



**UHASSELT**

**KU LEUVEN**



**Maastricht University**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Rechten

master in de rechten

### *Masterthesis*

#### *Achterstelling van aandeelhoudersleningen bij insolventie*

**Sander Claus**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de rechten, afstudeerrichting rechten

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Matthias STORME

De transnationale Universiteit Limburg is een uniek samenwerkingsverband van twee universiteiten in twee landen: de Universiteit Hasselt en Maastricht University.



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)

Universiteit Hasselt  
Campus Hasselt:  
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt  
Campus Diepenbeek:  
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

**2020**  
**2021**



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

**KU LEUVEN**



**Maastricht University**

# **Faculteit Rechten**

master in de rechten

***Masterthesis***

***Achterstelling van aandeelhoudersleningen bij insolventie***

**Sander Claus**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de rechten, afstudeerrichting rechten

**PROMOTOR :**

Prof. dr. Matthias STORME



## Dankwoord

Geachte Lezer,

Deze masterthesis over de achterstelling van de aandeelhouderslening bij insolventie zou niet tot stand zijn gekomen zonder de ondersteuning van Prof. Dr. M. Storme en Mr. V. Vereecke. Ook gaven zij mij de toestemming om mijn thesis vroegtijdig in te dienen. Om deze reden wens ik hen uitvoerig te bedanken.

Vervolgens wens ik de steun van mijn vriendin, Beau Gijbels te benadrukken in het maken van dit werk. Mede door haar steun en motivatie was het voor mij mogelijk om deze op een – relatief – korte tijd te finaliseren. Ik ben haar ook zeer dankbaar om mij een tweede werkplek aan te bieden, waar ik *coronaproof* een groot deel van mijn thesis heb kunnen schrijven.

Verder gaat er een dankwoord uit naar Jonas Claus, Ria Ernots en Beau Gijbels voor het nalezen van mijn onderzoek. Zij spendeerden de feestdagen van het coronajaar 2020 met het lezen van mijn thesis.

Tot slot wil ik graag van de gelegenheid gebruikmaken om enkele anderen te bedanken voor hun steun tijdens mijn gehele rechtenopleiding. Om te beginnen zou ik graag mijn ouders en mijn broer willen bedanken. Verder richt ik een lofzang aan Justine Dhoore, Floor Doucet en Valérie Vandecaetsbeek aangezien ze steeds bereid waren om me te helpen waar nodig. Vervolgens wens ik ook de steun van Fien Cornelissen, Ruben Vandenrijn, Joost Slegers, Niels Van Elsacker, Emmanuel Peeters en – *last but not least* – Pieter Beckers te benadrukken.

Alvast veel leesplezier gewenst.

Sander Claus

UHasselt, 4 januari 2021



## **Samenvatting**

Deze thesis vertrekt vanuit de volgende onderzoeksvraag: Biedt de gerechtelijke, of de wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening bij een ondergekapitaliseerde vennootschap voldoende waarborgen voor de schuldeisers bij insolventie?

De eerste conclusie binnen dit onderzoek is dat een gerechtelijke achterstelling voorkomt in België, Nederland en de Verenigde Staten van Amerika. Hierbij is de grondslag in België en Nederland echter nog voer voor discussie, aangezien deze nog moet worden gezocht. In de Verenigde Staten daarentegen is de gerechtelijke achterstelling wettelijk vastgelegd, waardoor er meer waarborgen zijn in hoofde van de schuldeisers.

De tweede bevinding van deze thesis is de rechtseconomische analyse van de achterstelling van de aandeelhouderslening bij een ondergekapitaliseerde onderneming. Er wordt een onderzoek gevoerd naar de maatschappelijke wenselijkheid van de gerechtelijke achterstelling enerzijds, en de wettelijke automatische achterstelling anderzijds. In deze titel wordt er geconcludeerd dat een wettelijke achterstelling van aanvullend recht het meest wenselijk is; afwijking op deze regels is bijgevolg slechts mogelijk wanneer de schuldeisers instemmen. Hierdoor blijven de rechten van de schuldeisers op een correcte manier gewaarborgd.

Tot slot wordt de wettelijke achterstelling van alle aandeelhoudersleningen onderzocht. Er wordt in dit hoofdstuk gekeken naar het Duitse rechtstelsel, daar dit recent gewijzigd is. Uit deze analyse wordt geconcludeerd dat er in Duitsland eerst een gerechtelijke achterstelling was, die achteraf werd aangepast naar een wettelijke achterstelling. Met deze actie probeerde de Duitse wetgever meer duidelijkheid te scheppen.

Ter conclusie van deze thesis kan gesteld worden dat vooral duidelijkheid belangrijk is om voldoende waarborgen te voorzien voor de schuldeisers. Desalniettemin kan er geconcludeerd worden dat een wettelijke, automatische, achterstelling er voor zorgt dat er meer zekerheid is voor schuldeisers. Steunend op rechtseconomisch onderzoek kan worden toegevoegd dat het maatschappelijk wenselijker zou zijn om deze regel van aanvullend recht te maken.



# Inhoudsopgave

<b>Dankwoord</b> .....	<b>1</b>
<b>Samenvatting</b> .....	<b>3</b>
<b>Inhoudsopgave</b> .....	<b>5</b>
<b>Verduidelijkingen</b> .....	<b>7</b>
<b>1 Inleiding</b> .....	<b>9</b>
<b>2 Probleemstelling en onderzoeksmethode</b> .....	<b>11</b>
2.1 Probleemstelling .....	11
2.2 Onderzoeksvragen .....	11
2.3 Methodologie.....	13
<b>3 Situering</b> .....	<b>15</b>
3.1 <i>Quid</i> achterstelling binnen het (Belgisch) insolventierecht? .....	15
3.2 <i>Quid</i> aandeelhoudersleningen? .....	16
3.3 <i>Ratio Legis</i> van de achterstelling van de aandeelhouderslening .....	16
3.3.1 Rechtsmisbruik .....	16
3.3.2 Dubbele positie van de aandeelhouder en de schuldeiser .....	17
3.3.3 Eerlijke verdeling van risico's en winstkansen .....	17
3.3.4 Controle door de kredietmarkt .....	18
3.3.5 Foutief wekken van schijn door aandeelhouders.....	18
3.3.6 Als oplossing en regulering van onderkapitalisatie .....	19
<b>4 Gerechtelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap</b> .....	<b>21</b>
4.1 Situering met behulp van Belgisch recht .....	21
4.2 De Belgische aanpak .....	22
4.2.1 Het leerstuk van rechtsmisbruik.....	23
4.2.2 Het leerstuk van de onrechtmatige daad .....	23
4.2.3 Rechtseconomische afweging .....	26
4.2.4 Conclusie van de Belgische aanpak .....	32
4.3 De Nederlandse aanpak .....	33
4.3.1 Situering van het insolventierecht .....	33
4.3.2 Situering van de achterstelling.....	34
4.3.3 Grondslag voor de gerechtelijke achterstelling .....	34



4.3.4	Conclusie .....	39
4.4	De aanpak in de Verenigde Staten van Amerika.....	41
4.4.1	Situering en grondslag.....	41
4.4.2	Analyse van <i>equitable subordination</i> .....	41
4.4.3	Conclusie .....	44
4.5	Rechtsvergelijkende conclusie .....	44
<b>5</b>	<b>Rechtseconomische afweging van de achterstelling van de aandeelhouderslening (aan de ondergekapitaliseerde onderneming) .....</b>	<b>47</b>
5.1	Situering .....	47
5.2	Agencykosten.....	48
5.2.1	<i>Overinvestment</i> en <i>Underinvestment</i> .....	49
5.2.2	<i>Underinvestment</i> vs. <i>overinvestment</i> : welk probleem overheerst? .....	52
5.3	Andere relevante factoren.....	54
5.3.1	<i>Monitoringskosten</i> .....	54
5.3.2	<i>screeningkosten</i> .....	55
5.3.3	Investeringsoptimisme .....	55
5.3.4	Diversificatie en risicoaversie.....	55
5.4	De vorm van de achterstelling .....	56
5.4.1	De achterstelling als dwingend of aanvullend recht.....	56
5.4.2	De wettelijke of gerechtelijke achterstelling.....	57
5.5	Conclusie.....	59
<b>6</b>	<b>De wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap .....</b>	<b>61</b>
6.1	Situering met behulp van Belgisch recht .....	61
6.2	De Duitse visie .....	61
6.2.1	Situering.....	61
6.2.2	Evolutie van de grondslag in Duitsland .....	62
6.2.3	Conclusie .....	66
<b>7</b>	<b>Conclusie .....</b>	<b>69</b>
<b>8</b>	<b>Bibliografie .....</b>	<b>71</b>

## **Verduidelijkingen**

### Het gehele werk

Achterstelling: *Indien er gesproken wordt over een achterstelling in eender welke vorm, is dit steeds in het kader van insolventie*

Wettelijke achterstelling: *Indien er gesproken wordt over een wettelijke achterstelling, wordt er bedoeld op een wettelijke, automatische, achterstelling; tenzij anders aangegeven.*

### Hoofdstuk 4

BW: *Burgerlijk Wetboek*

NBW: *Nieuw Burgerlijk Wetboek*

### Hoofdstuk 6

MoMiG: *Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*

GmbHG: *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*

GmbH: *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*



# 1 Inleiding

**1.** Indien de aandeelhouder in tijden van nood – bijvoorbeeld bij onderkapitalisatie – geld leent ter redding van zijn onderneming, wordt hij op dit moment behandeld als een doorsnee schuldeiser. Indien de onderneming uiteindelijk toch failliet gaat, zal de lening in dezelfde rang uitbetaald worden als de andere gewone – chirografaire – schuldeisers. Dit is een constructie die ervoor zorgt dat de aandeelhouder beter een lening geeft ten voordele van zijn onderneming in plaats van een simpele inbreng.

**2.** Deze dubieuze positie kan aanleiding geven tot onwenselijke omstandigheden in hoofde van de andere schuldeisers. De aandeelhouder kan namelijk door zijn lening uitstel geven aan een faillissement. Indien het faillissement na verloop van tijd dan toch intreedt, heeft de aandeelhouder voor het bedrag van de lening recht op zijn deel in dezelfde rang als de overige schuldeisers. Op deze manier worden deze benadeeld aangezien ze bij een proportionele verdeling minder kunnen krijgen. De aandeelhouder, op zijn beurt, kan een deel van zijn investering recupereren door het te categoriseren onder een lening.

**3.** In verschillende andere landen is men reeds lang bezig aan het doorgronden en oplossen van deze constructies. In Nederland vloeit er al enkele jaren inkt over de plek van een aandeelhouderslening bij een insolventie. Verder is er al zeer lange tijd een evolutie in de Verenigde Staten van Amerika en in Duitsland. In beide rechtstelsels werd de achterstelling op een andere manier gecodificeerd, al is de achterstelling van de aandeelhouderslening duidelijk vastgelegd in de Duitse wetgeving.

**4.** In dit onderzoek zal er toegespitst worden op een de achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde onderneming. De uiteindelijke conclusie zal bijgevolg geen betrekking hebben op een algemene regel tot achterstelling van de aandeelhouderslening.

**5.** Met deze analyse hoop ik een beeld te kunnen geven van de huidige situatie in België met een blik op de toekomst. Verder zal ik een rechtsvergelijkende analyse doen om de wenselijkheid aan te tonen van een automatische achterstelling. Het onderzoek zal ook aangevuld worden met rechtsvergelijkende studies van Duitsland en de Verenigde Staten van Amerika; die een uitgewerkt systeem hebben. Tot slot wordt ook de situatie in Nederland onderzocht aangezien er gelijkenissen zijn met de Belgische aanpak.



## 2 Probleemstelling en onderzoeksmethode

### 2.1 Probleemstelling

6. De opstart van een onderneming brengt altijd zekere risico's met zich mee. Om de ondernemer te beschermen tegen torenhoge schulden, is er de beperkte aansprakelijkheid binnen de vennootschap. Via deze weg kan de ondernemer-aandeelhouder, in beginsel, enkel aansprakelijk gesteld worden voor het geld dat hij er initieel had geïnvesteerd. De andere kant van de medaille is echter dat de aandeelhouder als laatste wordt uitbetaald – en bijgevolg wordt achtergesteld – bij een faillissement. Op deze manier krijgen de schuldeisers een zekere waarborg om hun vordering terug te krijgen.

