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 3. Vermogensrechten algemeen. Deel IV. Zekerheidsrechten*, Deventer: Kluwer 2016.

Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa 2013

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IIa. NV en BV*, Deventer: Kluwer 2013.

Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009

G. van Solinge & M.P. Nieuwe Weme, *Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel II*. De naamloze en besloten vennootschap*, Deventer: Kluwer 2009.

Bainbridge & Henderson 2016

S.M. Bainbridge & T.M. Henderson, *Limited liability: a legal and economic analysis*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2016.

Bainbridge 2002

S.M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, New York: Foundation Press 2002.

Barneveld 2014

J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 120, Deventer: Kluwer 2014.

Bartman e.a. 2016

S.M. Bartman, A.F.M. Dorresteyn & M. Olaerts, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2016.

Biemans 2019, in: T&C Burgerlijk Wetboek 2019

J.W.A. Biemans, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek', in: H.B. Krans e.a. (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2019 (ook online).

Bouwman & Jong, de, 2005

J.N. Bouwman & M.G. de Jong, *Wegwijs in de Vennootschapsbelasting*, Amersfoort: Sdu Fiscale & Financiële Uitgevers 2005.

Brandsma 2003

R.P.C.W.M. Brandsma, *Hybride leningen* (Fiscale Monografieën, deel 106), Deventer: Kluwer 2003.

Burgers e.a. 2019

I.J.J. Burgers (red.), *Belastingrecht in Hoofdpijnen* (Fed Fiscale Studieserie nr. 38), Deventer: Kluwer 2019.

Cassel, van-van Zeeland, in: GS Vermogensrecht

F.M. van Cassel-van Zeeland, commentaar op art. 3:33 BW, in: J. Hijma (red.), *Groene Serie Vermogensrecht*, Deventer: Wolters Kluwer (losbladig en online).

Dorresteyn, GS Rechtspersonen

A.F.M. Dorresteyn, 'Nadere beschouwing van enkele concernrechtelijke onderwerpen', in: J.B. Huizink (red.), *Groene Serie Rechtspersonen*, Deventer: Kluwer.

Douma & Schreuder 2017

S. Douma & H. Schreuder, *Economic Approaches to Organizations* (sixth edition), New York: Pearson Education 2017.

Easterbrook & Fischel 1991

F.H. Easterbrook & D.R. Fischel, *The economic structure of corporate law*, Cambridge: Harvard University Press 1991.

Elsweier & Stevens 2018

F.J. Elswier & S.A. Stevens, *Hoofdzaken vennootschapsbelasting* (Fed Fiscale Studieserie nr. 31), Deventer: Kluwer 2018.

Haberham 1993

A.M. Haberham, *Fiscale aspecten van vreemd vermogen verstrekt door aandeelhouders* (Fiscale Monografieën, deel 65), Kluwer: Deventer 1993.

Hijma, in: T&C Burgerlijk Wetboek 2019

J. Hijma, 'Bekrachtiging of convalescentie', in: H.B. Krans e.a. (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2019 (boek en online).

Hoff 2009

G.T.J. Hoff, 'De aandeelhouder als schuldeiser: een ongenode gast?', in: *INSOLAD Jaarboek 2009*, Deventer: Kluwer 2009.

Kemp 2015

B. Kemp, *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positie en rol van aandeelhouders en aandeelhoudersvergadering*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 129, Deventer: Kluwer 2015.

Kiersch 2019, in: T&C Burgerlijk Wetboek 2019

E.D.G. Kiersch, 'Commentaar op Burgerlijk Wetboek', in: H.B. Krans e.a. (red.), *Tekst & Commentaar Burgerlijk Wetboek*, Deventer: Kluwer 2019 (ook online).

Kraakman et al. 2017

R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W. Ringe & E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2017.

Marres 2008

O.C.R. Marres, *Winstdrainage door renteaftrek (artikel 10a Wet op de vennootschapsbelasting 1969 na 'Werken aan winst')*, Deventer: Kluwer 2008.

Olaerts 2017

M. Olaerts, 'Concerndilemma's: laveren tussen de economische werkelijkheid en de juridische benadering van het concern', in: *INSOLAD Jaarboek 2017*, Deventer: Kluwer 2017.

Overkleeft 2017

F.G.K. Overkleeft, *De positie van aandeelhouders in beursvennootschappen* (Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 103), Deventer: Kluwer 2017.