7. Indien er echter door de aandeelhouder een lening wordt verschaft aan de onderneming, wordt hij bij faillissement voor het bedrag van de lening op dezelfde manier behandeld als alle andere schuldeisers. Via deze weg kan de aandeelhouder geld verschaffen aan de onderneming en terwijl een zekere waarborg behouden. Deze kapitaalinjectie kan er echter ook voor zorgen dat er interessante opportuniteiten kunnen worden uitgevoerd. De hamvragen bij de aandeelhouderslening is dan of er maatschappelijk wenselijke projecten worden uitgevoerd en hoe hoog het risico is dat de lening niet loont.

8. Deze vragen worden in het kader van dit onderzoek geplaatst in een situatie van een ondergekapitaliseerde onderneming. Op dat moment is de onderneming echter niet meer in staat om zijn activiteiten uit te voeren en – theoretisch – op de rand van een faillissement. In deze situatie is de aandeelhouder meestal de enige die nog geld in zijn onderneming wil investeren om hem overeind te houden. In dit geval zullen er – wegens de crisissituatie – ook gemakkelijk risicovollere projecten worden nagestreefd. Hier stelt zich dan de situatie dat de aandeelhouder een lening kan verschaffen die bij faillissement op dezelfde manier wordt verrekend als bij de overige schuldeisers.

9. In deze thesis zullen de waarborgen van de schuldeisers worden afgewogen tussen een gerechtelijke achterstelling en een automatische – wettelijke – achterstelling van deze aandeelhouderslening. Vervolgens kan er ook een verschil gemaakt worden tussen de gerechtelijke achterstelling door een algemene aansprakelijkheidsregel en een gerechtelijke achterstelling die letterlijk wordt vastgelegd in de wet.

### 2.2 Onderzoeksvragen

10. Gezien er in België nog niet zeer veel geschreven is over de gerechtelijk en automatische achterstelling van de aandeelhouderslening, is het aangewezen om dit werk te baseren op de beperkte literatuur die er is. Desalniettemin is er wel veel literatuur van Amerikaanse en Duitse oorsprong. Het onderzoek zal bijgevolg vertrekken vanuit volgende centrale onderzoeksvraag:

**Biedt de gerechtelijke, of de wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening bij een ondergekapitaliseerde vennootschap voldoende waarborgen voor de**

## **schuldeisers bij insolventie?**

**11.** Om deze onderzoeksvraag te ondersteunen zullen volgende subonderzoeksvragen gesteld worden:

**Wat is de gerechtelijk achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap en welke grondslagen kunnen hiervoor worden gevonden?**

**Welke bron van achterstelling, wettelijk of gerechtelijk, is maatschappelijk het meest wenselijk bij de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap?**

**Wat is de wettelijke, automatische, achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap en op welke manier komt deze tot zijn uiting?**

**12.** De centrale onderzoeksvraag vormt de essentie van de vijf subonderzoeksvragen. Het komt er namelijk steeds op neer wat de meest wenselijke weg is voor de schuldeisers van de vennootschap. Bijgevolg is het belangrijk om hun visie te bekijken met betrekking tot de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap.

**13.** De eerste subonderzoeksvraag behandelt de gerechtelijke achterstelling. Deze thesis vat aan met deze vorm aangezien deze de gangbare methode is in het Belgische rechtstelsel. Verder wordt de vraag in dit hoofdstuk rechtsvergelijkend doorgetrokken naar de Verenigde Staten en Nederland. In beide landen vindt men ook een bepaalde vorm van gerechtelijke achterstelling terug. Tevens zal er in dit deel een beknopte rechtseconomische analyse worden gemaakt van het Belgisch rechtstelsel, voorlopend op de tweede en laatste subonderzoeksvraag.

**14.** De tweede subonderzoeksvraag focust op het rechtseconomisch onderzoek van een automatische achterstelling. Verder zal de afweging worden gemaakt tussen de gerechtelijke achterstelling enerzijds, en een wettelijke achterstelling anderzijds. Deze rechtseconomische analyse zal voornamelijk geïnspireerd zijn op Dr. S. LANDUYT, daar hij recentelijk een werk hieromtrent heeft gepubliceerd.

**15.** De derde subonderzoeksvraag vormt een sluitstuk van het onderzoek naar de bronnen van achterstellingen. In het zesde hoofdstuk zal de wettelijke achterstelling worden onderzocht in het licht van de Duitse regelgeving. Hier zal ook gefocust worden op de evolutie van het Duitse recht om uiteindelijk tot een wettelijke, automatische, achterstelling te komen. Er zal geen verdere rechtsvergelijking aan bod komen bij de derde subonderzoeksvraag.

**16.** Tot slot wordt de centrale onderzoeksvraag beantwoord in het zevende hoofdstuk van dit onderzoek. In dit hoofdstuk wordt er bepaald welke vorm de meeste waarborgen biedt voor de

schuldeisers. Deze vraag valt niet te beantwoorden alvorens voorgaande subonderzoeksvragen op een adequate wijze worden opgelost. Binnen deze conclusie zal ook een aanbeveling aan het Belgische rechtstelsel terug te vinden zijn.

**17.** Hierbij dient toegevoegd te worden dat de volgorde van de subonderzoeksvragen doelt op een logische opbouw. Via deze weg zal er geprobeerd worden om een overzichtelijk werk af te leveren met een duidelijke opbouw als deel van het geheel.

### 2.3 Methodologie

**18.** De eerste subonderzoeksvraag is over het algemeen een definiërende en vergelijkende onderzoeksvraag. Toch bevat deze ook een beschrijvend perspectief. Het beschrijvende deel kan gevonden worden in de analyse van de gerechtelijke achterstelling in het algemeen. Vervolgens moet dit leerstuk ondergebracht worden onder een bestaande rechtsgrond. Hierdoor wordt er een definiërende insteek gegeven aangezien dit niet in elk rechtstelsel even duidelijk is. Tot slot wordt de vraag geconcludeerd met de vergelijking van drie rechtstelsels.

**19.** De tweede subonderzoeksvraag is duidelijk een verklarende onderzoeksvraag. Er wordt namelijk met behulp van een externe benadering gekeken naar de rechtsfiguur en diens voor- en nadelen. Er wordt beroep gedaan op economie om de afweging te maken wat al dan niet maatschappelijk wenselijk is.

**20.** De laatste subonderzoeksvraag is een verklarende en beschrijvende vraag. Deze vraag legt namelijk de huidige stand van zaken uit in Duitsland en verduidelijkt hoe men hiertoe is gekomen. Verder wordt er bekeken hoe de wetgever tot de huidige wetgeving is gekomen; voor deze beweegreden te ontdekken wordt er gebruik gemaakt van een intern verklarende aanpak.

**21.** De centrale onderzoeksvraag kan gezien worden als een evaluerende onderzoeksvraag, daar deze opzoek gaat naar de meest wenselijke aanpak in hoofde van de schuldeisers. Hierbij draait de vraag om de afweging tussen een gerechtelijke achterstelling en een wettelijke achterstelling. De conclusie van deze centrale vraag zal een overweging van voor- en nadelen zijn, waarna een aanbeveling zal worden geformuleerd voor het Belgische rechtstelsel.





### 3 Situering

#### 3.1 *Quid* achterstelling binnen het (Belgisch) insolventierecht?

**22.** Om de achterstelling op een duidelijke manier te kunnen situeren, zal eerst de gelijkheid van schuldeisers worden toegelicht. De algemene regel in verband met de *paritas creditorum*<sup>1</sup> is wettelijk vastgelegd:

*"De goederen van de schuldenaar strekken tot gemeenschappelijke waarborg voor zijn schuldeisers, en de prijs ervan wordt onder hen naar evenredigheid van hun vordering verdeeld, tenzij er tussen de schuldeisers wettige redenen van voorrang bestaan."*<sup>2</sup>

**23.** In bovenstaand artikel van de Hypotheekwet, worden de schuldeisers geacht gelijk te zijn betreffende hun schuldvordering ten aanzien van de gemeenschappelijke schuldenaar.<sup>3</sup> Echter stipuleerde de wetgever een uitzondering in het tweede deel van artikel 8. "Om wettige redenen" is het mogelijk om af te wijken van de regel die de gelijkheid vastlegt. Deze wettige redenen worden in artikel 9 van dezelfde wet nader uitgelegd. Hier verwijst men dan naar de voorrechten en hypotheek.<sup>4</sup> Het komt er op neer dat schuldeisers die geen specifieke voorrechten of hypotheek hebben, gelijk worden behandeld. Dit heeft als gevolg dat deze schuldeisers naar evenredigheid – of pondspondsgewijs – worden vergoed. Verder wordt er voor deze crediteurs geen onderscheid gemaakt op basis van het ontstaan van de vordering of op basis van beslag.<sup>5</sup>

**24.** Het beginsel van artikel 8 van de Hypotheekwet is echter meer en meer een uitzondering op de regel geworden. Er is namelijk een enorme toename aan voorrechten en andere zekerheidsmechanismen, waardoor het principe meer en meer wordt uitgehold.<sup>6</sup> Pas nadat de voorrechten en zekerheidsmechanismen zijn uitbetaald, worden de schuldeisers geacht volledig gelijk te zijn. Deze groep van "gelijke" schuldeisers worden de chirografaire of niet-bevoorrechte schuldeisers genoemd. Indien er een ontoereikend vermogen is om al deze schuldeisers terug te betalen, moet dit pondspondsgewijs gebeuren. De chirografaire schuldeisers zijn daarentegen nog bevoorrecht op de achtergestelde schuldeisers. Deze laatste groep wordt bijgevolg pas vergoed als er nog iets overblijft nadat alle chirografaire schuldvorderingen zijn uitbetaald.<sup>7</sup>

**25.** De achterstelling van een schuldvordering is een weinig besproken rechtsfiguur in het Belgische rechtstelsel.<sup>8</sup> Er zijn drie bronnen van de achterstelling: de wettelijke achterstelling, de achterstelling

---

<sup>1</sup> Gelijkheid onder schuldeisers.

<sup>2</sup> Art. 8 Hyp. W.

<sup>3</sup> E. DIRIX, "Art. 8 Hyp. W." in *Voorrechten en hypotheek. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2014, afl. 52, 3..

<sup>4</sup> Art 8, 9 Hyp.W.; E. DIRIX, "Art. 8 Hyp. W." in *Voorrechten en hypotheek. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2014, afl. 52, 3.

<sup>5</sup> *Ibid.*

<sup>6</sup> F. GEORGES, "L'égalité des créanciers: du principe à l'incantation" in M. TISON, R. FELTKAMP en C. HOUSSA, *Banque et insolvabilité*, Brussel, Larcier, 2007, 31-97.

<sup>7</sup> M.E. STORME, *Zekerheden en insolventie deel II en V (17<sup>e</sup> uitgave)*, Gent, 2019, 301-303.

<sup>8</sup> R. FRANSIS, "Achterstelling" in *Voorrechten en hypotheek. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van*

op grond van een rechtshandeling en de gerechtelijke achterstelling.<sup>9</sup> In de meeste gevallen ontstaat een achterstelling op grond van een rechtshandeling. De achterstelling is dan het voorwerp van een overeenkomst, die zowel eenzijdig als meerzijdig kan zijn.<sup>10</sup> In dit werk zullen echter enkel de wettelijke en de gerechtelijke achterstellingen behandeld worden; en dit in het kader van de aandeelhouderslening aan een ondergekapitaliseerde vennootschap.

**26.** Tot slot is het vermeldingswaardig dat de achterstelling in de andere onderzochte landen gelijkend is. Deze introductie biedt bijgevolg voldoende basis om dit werk te kunnen begrijpen.

### 3.2 *Quid* aandeelhoudersleningen?

**27.** De aandeelhouderslening is geen moeilijke juridische term, maar een letterlijke samentrekking van een lening van een aandeelhouder. Hierbij wordt bedoeld op de aandeelhouder die zijn eigen onderneming geld verschafft om het kapitaal te verhogen. Het voordeel van een aandeelhouderslening is dat de aandeelhouder in dit geval handelt als een derde ten aanzien van de vennootschap. Met andere woorden zal de kapitaalinjectie door de aandeelhouder niet als inbreng worden gezien door de vennoot, maar als een lening door een derde. Een inbreng is namelijk vaak achtergesteld en een lening niet: op deze manier kan de aandeelhouder zijn risico beperken.