Pitlo/Raaijmakers e.a. 2017

M.J.G.C. Raaijmakers e.a., *Pitlo. Het Nederlands burgerlijk recht. Deel 2. Ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 2017.

Potjewijd 2002

G.H. Potjewijd, *Bekrachtiging en convalescentie. Over de toepassing van art. 3:58 BW bij beschikkingen over andermans goed*, Deventer: Kluwer 2002.

Rensen 2005

G.J.C. Rensen, *Extra-verplichtingen van leden en aandeelhouders*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 83, Deventer: Kluwer 2005.

Roelvink 1977

H.L.J. Roelvink, 'Door rechtspersonen heen kijken', in: *Handelingen 1977 der Nederlandse Juristen-Vereniging deel 1, eerste stuk*, Zwolle: Tjeenk Willink 1977, p. 81-148.

Schilfgaarde, van, 2017

P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2017.

Slagter 1988

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

Strien, van, 2007

J. van Strien, *Renteaftrekbepalingen in de vennootschapsbelasting* (Fiscale Monografieën, deel 119), Kluwer: Deventer 2007, p. 57-58.

Verheij 2019

A.J. Verheij, *Onrechtmatige daad* (Monografieën Privaatrecht, nr. 4), Deventer: Kluwer 2019.

Weijden, van der, 2012

R.J. van der Weijden, *De faillissementspauliana*, Deventer: Kluwer 2012.

Weijs, de, 2014

R.J. de Weijs, 'Nieuwe regels omtrent aandeelhoudersleningen: tussen afdwingbaarheid en onrechtmatigheid in', in: *Preadvies NVR II 2013*, p. 87-143.

Werd, de, 2019

M.M. de Werd, 'Het doel- en strekkingsvereiste', in: *Cursus Belastingrecht (Formeel Belastingrecht) FBR.7.5.3.A*.

Wessels 2013

B. Wessels, *Achtergestelde vorderingen* (Monografieën Privaatrecht, deel 6), Deventer: Kluwer 2013.

Wessels 2009

B. Wessels, 'Gelijkheid van schuldeisers in insolventiezaken', in: *INSOLAD Jaarboek 2009*, Deventer: Kluwer 2009.

Wibier 2018

R.M. Wibier, *Compendium van het Nederlands faillissementsrecht*, Deventer: Kluwer 2018.

Wolf 2013

R.A. Wolf, *De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 116, Deventer: Kluwer 2013.

*II. Vaktijdschriften***Barneveld, *Ondernemingsrecht* 2016/17, afl. 2**

J. Barneveld, 'Strengere regels voor private equity? De initiatiefnota van Nijboer en Groot in ondernemingsrechtelijk perspectief', *Ondernemingsrecht* 2016/17, afl. 2, p. 82-88.

Barneveld & Corpeleijn, *Tvl* 2014/39

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

Dorsman, *MAB* 2003

A. Dorsman, 'Achtergesteld vermogen is niet altijd garantievermogen', *MAB* 2003, nr. 3, p. 119-121.

Fama & Jensen, *Journal of Law & Economics* 1983 I

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Separation of Ownership and Control', *Journal of Law & Economics* 1983, p. 301-325.

Fama & Jensen, *Journal of Law & Economics* 1983 II

E.F. Fama & M.C. Jensen, 'Agency Costs and Residual Claims', *Journal of Law & Economics* 1983, p. 327-349.

Franken, *Tvl* 2018/16

M.J.M. Franken, 'De Peeters/Gatzen-vordering en de gezamenlijke schuldeisers', *Tvl* 2018/16, p. 94-105.

Geffen, van, *Ondernemingsrecht* 2004/6

C.J.A. van Geffen, 'De grens tussen eigen en vreemd vermogen', *Ondernemingsrecht* 2004/6, p. 207-211.

Genderen, van, *De Gerechtsdeurwaarder* 2016, afl. 3

M.L. van Genderen, 'Achtergestelde leningen toerekenen aan het eigen vermogen', *De Gerechtsdeurwaarder* 2016, afl. 3.

Hillen-Muns, *Notariaat Magazine* 2017, editie 1

M. Hillen-Muns, 'Schijnhandelingen', *Notariaat Magazine* 2017, editie 1.

Hooghoudt & Van Sisseren-Roessingh, *MvV* 2018/2

P.J. Hooghoudt & D.C. van Sisseren-Roessingh, 'Een redelijke uitkomst als leidraad voor afbakening van de Peeters/Gatzen-vordering', *MvV* 2018/2, p. 41-49.