### 3.3 *Ratio Legis* van de achterstelling van de aandeelhouderslening.

**28.** Aangezien er in Duitsland veel inkt gevloeid is over de aandeelhouderslening, zal er in deze titel met behulp van Duitse visies worden verwezen naar de *ratio legis* van de achterstelling van de aandeelhouderslening. Er zal gebruikt gemaakt worden van vennootschaps- en insolventierechtelijke figuren en diens uitwerking. Deze titel zal bijgevolg een soort samenvatting zijn van zowel de legitimaties van als kritieken tegen de achterstelling van de aandeelhouderslening en de beweegredenen hierachter.

#### 3.3.1 Rechtsmisbruik

**29.** De oorspronkelijke basis voor een alternatieve behandeling van een aandeelhouderslening, was het rechtsmisbruik van vennootschapsfinanciering. De idee achter het misbruik is het feit dat de aandeelhouder als schuldeiser opkomt en uiteindelijk ook aanspraak maakt op het vennootschapskapitaal. Dit staat dan haaks op het idee van ondernemen, waarbij de ondernemer het risico neemt van zijn activiteiten. Door het gebruik van leningen zouden de aandeelhouders de schuldeiser beschermende vennootschapsregels op een ongeoorloofde wijze omzeilen.<sup>11</sup>

---

*rechtspraak en rechtsleer*, 2008, 1.

<sup>9</sup> *Ibid.*, 5-9.

<sup>10</sup> *Ibid.*, 6,7.

<sup>11</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 243-244; Reichsgericht 3 december, JW 3939, 355; U. HUBER, "Gesellschafterdarlehen im GmbH- und Insolvenzrecht nach der MoMiG-Reform, ZIP Beilage 2010, 14.

Als weerwoord op dit argument werd er gesteld dat er met schuldfinanciering door aandeelhouders in beginsel niets mis is. Het is namelijk een gevolg van de rechtspersoonlijkheid in samenhang met de wilsautonomie. Bovendien is iedere aandeelhouder vrij om zelf de financiering te kiezen van zijn vennootschap en bewijst een lening niet *per se* een wil om “kennelijk buiten de grenzen van het recht te treden” of “kwaadwillig te handelen”.<sup>12</sup>

### 3.3.2 Dubbele positie van de aandeelhouder en de schuldeiser

**30.** Een tweede argument om de achterstelling van de aandeelhouderslening te promoten, is het voordeel dat de schuldeiser-aandeelhouder heeft door zijn positie. Hij is namelijk zowel schuldeiser als schuldenaar van dezelfde schuld. Hierdoor zal hij ook als schuldeiser over een bevoorrechte positie beschikken. Bovendien heeft de aandeelhouder bij faillissement een extra mogelijkheid om zijn investering terug te verdienen aangezien hij de mogelijkheid heeft om twee keer langs de kassa te passeren. De inbreng zal namelijk, in beginsel, pas na de andere schuldeisers worden terugbetaald. Binnen deze laatste groep zal ook de lening ressorteren.<sup>13</sup>

**31.** De kritiek op deze visie is gelijkend met die van rechtsmisbruik. De aangehaalde motieven zijn niet universeel voor alle aandeelhouders die een lening aangaan. Men mag er namelijk niet van uitgaan dat elke aandeelhouderslening ter kwade trouw is aangegaan. Tot slot is dit, syncroom met de vorige titel een logisch gevolg van de rechtspersoonlijkheid van de vennootschap.<sup>14</sup>

### 3.3.3 Eerlijke verdeling van risico's en winstkansen

**32.** Een derde argument ter verdediging van de achterstelling van een aandeelhouderslening, is dat dit zorgt voor een evenwichtige verdeling van de risico's en de kansen die gepaard gaan met investeren. Het is dan ook onlogisch dat de aandeelhouder, die met zijn onderneming veel kan winnen maar – relatief – weinig kan verliezen, recht kan hebben op een bevoorrechte positie binnen een insolventie. Het is vanuit deze zienswijze meer dan logisch dat de aandeelhouders het ondernemingsrisico dragen en niet de toevallige schuldeisers. Het is met andere woorden niet toegelaten dat de aandeelhouders risico's gaan nemen waarbij een deel van het risico wordt doorgeschoven naar de schuldeisers.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 245; M. STADLER, “Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings”, *Journal of Law and Commerce* 1997, 14.

<sup>13</sup> U. Haas, “Der Normzweck des Eigenkapitalersatzrechts”, *NZI* 2001, 5; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 245-246.

<sup>14</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 246; S. BECK, *Kritik des Eigenkapitalersatzrechts*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2006, 157.

<sup>15</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 247-248; P. Clemens, *Das neue Recht der Gesellschafterfremdfinanzierung nach den MoMiG*, Keulen, Heymanns Verlag, 2012, 136.

**33.** Wederom kan er worden vastgesteld dat de kritiek op dit argument samenhangt met de reeds opgenoemde kritieken. Er is namelijk geen zekerheid dat de aandeelhouder dit doet om zijn risico's te beperken en zijn winstkansen te maximaliseren. Er is niet steeds een motief aanwezig dat er op duidt dat de aandeelhouder personen wil laten boeten voor beleid waar ze geen invloed op hebben. Tot slot is dit ook een gevolg van de rechtspersoonlijkheid van de vennootschap.<sup>16</sup>

#### 3.3.4 Controle door de kredietmarkt

**34.** Ten vierde kan de buitenwerkingstelling van de kredietmarkt worden aangehaald. De aandeelhouderslening kan er namelijk voor zorgen dat de kredietmarkt uit balans wordt gebracht, waardoor een achterstelling maatschappelijk wenselijk is. Indien een vennootschap niet meer kredietwaardig is, zal ze op de markt geen middelen meer kunnen verkrijgen en bijgevolg de activiteiten moeten stopzetten. Zo wordt er op een "natuurlijke manier" gezorgd dat ondernemingen die geen waardevolle projecten hebben, stelselmatig wegvallen. Door zelf extra krediet te verstrekken, zal de aandeelhouder dit marktmechanisme omzeilen. Het is dan ook logisch dat de aandeelhouder dit risico zelf draagt, aangezien hij de controle eigenhandig omzeilt.<sup>17</sup>

**35.** Het wederwoord tegen deze argumentatie is dat het niet aan de kredietmarkt is om te bepalen wat de standaarden zijn. Indien dat wel zo zou zijn, wordt de rol van de wetgever weggecijferd uit dit proces; wat ook niet tot een optimaal resultaat zal leidt.<sup>18</sup>

#### 3.3.5 Foutief wekken van schijn door aandeelhouders

**36.** De voorlaatste reden verwijst naar een specifiek regime in Duitsland, desalniettemin kan deze ook gebruikt worden in deze analyse. In Duitsland mogen aandeelhouders namelijk zichzelf niet tegenspreken; dat doen ze wel als ze hun vennootschap ondersteunen met schuld wanneer deze zich in moeilijkheden bevindt en daarvan een terugbetaling verlangen. Het is niet logisch dat een aandeelhouder geld eist van zijn vennootschap als deze in een crisis verkeert. Hiermee aansluitend speelt ook het idee dat aandeelhouders een zekere verantwoordelijkheid hebben ten aanzien van schuldeisers. Als een aandeelhouder namelijk geld leent aan zijn vennootschap om deze te redden, wordt minstens een schijn gewekt dat buitenstaanders op een veiligere manier kunnen contracteren. Als dan de aandeelhouder bij faillissement in gelijke rang als de schuldeisers wordt uitbetaald, kan er sprake zijn van een beschadiging van gewekt vertrouwen.<sup>19</sup>

---

<sup>16</sup> *Ibid*, 248.

<sup>17</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 249; L. FASTRICH, "Ketzerisches zur so genannten Finanzierungsverantwortung" in M. LIEB, U. NOACK en H. WESTERMANN (eds.), *Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag*, Keulen, Heymanns, 1998, 148-150.

<sup>18</sup> *Ibid.*; S. Beck, *Kritik des Eigenkapitalersatzrechts*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2006, 90.

<sup>19</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 254-256; U. HUBER, "Finanzierungsfolgenverantwortung de lege lata und de lege ferenda" in P. HOMMELHOFF, P. RAWERT en K. SCHMIDT, *Festschrift für Hans-Joachim Priester*, Keulen, Schmidt, 2007, 268.

**37.** Als kritiek wordt er ingebracht dat het vrij lichtzinnig is van buitenstaanders om te denken dat aandeelhouders hun leningen zouden achterstellen. Als de regel namelijk “geen achterstelling” is, kan er niet worden aangenomen dat een aandeelhouder anders zou handelen. Er zou dan door de buitenstaanders moeten worden aangenomen dat de regel gevolgd wordt, tenzij anders geargumenteed. Verder zal een aandeelhouder ook sneller zijn eigen onderneming gaan steunen indien er geen achterstelling is, aangezien hij dan een meer reële kans heeft om - een deel van - zijn lening te recupereren. Tot slot kan de misleiding worden genuanceerd; er is geen specifieke post in de balans voor aandeelhoudersleningen, waardoor de kans vrij klein is dat een buitenstaander *überhaupt* weet dat er een financiering is geweest via een aandeelhouder.<sup>20</sup>

### 3.3.6 Als oplossing en regulering van onderkapitalisatie

**38.** Tot slot wordt de *ratio legis* van de achterstelling beëindigt met een verwijzing naar het onderwerp van dit werk. De vraag luidt echter of de achterstelling voldoende zekerheden biedt ten aanzien van de schuldeisers. Bij onderkapitalisatie<sup>21</sup> heeft de onderneming niet genoeg middelen om de openstaande vorderingen te dekken. Indien leningen echter worden achtergesteld, kan dit een stimulans zijn voor aandeelhouders om in eerste instantie voldoende risicokapitaal te zoeken. Duidelijk is alleszins dat de achterstelling gezien wordt als een mogelijkheid tot het verminderen van onderkapitalisaties. Hierbij dient er uiteraard steeds in gedachte gehouden te worden dat het irrealistisch is dat de onderkapitalisatie zou verdwijnen.<sup>22</sup>

**39.** Als kritiek tegen deze visie wordt er ingebracht dat de onrechtmatige daad in vele gevallen voldoende sanctioneringsmogelijkheden voorziet voor aandeelhouders. Bewijs hiervan kan onder andere worden teruggevonden in het huidige Belgisch en Nederlands recht.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> *Ibid.*, 256-258.

<sup>21</sup> Voor een uitgebreide definitie, zie: 5.2.2.1

<sup>22</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 250-254; M. ULBRICH, *Die Abschaffung des Eigenkapitalersatzrecht der GmbH*, Keulen, Nomos, 2011, 163.

<sup>23</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 250-254; S. Beck, *Kritik des Eigenkapitalersatzrechts*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2006, 175-176; 1. U. Haas, “Der Normzweck des Eigenkapitalersatzrechts”, *NZI* 2001, 5; M. ULBRICH, *Die Abschaffung des Eigenkapitalersatzrecht der GmbH*, Keulen, Nomos, 2011, 163.



## 4 Gerechtelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap

### 4.1 Situering met behulp van Belgisch recht

**40.** Een achterstelling die wordt bepaald door een gerechtelijke beslissing is niet veel voorkomend. Eén van de gevallen waarin deze vorm van achterstelling voorkomt, is in de vorm van de achterstelling van een lening van aandeelhouders aan hun ondergekapitaliseerde vennootschap. In dit geval wordt de vordering van deze bestuurders, ongeacht of ze initieel een voorrecht hadden, achtergesteld.<sup>24</sup> De gerechtelijke achterstelling lijkt daardoor een vorm van pretoriaans beleid te zijn ter sanctionering van een schuldeiser die schade heeft berokkend ten aanzien van de andere schuldeisers.<sup>25</sup> De wijze van sanctionering van deze schade doet denken aan de sanctionering van een onrechtmatige handeling door de schuldeiser. Zoals eerder aangehaald zou de gerechtelijke achterstelling gebaseerd kunnen worden op de onrechtmatige daad.

**41.** Allereerst dringt de vraag zich op of de rechter wel rechtsmacht heeft om een schuldvordering achter te stellen. Zoals eerder vermeld is de gerechtelijke achterstelling een beslissing van de rechter om een schuldvordering achter te stellen. Ter volledigheid, deze beslissing is niet te vergelijken met de rechter die vaststelt dat de toepassingsvoorwaarden voor een wettelijke achterstelling of een achterstelling berust op een rechtshandeling vervuld zijn.<sup>26</sup> Het is immers zo dat de verdere verdeling in principe evenredig gebeurt.<sup>27</sup> Wanneer deze gedachtegang wordt gevolgd, dan wordt de rechter gezien als iemand die louter de rangregels toepast door gebruik te maken van de wettelijke regels. Dit zou dan ook de inbreng van rechtspraak, ter verbetering van het recht, onmogelijk laten. De Hypotheek Wet laat echter anders uitschijnen; het houdt namelijk het midden tussen de vrije invulling van de rechter en het gesloten wettelijk stelsel.<sup>28</sup> Om deze reden kan de rechter wel degelijk een schuldvordering achterstellen indien er voldoende grondslag voorhanden is.

**42.** Echter heerst er veel onduidelijkheid over deze grondslag. De lagere rechtspraak probeert dit probleem echter creatief op te lossen. In een vonnis van de Rechtbank van Koophandel te Kortrijk van 1983 wordt dit duidelijk:<sup>29</sup> in deze zaak stelde de rechtbank vast dat de eiser de rekening van de vennootschap in kwestie had verhoogd van 90.000 Belgische Frank naar 7.474.479 Belgische Frank. Via deze – zogenaamde – inbreng kon de rechtspersoon een aankoop doen van bepaalde gronden. Bij het faillissement van voornoemde vennootschap had de eiser nog een schuldvordering van 4.000.000 Belgische Frank. Volgens de eiser wordt dit gekaderd als zijn inbreng aan de vennootschap, waardoor hij dit bedrag wil opnemen naast de andere schuldeisers. Echter kan niet

---

<sup>24</sup> J. RONSE, "Overzicht van rechtspraak Vennootschappen. 1968-1977", *T.P.R.* 1978, 792, nr. 146 en 880, nr. 275.

<sup>25</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 75.

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> Art. 8 Hyp. W.

<sup>28</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 75.

<sup>29</sup> Kh. Kortrijk 20 oktober 1983, *TBH* 1986-5, (213) 214; R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 77.



anders dan vastgesteld worden dat de eiser de betrokken lening toegestaan heeft om een kennelijk ontoereikend kapitaal op duurzame wijze te vervangen door een gesimuleerde lening. Op deze manier tracht de lener te ontsnappen aan de lotgevallen van het maatschappelijk kapitaal.<sup>30</sup> Aangezien het niet wenselijk is dat een schuld aan de vennootschap, die reeds vijftien jaar aanhoudt wegens ontoereikend kapitaal, over dezelfde kam geschoren wordt als andere vennootschapsschuldeisers. Om deze reden oordeelde de rechtbank dat deze lening dient gezien te worden als een achtergestelde schuld doordat dit een kapitaalschuld is die een manifest ontoereikend kapitaal van de vennootschap aanvult.<sup>31</sup> De aandeelhouderslening wordt dus gezien als een kapitaalschuld, namelijk de liquidatiewaarde van het destijds door de aandeelhouders ingebrachte kapitaal. Boekhoudkundig is dit de schuld ten aanzien van de aandeelhouders, maar deze schuldvordering wordt uitdrukkelijk achtergesteld.<sup>32</sup> De reden van deze achterstelling is dat de inbreng in de vennootschap net betekent dat het risico van het verlies wordt gedragen.<sup>33</sup>

## 4.2 De Belgische aanpak

**43.** In beginsel wordt de aandeelhouderslening niet gelijkgesteld met de inbreng door de aandeelhouders in de vennootschap. Zo wordt een aandeelhouderslening in normale omstandigheden behandeld als een chirografaire schuld. Via dit vonnis bepaalt de rechterlijke macht echter dat een lening verstrekken wegens ontoereikend kapitaal haaks staat op de verplichting van de aandeelhouders om de vennootschap te voorzien van voldoende kapitaal. Tegenover deze verplichting staat namelijk het voorrecht van de beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouder.<sup>34</sup>

**44.** Een uitdrukkelijke wettelijke grondslag voor de gerechtelijke achterstelling is niet aanwezig in het Belgische recht. Echter, zoals in de eerdere titel wordt aangegeven, oordeelt de lagere rechtspraak dat er schuldvorderingen kunnen worden achtergesteld door een rechterlijke uitspraak. Hiervoor gebruikt de rechterlijke macht doorgaans het leerstuk rond onrechtmatige daad of het leerstuk van rechtsmisbruik.<sup>35</sup> Op de grondslag van onrechtmatige daad is echter kritiek; door de bestraffing via 1382 BW wordt het recht op beperkte aansprakelijkheid namelijk uitgehold.<sup>36</sup> De reden hiervoor is dat de onrechtmatige daad geen voorrang heeft op de andere artikelen van het burgerlijk wetboek. Om deze reden kan de aandeelhouder niet altijd gesanctioneerd worden via 1382

---

<sup>30</sup> Kh. Kortrijk 20 oktober 1983, *TBH* 1986-5, (213) 214; J. RONSE, "Vennootschappen, Overzicht van rechtspraak", *T.P.R.*, 1978, p. 880, nr. 275, in bijzonder: p. 881, 1e lid.

<sup>31</sup> Kh. Kortrijk 20 oktober 1983, *TBH* 1986-5, (213) 214; M. ECKER, "Het ontoereikend kapitaal in de concernverhouding", *Jura Falconis*, 1980, 437, 447.

<sup>32</sup> Art. 2:97, § 3 en 2:104 WvV; M.E. STORME, *Zekerheden en insolventie deel II en V (17<sup>e</sup> uitgave)*, Gent, 2019, 306 -307.

<sup>33</sup> M.E. STORME, *Zekerheden en insolventie deel II en V (17<sup>e</sup> uitgave)*, Gent, 2019, 306 -307.

<sup>34</sup> Kh. Kortrijk 20 oktober 1983, *TBH* 1986-5, (213) 214, M. ECKER, "Het ontoereikend kapitaal in de concernverhouding", *Jura Falconis*, 1980, 439.

<sup>35</sup> Art. 1382, 1134 derde lid BW.; R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 75; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 331.

<sup>36</sup> H. DE WULF, "Concernrechtelijke Aansprakelijkheid" in A. VAN OEVELEN e.a. (eds.), *Bestendig handboek vennootschap en aansprakelijkheid*, Mechelen, Kluwer, losbl., III.5-23; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 331.

BW. Dit kan volgens LANDUYT en DALLE enkel wanneer de aandeelhouder niet handelt in de hoedanigheid van aandeelhouder.<sup>37</sup> Indien de aandeelhouder wel handelt in zijn hoedanigheid, is er namelijk sprake van een contractueel verband en zal rechtsmisbruik zijn toepassing vinden. Desalniettemin wordt rechtsmisbruik gezien als een soort toepassing van de zorgvuldigheidsnorm van 1382 BW.<sup>38</sup> Om deze reden zal er in de volgende titel<sup>39</sup> een korte toelichting worden gegeven rond rechtsmisbruik, waarna er zal worden ingezoomd op de onrechtmatige daad.

#### 4.2.1 Het leerstuk van rechtsmisbruik

**45.** Een eerste mogelijke grondslag voor de gerechtelijke achterstelling, die zoals eerder gesteld niet gebaseerd is op de wet of op een rechtshandeling, wordt de leer van rechtsmisbruik aangehaald. Rechtsmisbruik is gebaseerd op het derde lid van artikel 1134 van het burgerlijk wetboek, dat als volgt is neergeschreven:

*"[Alle overeenkomsten die wettig zijn aangegaan,]  
(...) moeten te goeder trouw worden ten uitvoer gebracht."*<sup>40</sup>

**46.** Deze bepaling werd door de rechtsspraak aangevuld door een mijlpaalarrest van 10 september 1971 van het Hof van Cassatie.<sup>41</sup> In dit arrest werd er een duidelijke invulling gegeven over een algemeen criterium dat rechtsmisbruik uitmaakt. Er wordt namelijk bepaald dat de uitoefening van een recht "op een wijze die kennelijk de grenzen te buiten gaat van de normale uitoefening van dat recht door een voorzichtig en bezorgd persoon" rechtsmisbruik uitmaakt.<sup>42</sup> Hierdoor werd al snel een soort analogie gelegd met de algemene zorgvuldigheidsnorm van de onrechtmatige daad, die in de volgende titel<sup>43</sup> zal worden behandeld.<sup>44</sup> Aangezien dit onderzoek voornamelijk focust op de waarborgen in hoofde van de schuldeisers, zal rechtsmisbruik – met enige voorzichtigheid – naar analogie met onrechtmatige daad worden bekeken. In beide gevallen zal het namelijk gaan om een *ex post* benadering, wat *in casu* het meest van belang is.

#### 4.2.2 Het leerstuk van de onrechtmatige daad

**47.** De tweede mogelijke grondslag voor de gerechtelijke achterstelling is de buitencontractuele

---

<sup>37</sup> M. DALLE, "Buitencontractuele aansprakelijkheid van een moederverenootschap voor het bekleden van haar dochterverenootschap met een schijn van kredietwaardigheid" (noot onder Kh Mechelen 7 oktober 1999), *TRV* 2002, 156; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 332.

<sup>38</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, nrs. 542,543.

<sup>39</sup> Zie: 4.2.1.

<sup>40</sup> Art. 1134, lid 1 en 3 BW.

<sup>41</sup> Cass. 10 september 1971, Arr.Cass. 1972, 31 concl. PG W. Ganshof van der Meersch.

<sup>42</sup> *Ibid.*; S. STIJNS, *Verbintenissenrecht Boek 1*, Brugge, Die Keure, 2015, 71.

<sup>43</sup> Zie: 4.2.2.

<sup>44</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, nrs. 542,543.

aansprakelijkheid.<sup>45</sup> Aangezien dit leerstuk zal worden gewijzigd in het Nieuwe Burgerlijk Wetboek, zal dit zowel onderzocht worden in het licht van het huidige, als het toekomstig recht.

#### 4.2.2.1 Het huidige Burgerlijk Wetboek

**48.** Het huidige recht behandelt de onrechtmatige daad op een bondige wijze. De artikelen 1382 tot en met 1386bis zijn namelijk de belangrijkste regels met betrekking tot deze leer.<sup>46</sup> In het kader van dit onderzoek, zijn vooral de algemene artikels 1382 en 1383 relevant:

*"Elke daad van de mens, waardoor aan een ander schade wordt veroorzaakt, verplicht degene door wiens schuld de schade is ontstaan, deze te vergoeden."*<sup>47</sup> aangevuld met: *"Ieder is aansprakelijk niet alleen voor de schade welke hij door zijn daad, maar ook voor die welke hij door zijn nalatigheid of door zijn onvoorzichtigheid heeft veroorzaakt."*<sup>48</sup>

**49.** Bij deze grondslag, wordt er gebruikt gemaakt van de verplichting van de rechter om schade te herstellen op de meest adequate wijze. Hierbij is het belangrijk om op te merken dat de wet niet vermeldt hoe de schade moet worden hersteld. Dit zorgt ervoor dat de rechter het laatste woord krijgt bij deze afweging.<sup>49</sup> Deze verplichting tot schadeloosstellen ontstaat uit het rechtsgevolg dat verbonden is aan de onrechtmatige daad, namelijk de obligatie om de geleden schade van de benadeelde te vergoeden of te herstellen. Bij beide gevallen geldt het beginsel van integrale schadeloosstelling. Dit wil zeggen dat de schade volledig hersteld of vergoed moet worden. Dit zorgt ervoor dat het slachtoffer teruggeplaatst dient te worden in de toestand waarin hij zich zou hebben bevonden indien de fout niet was gebeurd en de schade niet was veroorzaakt. Bij de keuze tussen herstel en vergoeding, heeft de rechter wel een voorkeur voor het herstel *in natura*.<sup>50</sup> Aangezien de rechter bij de toepassing van het herstel *in natura* rekening moet houden met de concrete omstandigheden, kan dit in vele vormen terugkomen. Op deze manier kan worden vastgesteld dat een achterstelling op grond van 1382 BW mogelijk en geoorloofd is.<sup>51</sup>

#### 4.2.2.2 Het Nieuwe Burgerlijk Wetboek

**50.** Zoals in de vorige titel wordt aangehaald, beroept de rechter zich op het leerstuk van onrechtmatige daad om een aandeelhouderslening achter te stellen. Hiervoor worden logischerwijs artikelen 1382-1383 BW, of binnen enkele jaren de artikelen 5.146 tot 5.148 van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek, gebruikt. Om deze reden is het nuttig om een summier onderzoek te voeren

---

<sup>45</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 79.