Jonkers, *TvI* 2017/15

A.L. Jonkers, 'McGregor, de houdgreep van de aandeelhouders en de rechtvaardiging van beperkte aansprakelijkheid', *TvI* 2017/15.

Kemp, *TvOB* 2015/6

B. Kemp, 'De rol en positie van de aandeelhouder bij een kapitaalvennootschap in financiële problemen', *TvOB* 2015/6, p. 216-227.

Klein Wassink, *Ondernemingsrecht* 2016/79

A.J.M. Klein Wassink, 'Gedachten over de invulling van moederlijke zorgplichten in doorbraaksituaties', *Ondernemingsrecht* 2016/79, p. 382-393.

Klis, van der & Lavrijssen, *MM* 1998/3

G.W. van der Klis & S.A.C.M. Lavrijssen, 'Gedane zaken nemen geen keer: de beperkte werking van de nietigheid', *MM* 1998/3, p. 79-83.

Koster, *MvV* 2018/9.4

H. Koster, 'Vereenzelviging?', *MvV* 2018/9.4, p. 288-294.

Krings, *V&O* 2014, nr. 2

J.I. Krings, 'Debt push-down door asset-stripping', *V&O* 2014, nr. 2, p. 15-22.

Kuijl, *O&F* 2002, afl. 50

J.G. Kuijl, 'Het onderscheid tussen eigen en vreemd vermogen bij de verschaffing van venture kapitaal', *O&F* 2002, afl. 50, p. 2-7.

Mol, *TOP* 2010/4

S. Mol, 'Top 10 juridische issues bij private equity transacties', *TOP* 2010/4, p. 146-153.

Orval & Groot, de, *FIP* 2011, nr. 4

M.J.H. Orval & M.N. de Groot, 'De achtergestelde aandeelhouder(slening)', *FIP* 2011, nr. 4, p. 102-105.

Rompen & Baks, *FR* 2018, afl. 11

J.W. Rompen & M.A.B. Baks, 'Aspecten van financiering door uitgifte van hybride instrumenten', *FR* 2018, afl. 11, p. 565-575.

Sangen, van der, *TFO* 2018/156.1

G.J.H. van der Sangen, 'De financiering van de coöperatie in civielrechtelijk perspectief', *TFO* 2018/156.1, p. 31-38.

Sangen, van der, *TvOB* 2015/2

G.J.H. van der Sangen, 'Enquêterecht en ondernemingsrechtelijke geschillenbeslechting in besloten verhoudingen', *TvOB* 2015/2, p. 72-87.

Sangen, van der, *TFO* 2013/127

G. J. H. van der Sangen, 'Een civielrechtelijke beschouwing over aandelen, kapitaal en vermogensbescherming bij de Flex-BV', *TFO* 2013/127, p. 145-160.

Schimmelpenninck, *TvI* 2003, afl. 7

R.J. graaf Schimmelpenninck, 'Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?', *TvI* 2003, afl. 7, p. 239-246.

Schoenmakers, WFR 2019/88

J. Schoenmakers, 'De fiscale behandeling van een aandeelhouderslening ter voorkoming van een faillissement', *WFR* 2019/88, p. 533-539.

Sinninghe Damsté & Kemp, Ondernemingsrecht 2017/177

M.H.C. Sinninghe Damsté & B. Kemp, 'Aansprakelijkheid van aandeelhouders: another view of the cathedral', *Ondernemingsrecht* 2017/177, p. 659-667.

Snoeijs, WFR 2009/1582

R. Snoeijs, 'De kunst van het kwalificeren van geldverstrekkingen voor fiscale doeleinden op basis van de civielrechtelijke vorm', *WFR* 2009/1582.

Stevens & Kengatharam, TvOB 2018/3

S.A. Stevens & S. Kengatharam, 'De fiscale kwalificatie van geldverstrekkingen', *TvOB* 2018/3, p. 65-77.

Stevens, WFR 2004/1363

L.G.M. Stevens, 'Fiscale Beleidsnotities 2005', *WFR* 2004/1363.

Thiel, van, V&O 2006, nr. 12

S.C.M. van Thiel, 'De individuele schuldeiser en de Peeters q.q./Gatzen-vordering, wachten op de curator?', *V&O* 2006, nr. 12, p. 218-223.

Vught, van, WPNR 2019/7240

K.A.M. van Vught, 'De rechtspersoon wikt, de rechter beschikt? Over de rechter die voor de rechtspersoon besluiten neemt (I)', *WPNR* 2019/7240, p. 406-414.