<sup>46</sup> Art 1382 – 1386 BW.

<sup>47</sup> Art. 1382 BW.

<sup>48</sup> Art. 1383 BW.

<sup>49</sup> J. RONSE, "Schade en Schadeloosstelling", *APR*, Gent, 1984, 162, nr. 219; R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 79.

<sup>50</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 79; S. STIJNS, *Verbintenissenrecht Boek 1bis*, Brugge, Die Keure, 2013, 100.

<sup>51</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 80.

naar de veranderingen in het Nieuw Burgerlijk Wetboek.

**51.** Artikel 1382 BW wordt in beginsel samen gelezen met artikel 1383 BW. De reden hiervoor is dat de wetgever in 1383 BW doelt op de fouten die zijn veroorzaakt door nalatigheid of onzorgvuldigheid. Dit onderscheid is minder en minder relevant aangezien de lichtste fout reeds voldoende is om de gehele schade te laten herstellen. Om deze reden besliste de wetgever om de twee artikelen in het Nieuwe Burgerlijk Wetboek te herleiden naar één allesomvattende definitie.<sup>52</sup> Het huidige voorstel luidt:

*"Wie door zijn fout schade veroorzaakt aan een ander, is gehouden deze te herstellen."*<sup>53</sup>

**52.** Dit artikel, dat het beginsel omvat, wordt gevolgd door twee verklarende artikels; artikel 5.147 NBW waarin de definitie wordt gegeven en artikel 5.148 NBW waarin de beoordelingscriteria worden neergeschreven. Artikel 5.147 NBW omvat codificeert het materiële bestanddeel van de fout:<sup>54</sup>

*"De fout is een tekortkoming aan een gedragsregel die volgt uit de wet of uit de algemene zorgvuldigheidsplicht die geldt in het maatschappelijk verkeer."*<sup>55</sup>

**53.** Vervolgens staat in artikel 5.148 van het Nieuwe Burgerlijk Wetboek vervat dat de fout moet worden beoordeeld in functie van de oorsprong van de gedragsregel. Zo wordt er bevestigd dat de beoordeling van de fout plaatsvindt op het tijdstip van het schadeverwekkende feit. Bij dit laatste is het ook belangrijk dat de gegevens in acht worden genomen waarover de dader op dat ogenblik beschikte.<sup>56</sup>

*"§1. Indien de gedragsregel een welbepaald gedrag oplegt, maakt de schending ervan een fout uit.  
§2. Indien de gedragsregel geen welbepaald gedrag oplegt, wordt de tekortkoming beoordeeld in functie van het gedrag van een voorzichtig en redelijk persoon in dezelfde omstandigheden."*<sup>57</sup>

**54.** Er valt te bemerken dat er geen echte nieuwigheden te vinden zijn in de basis van de onrechtmatige daad. Het herschrijven van de artikels maakt het leerstuk duidelijker en toegankelijker, maar binnen de mate van dit onderzoek wijst het voornamelijk op de toepassing van

---

<sup>52</sup> MvT bij het Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 22 augustus 2018, [https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriedevan/toelichting\\_aansprakelijkheidsrecht\\_0.pdf](https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriedevan/toelichting_aansprakelijkheidsrecht_0.pdf), 42-43.

<sup>53</sup> Art. 5.146 Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 6 augustus 2018.

<sup>54</sup> MvT bij het Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 22 augustus 2018, [https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriedevan/toelichting\\_aansprakelijkheidsrecht\\_0.pdf](https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriedevan/toelichting_aansprakelijkheidsrecht_0.pdf), 444-46

<sup>55</sup> Art. 5.147 Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 6 augustus 2018.

<sup>56</sup> MvT bij het Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 22 augustus 2018, [https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriedevan/toelichting\\_aansprakelijkheidsrecht\\_0.pdf](https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriedevan/toelichting_aansprakelijkheidsrecht_0.pdf), 49.

<sup>57</sup> Art. 5.148 Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 6 augustus 2018.

reeds bestaande principes. Desalniettemin heeft de wetgever er wel voor geopteerd om de gevolgen van de aansprakelijkheid te vervatten in de wet. Op deze manier wordt er in het nieuwe burgerlijk wetboek wel bepaald hoe de schade moet worden hersteld. De basis hiervan is terug te vinden in het artikel 5.179 van het voorontwerp:

*"De schade wordt integraal hersteld, rekening houdend met de concrete toestand van de benadeelde."*<sup>58</sup>

**55.** Door de verankering van dit artikel, bevestigt de wetgever twee principes; dat van de integrale schade en dat van het herstel *in concreto*. Het is de bedoeling dat alle schade en niets dan schade wordt hersteld en dat deze herstelling niet mag leiden tot verarming of verrijking van de benadeelde(n).<sup>59</sup> Aangezien de schade aan de overige schuldeisers gezien kan worden als patrimoniale schade, is het opportuun om artikel 5.180 van het voorontwerp te raadplegen:

*"§1. Het herstel van de patrimoniale schade strekt ertoe de benadeelde te plaatsen in de toestand waarin hij zich zou bevonden hebben indien de tot aansprakelijkheid leidende gebeurtenis zich niet zou hebben voorgedaan. Dit herstel vindt plaats in natura of door schadevergoeding.*

*§ 2. Wanneer de benadeelde dit vordert wordt herstel in natura toegekend, tenzij dit onmogelijk is, (...) Het herstel in natura strekt ertoe om de schadelijke gevolgen van een tot aansprakelijkheid leidende gebeurtenis in werkelijkheid ongedaan te maken. De rechter kan hiertoe een wijziging brengen aan de rechtstoestand van partijen of maatregelen bevelen (...)*

*§ 3. De verschillende wijzen van herstel kunnen mekaar aanvullen indien dit nodig is om het integraal herstel van de schade te verzekeren."*<sup>60</sup>

**56.** De eerste paragraaf geeft een bevestiging van de principes waarop artikel 5.179 doelt. Verder bevestigt de tweede paragraaf dat het herstel van de schade plaatsvindt voor de schadevergoeding.<sup>61</sup> Na de analyse van het voorontwerp van het burgerlijk wetboek, kan er vastgesteld worden dat er geen grote wijzigingen zijn voortgekomen in kader van dit onderzoek. Om deze reden kan er worden geconcludeerd dat de bevindingen in dit onderzoek ook zullen gelden na de inwerkingtreding van het nieuwe burgerlijk wetboek.

#### 4.2.3 Rechtseconomische afweging

---

<sup>58</sup> Art. 5.179 Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 6 augustus 2018.

<sup>59</sup> MVT bij het Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 22 augustus 2018, [https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriede\\_toelichting\\_aansprakelijkheidsrecht\\_0.pdf](https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriede_toelichting_aansprakelijkheidsrecht_0.pdf), 170.

<sup>60</sup> Art. 5.180 Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 6 augustus 2018.

<sup>61</sup> MVT bij het Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 22 augustus 2018, [https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriede\\_toelichting\\_aansprakelijkheidsrecht\\_0.pdf](https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memoriede_toelichting_aansprakelijkheidsrecht_0.pdf), 170-174.

**57.** Na de analyse van wettelijke bepalingen, zal de onrechtmatige daad als rechtsgrond voor een achterstelling rechtseconomisch worden bekeken. Hierbij zal er gefocust worden op de vraag of een *ex ante* benadering beter zou zijn dan de huidige *ex post* aanpak. Met de *ex ante* aanpak wordt er gedoeld op een specifieke regel die de achterstelling oplegt. Er zal met betrekking tot de *ex post* benadering niet worden ingegaan op het onderscheid tussen onrechtmatige daad en rechtsmisbruik aangezien ze allebei doelen op de algemene zorgvuldigheidsnorm. De rechtseconomische beweringen over de onrechtmatige daad, kunnen bijgevolg – met enige voorzichtigheid - naar analogie worden gebruikt voor rechtsmisbruik.

#### 4.2.3.1 *Ratio* van de onrechtmatige daad

**58.** De economische analyse van de onrechtmatige daad, gaat er vanuit dat een rechtsregel het gedrag van een partij kan beïnvloeden. Op deze manier kan er gezorgd worden dat iemand zich voorzichtiger en zorgvuldiger gaat gedragen in een bepaalde situatie. Er wordt bijgevolg gefocust op het afschrikkende effect van een regel, opdat een handeling kan worden voorkomen. Het vertrekpunt van de rechtseconomische analyse is simpel: de vergelijking tussen de kost van de schade en de kost om deze schade te voorkomen.<sup>62</sup> Bij deze vergelijking is het belangrijk dat de marginale kost gelijk is aan de marginale opbrengst. Dit wil zeggen dat de kosten die besteed worden aan voorzorgsmaatregelen in verband moeten staan met de daling van de verwachte kosten bij een schadegeval.<sup>63</sup>

#### 4.2.3.2 *Rules vs. standards*

**59.** Een belangrijke analyse, is de afweging tussen de *rule* (verder: regel) en de *standard* (verder: principe). Dit komt voornamelijk neer op de vraag of er een *ex post* of *ex ante* beoordeling moet worden gemaakt.<sup>64</sup> Een voorbeeld voor de *ex ante* aanpak is een regel waarbij een snelheidsbeperking wordt opgelegd op de autosnelweg van 120 km/u. Deze regel verbiedt – in beginsel – elke bestuurder om niet sneller te rijden dan 120 km/u. Bij een overtreding van deze regel, zal er bijgevolg zonder discussie een sanctie volgen. Indien er geopteerd wordt voor een principe, zal de regel moeilijker afdwingbaar zijn. Een voorbeeld van deze *ex post* aanpak zou bestaan in het opleggen van “een redelijke snelheid” op de autosnelwegen.<sup>65</sup>

**60.** Over het algemeen wordt aangenomen dat de zekerheid en de voorspelbaarheid van een regel gemakkelijker is voor iedereen. Zowel voor de politieagent, die gedrag moet controleren, als voor de burger, die het gedrag niet mag overtreden, is er dan meer duidelijkheid. Desalniettemin zullen er steeds omstandigheden zijn die ervoor zorgen dat een regel niet gevolgd moet worden; bijvoorbeeld in geval van nood of overmacht. Deze uitzonderingen worden gecreëerd door de wetgever om

---

<sup>62</sup> R. COOTER en T. ULEN, *Law & Economics*, Boston, Addison-Wesley, 2012, 199.

<sup>63</sup> *Ibid.*, 201.

<sup>64</sup> *Ibid.*, 222; L. KAPLOW, “Rules versus standards: An economic analysis”, *Duke Law Journal* 42(3), 559-560.

<sup>65</sup> *Ibid.*

tegemoet te komen aan een zekere flexibiliteit, maar deze flexibiliteit kan niet zo wijd reiken opdat elke situatie kan worden ingecalculeerd. Om deze reden zullen na enige tijd een aantal uitzonderingen komen waardoor de regels ingewikkelder worden. Deze stelling omtrent de regels staat in contrast met de gang van zaken bij principes. Bij principes wordt er vertrouwd op de rechterlijke macht om deze af te bakenen. De invulling door de rechter aan de hand van vonnissen en arresten zal dan bepalen op welke manier een specifieke zaak opgelost moet worden. De rechter zal via deze weg precedents stellen.<sup>66</sup>

**61.** In het kader van dit onderzoek, kan er gesteld worden dat de onrechtmatige daad een *standard* is. Bij de aandeelhouderslening is er namelijk momenteel geen regel die zegt wat mag en niet mag. Dit resulteert in een *ex post* aanpak door de rechter gebaseerd op artikel 1382 van het burgerlijk wetboek. De rechter heeft hierdoor ook een zekere beoordelingsmarge, waarbij het belangrijk is om rekening te houden met precedents. Om deze reden is het pertinent om een afweging te maken tussen de – algemene – aansprakelijkheidsregel en de – specifieke – regel die de achterstelling wettelijk zou opleggen en de aandeelhouderslening op deze manier zou “sanctioneren”.