Weijss, de, WPNR 2008/6751

R.J. de Weijss, 'Vooruit met de achterstelling: over de positie van aandeelhoudersleningen in én voor faillissement', *WPNR* 2008/6751, p. 313-320.

Wessels & Santen, van, Contracteren 2003/3

B. Wessels & S.A.B. van Santen, 'Side letter: verboden geheime afspraak of welkome aanvulling', *Contracteren* 2003/3, p. 73-77.

Widen, The George Washington Law Review 2007, 75, issue 2

W.H. Widen, 'Corporate form and substantive consolidation', *The George Washington Law Review* 2007, 75, issue 2, p. 237-328 (via www.heinonline.org).

III. Parlementaire stukken en handelingen

Aanhangsel Handelingen II 2018/19, 2273.

Kamerstukken II 2018/19, 35249, 4.

Kamerstukken II 2018/19, 35249, 3.

Kamerstukken II 2017/18, 34267, 11.

Kamerstukken II 2016/17, 34267, 10.

Kamerstukken II 2015/16, 34442, 3 (MvT).

Kamerstukken II 2015/16, 34267, 7.

Kamerstukken II 2015/16, 34267, 3.

Kamerstukken II 2014/15, 34267, 2.

Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3 (MvT).

Kamerstukken II 2005/06, 30572, 8.

Kamerstukken II 2005/06, 30572, 3 (MvT).

Kamerstukken II 2003/04, 29752, 2.
Kamerstukken II 2001/02, 28034, 3 (MvT).

IV. Rapporten

Abendroth e.a. 2013

R.J. Abendroth, R. Fransis & R.J. de Weijs, *Achterstelling* (preadviezen 2013 NVR II).

Lennarts & Schutte-Veenstra 2004

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

Ligterink e.a. 2017

J.E. Ligterink, J.K. Martin & A.W.A. Boot, *Private Equity in the Netherlands: Value Creation, Redistribution and Excesses: Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief*, Amsterdam: Universiteit van Amsterdam, Faculty of Economics and Business 2017.

V. Krantenartikelen

Berentsen & Brinker, den, FD 17 mei 2019

L. Berentsen & G. den Brinker, 'Gerechtshof fluit Franse investeerder terug om fiscale truc bij Hunkemöller', *FD 17 mei 2019*.

Brinker, den, & Velden, van der, FD 22 februari 2019

G. den Brinker & L. van der Velden, 'Eigenaar failliet Intertoys vooraan bij schuldeisers', *FD 22 februari 2019*.

Koenis, RTLZ 22 februari 2019

C. Koenis, 'Intertoys-eigenaar Alteri ook eerste schuldeiser: "Verwerpelijke werkwijze"', *RTLZ 22 februari 2019*.

Kooiman, NRC 23 mei 2019

J. Kooiman, 'Fiscus jaagt op miljoenen uit oude private-equitydeals', *NRC 23 mei 2019*.

VI. Oraties

Weijs, de, 2016

R.J. de Weijs, *Wanorde? Hoe het faillissementsrecht zich tegen schuldeisers dreigt te keren* (oratie Amsterdam UvA), *Ondernemingsrecht 2016/123*, p. 605-619.

Jurisprudentielijst

Parket bij de Hoge Raad

- Concl. A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2017:112, bij HR 7 april 2017, ECLI:NL:HR:2017:635, *NJ 2017/177 (Jongepier q.q./Drieakker B.V.)*.
- Concl. A-G L. Timmerman, ECLI:NL:PHR:2008:BD7596, bij HR 12 september 2008, ECLI:NL:HR:22008:BD7596, *JOR 2008/297*, m.nt. M.H.J. van Maanen (*Van Dusseldorp q.q./Coutts Holding*).
- Concl. A-G C.W.M. van Ballegooijen, ECLI:NL:PHR:2006:AV2327, bij HR 8 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AV2327, *BNB 2007/104 (Kaspische Zee)*.