#### 4.2.3.3 SHAVELL'S criteria om te reguleren

**62.** SHAVELL is een professor in de rechtseconomie aan de universiteit van Harvard. Gedurende zijn carrière richtte hij zijn pijlen op de economische analyse van verscheidene rechtstakken.<sup>67</sup> Volgens bovenstaande auteur zijn er twee mogelijkheden om een bepaald gedrag te beïnvloeden. Enerzijds is het mogelijk om specifieke regels op te leggen, anderzijds is het mogelijk om systeem van aansprakelijkheid, aan de hand van de onrechtmatige daad, uit te werken. In één van zijn bekende *papers*, ging hij op zoek naar enkele criteria die de keuze zouden vergemakkelijken. Hij baseerde zich uiteindelijk op volgende aspecten: de informatieasymmetrie tussen de partijen, het risico op insolventie, de dreiging van een rechtszaak en de administratieve kost.<sup>68</sup> Tot slot besluit SHAVELL dat een rechterlijk bevel tot schorsing vervangend kan zijn voor de *ex ante* regelgeving. Het is namelijk een beter alternatief indien de partijen over betere informatie beslissen.<sup>69</sup> In deze titel zal een onderzoek worden gevoerd naar voorgaande criteria mits een toepassing op de achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap.

#### *Informatieasymmetrie*

**63.** Een eerste belangrijk criterium is het verschil in informatie en kennis bij privépartijen ten opzichte van de wetgever. Dit verschil kan betrekking hebben op de baten van de activiteiten, de kosten van risicovermindering en de waarschijnlijkheid of ernst van de risico's. Indien partijen de beste kennis bezitten over voorgaande onderwerpen, zouden ze beter zelf oordelen over de manier

---

<sup>66</sup> R. COOTER en T. ULEN, *Law & Economics*, Boston, Addison-Wesley, 2012, 222.

<sup>67</sup> Harvard Law School, <https://hls.harvard.edu/faculty/directory/10793/Shavell/>.

<sup>68</sup> M. FAURE, *Environmental Law and Economics*, Maastricht, Metro, 2001, 39-45,74; S. SHAVELL, “Liability for Harm versus Regulation of Safety”, *Journal of Legal Studies*, 1984, 357-374.

<sup>69</sup> S. SHAVELL, “Liability for Harm versus Regulation of Safety”, *Journal of Legal Studies*, 1984, 373-374.

van controle.<sup>70</sup> SHAVELL voegt hier wel aan toe dat het belangrijk is dat er geopteerd wordt voor een regel van risicoaansprakelijkheid. Met deze regel wordt geopteerd voor een systeem waarbij er geen rekening wordt gehouden met de schuldvraag, met andere woorden is men altijd aansprakelijk bij schade. Desalniettemin maakt de precieze vorm van de aansprakelijkheidsregel niet altijd uit. Zo kan een aansprakelijkheidsregel die steunt op de algemene zorgvuldigheidsleer ook voordeliger zijn dan strikte regelgeving. Het belangrijkste is dan vooral dat een rechtbank duidelijk kan bepalen wat de beste zorg is. Als deze uitkomst beter is dan wat de wetgever *ex ante* zou hebben beslist, is het op vlak van informatie beter om voor aansprakelijkheid te kiezen. Deze regel is uiteraard ook omgekeerd toepasselijk; indien de wetgever over betere kennis beschikt dan privépartijen of rechtbanken, moet er gekozen worden voor *ex ante* regularisatie.<sup>71</sup>

**64.** Over het algemeen wordt aanvaard dat privépartijen over betere informatie beschikken dan de overheid. De reden hiervoor moet dan ook niet ver gezocht worden; zij zijn namelijk degenen die met elkaar willen contracteren. Dit wil echter niet zeggen dat de overheid nooit de overhand kan hebben. Bepaalde informatie die risico gerelateerd is, zal een overheid makkelijker kunnen terugvinden aangezien dat voor een particulier te kostelijk of te moeilijk is. Hierbij is het wel belangrijk dat de wetgever de informatie kan omzetten naar een effectieve richtlijn. Het duidelijk communiceren van deze informatie naar privépartijen, vormt bijgevolg vaak een probleem.<sup>72</sup>

**65.** Bij de toepassing van dit criterium op de achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergecapitaliseerde vennootschap is er sprake van een moeilijke afweging. De centrale vraag bij deze afweging is of de schuldeisers zich ervan bewust zijn dat ze contracteren met een ondergecapitaliseerde vennootschap en of de rechter *ex post* zou beslissen om de achterstelling niet toe te kennen. Als de eerste vraag beantwoord wordt aan de hand van een logisch aanvoelen, zou hier eerder ontkennend op gereageerd worden. Een contracterende partij gaat namelijk niet snel een verbintenis aangaan indien de kans bestaat dat de prestatie van de tegenpartij niet kan worden vervuld, vooral als dit om de betaling gaat. Met betrekking tot de tweede vraag kan man zich afvragen in welke mate een lening verstrekken aan een ondergecapitaliseerde vennootschap door een aandeelhouder geen *ex post* fout zou uitmaken. Het feit dat de aandeelhouder een lening verkiest, doet namelijk uitschijnen dat hij bij insolventie niet achtergesteld behandeld wilt worden. Een rechtbank zal dus, in deze specifieke situatie, snel vaststellen dat er een overtreding is begaan. Om deze redenen kan er besloten worden dat de regularisatie een streepje voor heeft op vlak van informatie. Hiernaast kan er in dit geval ook het rechterlijk bevel tot schorsing worden aangehaald, dat in principe dezelfde uitwerking heeft als regelgeving, maar wenselijker is als de privépartijen over betere informatie beschikken.

### *Insolventierisico*

---

<sup>70</sup> S. SHAVELL, "Liability for Harm versus Regulation of Safety", *Journal of Legal Studies*, 1984, 359.

<sup>71</sup> *Ibid.*

<sup>72</sup> S. SHAVELL, "Liability for Harm versus Regulation of Safety", *Journal of Legal Studies*, 1984, 360; M. FAURE, *Environmental Law and Economics*, Maastricht, Metro, 2001, 39-45, 74.



**66.** Als tweede criterium haalt SHAVELL het risico op insolventie aan van één van de partijen. Als één hen namelijk zo veel schade veroorzaakt dat dit niet vergoed kan worden, kan faillissement een gevolg zijn. Door het faillissement zal dan ook de volledige schade niet kunnen worden vergoed, aangezien de nodige middelen in eerste instantie al niet voorhanden waren. In deze situatie, biedt een aansprakelijkheidsvordering soelaas. Regels daarentegen bieden in dit geval een betere bescherming, aangezien er dan in eerste instantie voorzorgsmaatregelen moeten worden genomen om überhaupt te kunnen ondernemen. Er zal dus steeds een afweging gemaakt moeten worden tussen de middelen van een partij en de kans van een bepaald ongeluk. Hoe groter de kans op een ongeluk dat de middelen van de onderneming overstijgt, des te groter de nood om regelgeving gestuurd die gestuurd wordt door de overheid.<sup>73</sup>

**67.** Desalniettemin is er ook een nood aan regelgeving als de werknemer veraf staat van de werkgever. De werknemer zal namelijk minder motivatie hebben om voorzorgsmaatregelen te nemen als hij enkel zijn job kan verliezen bij nalaten. Het management en de aandeelhouders zullen bijgevolg zelf al enkele *ex ante* maatregelen nemen om ervoor te zorgen dat schade wordt vermeden. Dit wordt echter moeilijker en moeilijker om op te volgen als het management verder en verder afstaat van de – uitvoerende – werknemer. Om deze reden kan er besloten worden dat regelgeving een streepje voor heeft op een aansprakelijkheidsregime bij het tweede criterium. Hierbij spelen zelfs niet steeds de beschikbare middelen van een bedrijf een rol.<sup>74</sup>

**68.** Het insolventierisico inschatten wanneer de onderneming in een fase van onderkapitalisatie zit, lijkt een vrij evidente oefening. De middelen van de onderneming zijn namelijk al zo laag, dat de insolventie wordt voorkomen door de aandeelhouderslening. Gebaseerd op dit criterium, kan er duidelijk geopteerd worden voor regelgeving die de aandeelhouderslening in deze situatie achterstelt en verdere schade in hoofde van de schuldeisers probeert te voorkomen. De aandeelhouder gelooft er namelijk in dat zijn onderneming nog kan blijven leven, terwijl de schuldeisers mogelijks meer baat hebben bij een insolventieprocedure. Om deze reden lijkt er te veel risico gekoppeld aan een aansprakelijkheidsvordering *inter partes*, aangezien er een groot risico is dat de schuldeisers hun volledige vordering niet verkrijgen vanwege een insolventie.

#### *De kans op een rechtszaak*

**69.** De *ratio* van het derde criterium, is de kans dat er geen rechtszaak komt bij schade tussen privépartijen. Volgens SHAVELL zijn er drie redenen die ervoor kunnen zorgen dat een partij niet zal worden gedagvaard. Als eerste benadrukt de auteur dat het moeilijk is iemand aansprakelijk te stellen voor wijdverspreide schade. Het wordt in dit geval zeer oninteressant voor een individueel slachtoffer om zijn weg te banen naar de rechtbank. Hiernaast is het zeer moeilijk om iemand te dagvaarden indien er een lange periode zit tussen de fout en het ontstaan van de schade. Tot slot

---

<sup>73</sup> S. SHAVELL, "Liability for Harm versus Regulation of Safety", *Journal of Legal Studies*, 1984, 360-363; M. FAURE, *Environmental Law and Economics*, Maastricht, Metro, 2001, 39-45, 75.

<sup>74</sup> *Ibid*

wordt de kans op een effectieve rechtszaak geminimaliseerd indien het moeilijk is om te bepalen welke partijen verantwoordelijk zijn voor de ontstane schade. Een zeer duidelijk voorbeeld waarbij alle voorgaande redenen in verband kunnen worden gebracht met het maken van regelgeving is milieuschade. Het is in dit geval zeer moeilijk om aansprakelijkheidsvorderingen op te zetten.<sup>75</sup>

**70.** In de specifieke zaak omtrent de aandeelhouderslening aan een ondergekapitaliseerde onderneming is er wel degelijk een grote kans op een rechtszaak. De redenen die SHAVELL aanhaalt zijn namelijk niet toe te passen. Via de leerstukken van onrechtmatige daad en rechtsmisbruik kan er wel degelijk *ex post* een achterstelling bekomen worden. De loutere kans dat er een rechtszaak komt is bijgevolg reëel, aangezien zowel de lening als de aandeelhouder – in de meeste gevallen – aanwijsbaar is.

**71.** Echter wens ik – persoonlijk – de vraag naar een effectieve rechtsgang toe te voegen. De benadeelde dient namelijk zijn vordering te staven met de leer van onrechtmatige daad of rechtsmisbruik. Indien de rechter echter vindt dat één van de voorwaarden van voorgaande leerstukken niet zijn voldaan, zal er geen gevolg worden gegeven aan de vordering. Met dit in het achterhoofd kan besloten worden dat een duidelijkere regelgeving de kans op een effectieve en duidelijke rechtsgang alleen maar vergroot.

#### *Administratieve kost*

**72.** De laatste overweging is een afweging van de administratieve kosten die gemaakt worden door privépartijen en door de overheid. Bij aansprakelijkheidsvorderingen wordt er gedomd op volgende kosten: tijd, werk, juridische kosten, ... Voor regelgeving wordt er verwezen naar publieke uitgaven om een regel af te dwingen en de private kost om de regels te kunnen naleven en omzetten. In het algemeen zijn er minder administratieve kosten bij een aansprakelijkheidsvordering. De reden hiervoor is simpel; als er niets fout gaat, zijn er geen kosten. Verder zijn er volgens voornoemde auteur nog enkele redenen die insinueren dat de kosten bij een aansprakelijkheidsvordering niet altijd hoog zijn. Als eerste zal er bij een nalatigheidsregel een zekere stimulans zijn om zorg te dragen, die erkend zal worden door de benadeelden en niet instant zal uitmonden in een dagvaarding. Verder wordt er ook vaak gebruikt gemaakt van een dading om een conflict tijdig en onderhands op te lossen. Dit zal ook steeds voor beide partijen minder kosten met zich meebrengen.<sup>76</sup> Aan deze argumenten wens ik, persoonlijk, nog de opgang van bemiddeling toe te voegen. Zo wordt de raadsman in België verplicht om de optie tot bemiddeling voor te leggen aan zijn cliënt. Op deze manier kan er *inter partes* steeds vlotter en goedkoper een oplossing gevonden worden van een conflict.<sup>77</sup>

---

<sup>75</sup> S. SHAVELL, "Liability for Harm versus Regulation of Safety", *Journal of Legal Studies*, 1984, 363; M. FAURE, *Environmental Law and Economics*, Maastricht, Metro, 2001, 39-45, 75-78.

<sup>76</sup> S. SHAVELL, "Liability for Harm versus Regulation of Safety", *Journal of Legal Studies*, 1984, 363-364; M. FAURE, *Environmental Law and Economics*, Maastricht, Metro, 2001, 39-45, 76-77.

<sup>77</sup> Wet 18 juni 2018 houdende diverse bepalingen inzake burgerlijk recht en bepalingen met het oog op de bevordering van alternatieve vormen van geschillenoplossing, BS 2 juli 2018.

**73.** Het is moeilijk om de administratieve kosten te reflecteren naar het onderwerp van dit onderzoek zonder empirische data. Het is namelijk zo dat het maken van wetgeving duur is, maar er wel al enkele voorbeelden zijn over de grens. Op deze manier kunnen er wel al duidelijk voorbeelden gezocht worden op basis van bestaande wetgevingen. Langs de andere kant is het belangrijk om in kaart te brengen hoeveel aandeelhoudersleningen aan een ondergekapitaliseerde onderneming er überhaupt voorkomen. Indien deze cijfers laag zijn, kan er besloten worden dat het niet nodig is om *ex ante* wetgeving te maken, aangezien de *ex post* zaken zo weinig voorkomen. Zoals eerder aangegeven, zonder empirische data is het moeilijk om over dit criterium te oordelen. Om deze reden zal er betreffende dit criterium genoeg worden genomen met een *ex aequo*.

### *Conclusie*

**74.** Er wijzen drie criteria van professor SHAVELL aan dat een duidelijk – preventieve – regelgeving een beter alternatief is dan een aansprakelijkheidsvordering. Er werd namelijk aangetoond dat de overheid over duidelijkere informatie beschikt betreffende de onderkapitalisatie van een onderneming. Verder is de kans op insolventie van een ondergekapitaliseerde onderneming zo hoog dat een aansprakelijkheidsvordering moeilijk even veel zal opbrengen als een vooraf bepaalde beschermingswet. Tot slot is de kans op een rechtszaak wel bestaand aangezien de aandeelhouder duidelijk aanwijsbaar is, maar is de kans op een effectieve rechtsgang niet altijd gegarandeerd aangezien er geen specifieke rechtsgrond is. Desalniettemin kan er ook worden toegevoegd dat een rechterlijk bevel tot schorsing vervangbaar kan zijn voor de strikte regelgeving, indien de informatiekost bij de partijen lager zou zijn. Als besluit moet er volgens de *paper* van STEVEN SHAVELL een wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap komen; die tevens vervangbaar is met een rechterlijk bevel tot schorsing. Dit is echter een beperkte analyse. Later in dit onderzoek zal er dieper worden ingegaan op het rechtseconomische vraagstuk.

#### 4.2.4 Conclusie van de Belgische aanpak

**75.** In België is er geen duidelijke regelgeving voorhanden met betrekking tot de achterstelling van de aandeelhouderslening. De achterstelling kan wel bekomen worden via het leerstuk van rechtsmisbruik of onrechtmatige daad. In dit geval moet er steeds getoetst worden aan de algemene zorgvuldigheidsnorm. Hierbij werd ook een vergelijking toegevoegd tussen het huidige en toekomstige burgerlijk wetboek. Uit dit laatste werd besloten dat er in het kader van dit onderzoek geen veranderingen hebben plaatsgevonden bij de onrechtmatige daad in het nieuwe Burgerlijk wetboek. Hoewel de lening aan een ondergekapitaliseerde onderneming door de aandeelhouder deze zorgvuldigheidstoets moeilijker zou doorstaan, blijft de effectieve achterstelling precair. Tot slot werd er een kort rechtseconomisch onderzoek gevoerd over de vergelijking tussen een achterstelling wegens aansprakelijkheid of een wettelijke achterstelling. Gebaseerd op vier criteria werd er geconstateerd dat een wettelijke achterstelling meer wenselijker zou zijn.

## 4.3 De Nederlandse aanpak

### 4.3.1 Situering van het insolventierecht

**76.** Om het Nederlands insolventierecht zo duidelijk mogelijk weer te geven, zullen de twee financieringsmanieren van een vennootschap worden toelichten. Enerzijds kan dit via de inbreng van een eigen vermogen, anderzijds via vreemd vermogen, waaronder ook een lening gesorteerd wordt.

**77.** Allereerst zal de inbreng van het eigen vermogen kort bestudeerd worden. In beginsel is dit het vermogen dat de aandeelhouder in zijn vennootschap heeft gestort. Deze vordering wordt bij faillissement achtergesteld ten aanzien van de andere schuldeisers, wat sterk lijkt op de Belgische benadering.<sup>78</sup> Dit vloeit voort uit artikel 2:23b, lid 1 van het Nederlandse Burgerlijk Wetboek:

*"De vereffenaar draagt hetgeen na de voldoening der schuldeisers van het vermogen van de ontbonden rechtspersoon is overgebleven, in verhouding tot ieders recht over aan hen die krachtens de statuten daartoe zijn gerechtigd, of anders aan de leden of aandeelhouders. Heeft geen ander recht op het overschot, dan keert hij het uit aan de Staat, die het zoveel mogelijk overeenkomstig het doel van de rechtspersoon besteedt."*<sup>79</sup>

**78.** Samengevat worden eerst de vennootschapsschuldeisers uitbetaald. Hierna zal het overige verdeeld worden over; in eerste instantie de boedelschuldeisers, hierna de preferente en tot slot de concurrente schuldeisers. Ter bevestiging van het artikel, krijgen de aandeelhouders een achtergestelde positie.<sup>80</sup>

**79.** Een andere manier van financiering is via vreemd vermogen. Deze vorm omvat de effectieve schulden van de vennootschap, waaronder bijvoorbeeld leningen. Er heerst bij het vreemd vermogen dan ook een terugbetalingsplicht ten aanzien van een schuldeiser.<sup>81</sup> Eén van de mogelijke toepassingen van deze soort financiering, is de aandeelhouderslening. De aandeelhouder in kwestie heeft in dit geval bij insolventie een dubbele vordering. Enerzijds is hij achtergesteld als aandeelhouder, anderzijds heeft hij zich gepromoveerd tot concurrente schuldeiser met betrekking tot de lening.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> R.J. DE WEIJS, *Faillissementspauliana, insolvenzanfechtung & transaction avoidance in insolventcies*, 2010, p. 26, <https://dare.uva.nl/search?identificer=a55caa47-78f7-4e38-968e-889b0bbf3489>; Y.Z. SCHABBING, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 19.

<sup>79</sup> Artikel 2:23b, lid 1 van het Nederlandse Burgerlijk Wetboek.

<sup>80</sup> Y.Z. SCHABBING, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 19.

<sup>81</sup> G. VAN SOLINGE en M.P. NIEUWE WEME, *Rechtspersonenrecht. 2a : NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer, Kluwer, 2013, 95 - 96; Y.Z. SCHABBING, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 9.

<sup>82</sup> R.J. DE WEIS, *Vooruit met de achterstelling*, *WPNR* 2008, 313 en 320; Y.Z. SCHABBING, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 19.

#### 4.3.2 Situering van de achterstelling

**80.** De achterstelling wordt in Nederland in beginsel enkel mogelijk gemaakt via artikel 3:277 van het Burgerlijk Wetboek:

*"[...] Bij overeenkomst van een schuldeiser met de schuldenaar kan worden bepaald dat zijn vordering jegens alle of bepaalde andere schuldeisers een lagere rang neemt dan de wet hem toekent."*<sup>83</sup>

**81.** Deze paragraaf bepaalt dat de achterstelling kan bekomen worden via een overeenkomst. Net als in België, is er geen specifieke rechtsgrond om een gerechtelijke achterstelling te eisen. Om de situering te kaderen binnen het onderzoek van deze thesis, kan de achterstelling van de aandeelhouderslening aan een ondergekapitaliseerde onderneming, in principe, enkel bekomen worden via een overeenkomst. Er is geen wettelijke regeling die bepaalt dat er een automatische achterstelling plaatsvindt en er is ook geen algemene regel voorhanden die de rechter deze bevoegdheid zou geven. Desalniettemin proberen de rechters wel op een creatieve manier de gerechtelijke achterstelling op te leggen.

#### 4.3.3 Grondslag voor de gerechtelijke achterstelling

In deze titel zal er, net zoals in België, gekeken worden wat de grondslag is van een gerechtelijke achterstelling van de aandeelhouderslening. Allereest zal een analyse worden gemaakt van enkele Nederlandse uitspraken. Vervolgens zal er een grondslag worden afgeleid en wordt deze toegepast op de aandeelhouderslening aan een ondergekapitaliseerde onderneming.

##### 4.3.3.1 Een blik naar de Nederlandse rechtspraak

**82.** De rechtspraak in Nederland is niet eenduidig omtrent de gerechtelijke achterstelling van de aandeelhouderslening. Zowel op vlak van de grondslag, als op vlak van de effectieve achterstelling wijkt de Nederlandse jurisprudentie af van zichzelf. In deze titel zullen enkele vonnissen behandeld worden ter verduidelijking van de Nederlandse aanpak.

##### *Carrier 1*

**83.** Deze analyse van rechtspraak wordt aangevangen met een uitspraak uit 2005. De rechtbank van Amsterdam oordeelde toen dat een geldlening van een aandeelhouder anders moet worden behandeld als de andere concurrente schuldeisers.<sup>84</sup> *Carrier 1* BV stelde in een akkoord met haar

---

<sup>83</sup> Artikel 3:277 tweede lid, Nederlands Burgerlijk Wetboek; J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 527-529.

<sup>84</sup> Rb. Amsterdam 26 juli 2005 en Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51.

schuldeisers voor dat alle schuldeisers 33 procent van hun vordering zouden ontvangen. Er was echter één uitzondering, de moedervenootschap kreeg aanzienlijk minder aangeboden. Dit was volgens deze laatste in strijd met de *paritas creditorum*.<sup>85</sup>

De rechtbank volgde in eerste instantie die denkwijze, aangezien een lening van een moeder aan een dochter vennootschap in principe niet wordt achtergesteld. Echter merkte de rechtbank op dat er wel een aanleiding tot achterstelling kon zijn, wanneer er sprake was van een informele kapitaalverschaffing. Hiervan is sprake als een derde diezelfde lening niet zou zijn aangegaan wegens ongunstige omstandigheden. Aangezien *Carrier 1 BV* al zeer lange tijd, en ten tijde van de lening, een negatief saldo had, achtte de rechtbank de voorwaarden voldaan van een informele kapitaalverschaffing.<sup>86</sup> In deze zaak is het wel belangrijk om op te merken dat *Carrier 1 BV* nog niet in de faillissementsprocedure zat, maar in de voorgaande fase, waarbij er uitstel van betalingen wordt toegekend. De betaling van de sommen zorgde er bijgevolg voor dat een faillissementsprocedure kon worden vermeden.<sup>87</sup>

### *One.Tel*

**84.** De volgende uitspraak die in het vizier komt, is die van de rechtbank te Amsterdam in 2008. Hierbij is *One.Tel* in het geding met dochtervennootschap *Leteno BV*, waarvan *One.Tel* 100% van de aandelen bezit en die failliet werd verklaard. *Leteno* was een verlieslatende vennootschap die overleefde door storting van *One.Tel*. Deze overschrijvingen diende ervoor om vorderingen van derden te kunnen betalen en geen verdere schulden op te lopen. Deze stortingen blijven gebeuren tot *Leteno* op een gegeven moment failliet werd verklaard. Nadien meldde *One.Tel* zich aan als concurrente schuldeiser voor een zeer hoog bedrag. De curator besloot om deze vordering te betwisten op grond van de onrechtmatige daad en op grond van de billijkheid.<sup>88</sup>

De rechtbank besloot echter niet tot achterstelling van de vordering over te gaan met de volgende woorden: "*Naar Nederlands recht [...] niet een regel [geldt] op grond waarvan een lening door een aandeelhouder of moedervenootschap, verstrekt op een moment dat het eigen vermogen van de vennootschap eigenlijk uitgebreid had moeten worden volgens de regels van goed koopmansgebruik, rechtens wordt behandeld als ware het kapitaal. Een dergelijke regel vloeit naar de heersende rechtsopvatting ook niet voort uit de door de aandeelhouder jegens de vennootschap in acht te nemen redelijkheid en billijkheid als bedoeld in artikel 2:8 BW of uit de maatschappelijke zorgvuldigheid als bedoeld in artikel 6:162 BW.*"<sup>89</sup> Een belangrijke annotatie is wel dat de curator had nagelaten aan te voeren dat *One.Tel* onrechtmatig had gehandeld.