Hoge Raad

- HR 7 april 2017, ECLI:NL:HR:2017:635, *NJ 2017/177 (Jongepier q.q./Drieakker B.V.)*.
- HR 14 oktober 2016, ECLI:NL:HR:2016:2340, *BNB 2017/6*.
- HR 19 december 2014, ECLI:NL:HR:2014:3650, *NJ 2015/290*, m.nt. T.F.E. Tjong Tjin Tai.
- HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Cancun*).
- HR 3 december 2010, ECLI:NL:HR:2010:BN9366, *NJ 2010/651 (Curatoren Air Holland/Stichting Garantiefonds)*.
- HR 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108, m.nt. P.G.H. Albert, *BNB 2008//191*.
- HR 8 september 2006, ECLI:NL:HR:2006:AV2327, *BNB 2007/104 (Kaspische Zee)*.
- HR 16 september 2005, ECLI:NL:HR:2005:AT7797, r.o. 3.5, *AA 2006/10*, m.nt. S.C.J.J. Kortmann en N.S.G.J. Vermunt (*De Bont/Bannenbergh q.q.*).
- HR 24 mei 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE3171, *BNB 2002/231* m.nt. A.H.M. Daniels.
- HR 21 december 2001, ECLI:NL:HR:2001:AD4499, *NJ 2005, 96*, m.nt. S.C.J.J. Kortmann (*Sobi/Hurks II*).
- HR 13 oktober 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA7480, *NJ 2000, 698 (Rainbow)*.
- HR 16 juni 2000, ECLI:NL:HR:2000:AA6234, *NJ 2000/578*, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Van Dooren I/ABN Amro*).
- HR 15 december 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA3863, *BNB 2000/127*.
- HR 12 juni 1998, ECLI:NL:HR:1998:ZC2669, *NJ 1998/727*, m.nt. P. van Schilfgaarde (*Coral/Stalt*).
- HR 11 maart 1998, ECLI:NL:HR:1998:AA2453, *BNB 1998/208c*.
- HR 9 juni 1995, ECLI:NL:HR:1995:ZC1752 (concl. A-G J. Vranken), *NJ 1996, 213 (Krijger/Citco)*.
- HR 8 november 1991, *NJ 1992/174*, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Nimox/Van den End q.q.*).
- HR 6 oktober 1989, *NJ 1990, 286*, m.nt. J.M.M. Maeijer (*Beklame*).

- HR 19 februari 1988, ECLI:NL:HR:1988:AG5761 (*Albada Jelgersma*).
- HR 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *BNB* 1988/217, m.nt. G. Slot (*Unilever*).
- HR 18 februari 1987, ECLI:NL:HR:1987:BH6857, *BNB* 1988/248, m.nt. N.H. de Vries.
- HR 21 november 1984, ECLI:NL:HR:1984:AC8603, *BNB* 1985/32, m.nt. H.J. Hofstra.
- HR 14 januari 1983, *NJ* 1983, 597 (*Peeters/Gatzen*).
- HR 13 maart 1981, ECLI:NL:HR:1981:AG4158, *NJ* 1981, 635 (*Haviltex*).
- HR 5 juni 1957, *BNB* 1957/239.
- HR 21 januari 1944, *NJ* 1944/120 (*Van de Water/Van Hemme*).

Ondernemingskamer

- Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, *JOR* 2010, 189.
- Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BC1657, *JOR* 2008, 39.

Gerechtshoven

- Hof Amsterdam 18 april 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:1504.
- Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, ECLI:NL:GHARL:2015:1695, *JOR* 2015/160, m.nt. J. Barneveld (*P&O Partner B.V./curatoren*).
- Hof Amsterdam 19 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BY5611 (*Cancun*).
- Hof Amsterdam 31 maart 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ1687.
- Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51, m.nt. S.M. Bartman (*Carrier 1*).
- Hof Amsterdam 11 maart 2004, *JOR* 2004/190, m.nt. C.D.J. Bulten (*Pito B.V./Booij*).

Rechtbanken

- Rb. Gelderland 8 mei 2019, ECLI:NL:RBGEL:2019:1966.
- Rb. Noord-Holland 16 november 2018, ECLI:NL:RBNHO:2018:9865.
- Rb. Noord-Nederland 8 maart 2018, ECLI:NL:RBNNE:2018:751, *V-N* 2018/28.2.2.
- Rb. 's-Gravenhage 5 april 2013, ECLI:NL:RBDHA:2013:BZ6991, *JONDR* 2013/433, m.nt. J. Barneveld.
- Rb. Rotterdam 25 januari 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV1859, *JOR* 2012/167 (*Watt*).
- Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/293, m.nt. A.J. Tekstra (*Oude Grote Bevelsborg q.q./Louwerier q.q.*).
- Rb. Amsterdam 17 december 2008, *JOR* 2009/171 (*One.Tel/Bink q.q.*).
- Rb. Amsterdam 26 juli 2005 (*Carrier 1*; niet gepubliceerd).