---

<sup>85</sup> *Ibid.*; J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 527-529.

<sup>86</sup> *Ibid.*

<sup>87</sup> Y.Z. SCHABBING, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 25; J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 527-529.

<sup>88</sup> Y.Z. SCHABBING, *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 27-28; Rb. Amsterdam 17 december 2008, *RI* 2009, 75.

<sup>89</sup> Rb. Amsterdam 17 december 2008, *RI* 2009, 75, 4.4; J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 530.

## Ambacht

**85.** In deze zaak van 2010 bij de rechtbank van Breda, is er sprake van Stichting Ambacht en Ambacht BV. Ambacht BV is een vennootschap waarvan 100% van de aandelen toebehoren aan de Stichting. De organisatie wilde namelijk ook commerciële activiteiten doen, naast de activiteiten als Stichting. In dit verband was echter de BV sterk financieel afhankelijk van de Stichting. Zo hadden ze een rekening-courantverhouding waardoor de Stichting personeel, materiaal beschikbaar stelde aan Ambacht BV. De afhankelijkheid was echter zo groot, dat enkele dagen na het faillissement van de stichting, ook de BV het faillissement moest aanvragen. Stichting Ambacht rekende er echter op dat de vorderingen uit de rekening-courant aangemerkt werden als concurrente vordering. Dit laatste vond de curator van de BV onrechtvaardig, waardoor deze eiste dat de vordering werd achtergesteld.<sup>90</sup>

De rechtbank besloot dat er geen effectieve kapitaalbreng had plaatsgevonden. De Stichting stelde echter personeel en materiaal ter beschikking van de BV, wat er voor zorgde dat er limiet loos kosten werden geboekt op de rekening-courant. Dit resulteerde dan ook in het feit dat er *de facto* sprake was van één organisatie.<sup>91</sup> Om deze reden oordeelde het hof: *"Onder deze omstandigheden is het dan ook redelijk om aan de vordering van Stichting Ambacht een achtergesteld karakter te verbinden. Het zou in strijd met de redelijkheid en billijkheid zijn wanneer een controlerend aandeelhouder die de vennootschap heeft opgericht, de volledige controle binnen de vennootschap heeft gehad en haar in stand heeft gehouden via een financiering in rekening-courant, in geval van faillissement van de vennootschap zou meedelen in de opbrengst van de boedel op gelijke wijze als de concurrente crediteuren. Dit geldt te meer, nu de vordering van Stichting Ambacht, wanneer zij een andere vorm van kapitaalverschaffing zou hebben gekozen, op grond van artikel 2:23b BW zou zijn achtergesteld bij de concurrente crediteuren."*<sup>92</sup> Zo lijkt het erop dat de Ambacht-rechtspraak ervoor zorgt dat naast een informele kapitaalverstrekking<sup>93</sup>, ook een controlerende aandeelhouder nodig is om te kunnen spreken van een onrechtmatige aandeelhouderslening. Hierdoor wordt het criterium van de achterstelling door een aandeelhouderslening wel verzaamd.<sup>94</sup>

## Wind

**86.** Tot slot wordt deze vergelijking geëindigd met een uitspraak uit 2015. Dit arrest toont aan dat dat een aandeelhouderslening niet *per se* achtergesteld moet worden omdat het een lening is van een aandeelhouder. Het arrest gaat namelijk over een moeder en dochter vennootschap die daags

---

<sup>90</sup> Y.Z. SCHABBING, Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 27-29; Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/29.

<sup>91</sup> *Ibid.*

<sup>92</sup> Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/29, 3.13.

<sup>93</sup> Zie 3.3.2.1.

<sup>94</sup> M.J.H. ORVAN en M.N. DE GROOT, "De achtergestelde aandeelhouder(slening)", *FIP* 2011/4, 104; Y.Z. SCHABBING, Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 29.

na elkaar failliet zijn gegaan. Tussen beide de BV's was een leningsovereenkomst gesloten, die als concurrente vordering werd gekwalificeerd.

Het hof beoordeelde in deze zaak of de vordering moest worden achtergesteld of niet. Hierbij haalde het hof aan dat het niet vaststaat dat de aandeelhouderslening moet worden achtergesteld.<sup>95</sup>

De redelijkheid, billijkheid en het feit of de lening een onrechtmatige daad uitmaakte, is hierbij doorslaggevend: *"De lening van Wind aan [de vennootschap] is een lening van een moedervenootschap aan haar dochtervenootschap. Een dergelijke lening (...) heeft in het Nederlandse rechtssysteem geen bijzondere status in die zin dat een dergelijke lening automatisch is achtergesteld. Uit de rechtspraak en de literatuur kan niet worden afgeleid dat heersende leer zou zijn dat een dergelijke lening achtergesteld is noch dat een dergelijke achterstelling gewenst zou zijn. Dat een moedervenootschap bij de financiering van haar dochter onder omstandigheden ook rekening moet houden met de belangen van de (toekomstige) crediteuren van haar dochtervenootschap wordt algemeen aanvaard. Indien deze belangen door de moedervenootschap worden geschaad kan dit onder andere aanleiding geven voor een aansprakelijkheid van de moedervenootschap jegens de crediteuren van de dochtervenootschap op grond van artikel 6:162 BW. (...) heeft niet gesteld -en dit is ook niet gebleken- dat Wind door het verstrekken van de lening aan [de vennootschap] onrechtmatig jegens P&O Partner heeft gehandeld."*<sup>96</sup>

#### 4.3.3.2 Grondslag

**87.** Voorgaande evolutie en vergelijking van de Nederlandse jurisprudentie geeft geen eenduidig beeld van de grondslag. Desalniettemin lijkt ook in Nederland de gerechtelijke achterstelling van een aandeelhouderslening aan het leerstuk van onrechtmatige daad gelinkt. Dit gebeurde initieel bij een arrest van de Hoge Raad in 1991, namelijk het *Nimox*-arrest.<sup>97</sup> Deze zaak gaat over *Nimox* BV, die de enige aandeelhouder is van *Auditrade* BV. De aandeelhouder besloot in een algemene vergadering van aandeelhouders om een dividenduitkering te doen. Door deze uitkering werden de reserves van *Auditrade* BV grotendeels gebruikt en opgemaakt. De dag erna besloot de aandeelhouder om lening aan te gaan ten voordele van *Auditrade* BV voor hetzelfde bedrag dat werd uitbetaald als dividend. In ruil voor deze lening verkreeg *Nimox* BV het fiduciair eigendom van de voorraden en debiteuren van *Auditrade* BV. Door deze actie promoveerde de aandeelhouder zichzelf tot een betere - en meer zekere - positie als schuldeiser. Verder werden 51% van de aandelen daags nadien verkocht aan derden. Enkele maanden later werd *Auditrade* BV failliet verklaard waardoor de faillissementsprocedure in gang schoot, en bijgevolg ook de ophijsting van de schuldeisers. Hierbij werd vastgesteld dat de aandeelhouderslening ervoor zorgde dat de andere schuldeisers - onrechtmatig - benadeeld werden.<sup>98</sup> Het Hof te Amsterdam bevestigde de uitspraak van de rechtbank met de volgende woorden: *"De rechtbank heeft terecht geoordeeld dat in de gegeven omstandigheden Nimox door het dividendbesluit te nemen slechts dan niet onrechtmatig jegens*

---

<sup>95</sup> Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, *JOR* 2015/160

<sup>96</sup> *Ibid.*, 4.7; Y.Z. SCHABBING, Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 30.

<sup>97</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 83.

<sup>98</sup> *Ibid.*, 83, 84; HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174.



*crediteuren zou hebben gehandeld indien zij dit hadden omgezet in een achtergestelde lening. In de thans ontstane situatie van het faillissement wordt de door Nimox teweeggebrachte schade inderdaad goedge maakt door haar niet als concurrent-crediteur toe te laten. Het stond de rechtbank vrij aldus omtrent de schadevergoeding te beslissen.”<sup>99</sup>*

Met deze zaak wordt er bevestigd dat ook in Nederland op grond van onrechtmatige daad een achterstelling kan plaatsvinden ter herstelling van de schade.

**88.** Aansluitend op de onrechtmatige daad als grondslag, zijn er in de Nederlands rechtsleer twee strekkingen waar te nemen. De twee auteurs baseren zich op andere grondslagen, enerzijds wordt er gekeken naar de bodemlozeputlening en anderzijds baseert men zich op de leer van de maatschappelijke betamelijkheid en de redelijkheid op basis van het Ontvanger t./Ham-arrest.<sup>100</sup> De eerste visie is een strekking die wordt geleid door SCHIMMELPENNINCK. Volgens deze visie moet een achterstelling worden toegekend op het ogenblik dat een derde dat niet meer zou doen. De tweede visie, die afgeleid wordt uit de rechtspraak, wordt uitgelegd aan de hand van de maatschappelijke betamelijkheid en de redelijkheid. In het arrest “Ontvanger t. Ham” werd een onverschuldigde betaling gedaan aan een vennootschap die failliet werd verklaard. Er moest dan een rangverandering komen om te verzekeren dat de betaler zijn onverschuldigde betaling volledig kon terugvragen. Via deze weg kan er bijgevolg ook een wijziging worden gerechtvaardigd tussen schuldeisers.

#### 4.3.3.3 Quid bij de ondergekapitaliseerde vennootschap

**89.** Binnen de Nederlandse rechtspraak is de *Nimox*-uitspraak tot op heden het enige voorbeeld dat in de buurt komt van een gerechtelijke achterstelling van een aandeelhouderslening bij een ondergekapitaliseerde vennootschap. De gerechtelijke achterstelling, zoals in het Belgisch recht, is per definitie nog niet voorgevallen in Nederland.<sup>101</sup> Daarom wordt de onrechtmatige daad gezien als een mogelijke grondslag voor de achterstelling van de aandeelhouderslening bij onderkapitalisatie.

**90.** Desalniettemin wordt er gepleit voor andere manieren om de gerechtelijke achterstelling te bekomen. Op deze manier zou de aandeelhouder die geen onrechtmatige daad kan worden verweten, toch achtergesteld worden. Dit zou de financiering van een ondergekapitaliseerde vennootschap ook makkelijker te bestraffen maken. Er wordt dan voornamelijk verwezen naar de twee strekkingen die behandeld werden in de voorgaande titel. Via de bodemlozeputlening kan er namelijk ook een achterstelling bekomen worden. De financiële en economische vooruitzichten van de vennootschap moeten in dit geval in rekening worden genomen. De lening aan een ondergekapitaliseerde vennootschap is dan al snel een voorbeeld dat tot de verbeelding spreekt. Aanvullend is de mate waarin de aandeelhouder controle uitoefent op de vennootschap ook belangrijk.<sup>102</sup> Via de

---

<sup>99</sup> HR 8 november 1991, NJ 1992, 174, nr. 2.8.

<sup>100</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 84-87.

<sup>101</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 84.

<sup>102</sup> *Ibid.*; R.J. SCHIMMELPENNINCK, “Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?”, TVL 2003, 239, 243.

bodemlozeputlening, kan er bijgevolg geargumenteed worden dat de aandeelhoudersleningen kunnen worden geherkwalificeerd naar kapitaal. Via deze weg kan een aandeelhouderslening ten aanzien van de ondergekapitaliseerde onderneming "achtergesteld"<sup>103</sup> worden. De leer zorgt er tot slot ook voor dat er geen achterstelling wordt opgelegd indien de andere schuldeisers baat zouden hebben bij de lening.<sup>104</sup> DE WEIJS verduidelijkt dat voorgaande criteria van SCHIMMELPENNINCK ook gelden voor de visie van de maatschappelijke betamelijkheid en de redelijkheid.<sup>105</sup> Op deze manier kan er via beide wegen een gerechtelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde onderneming worden bekomen.

**91.** Na een korte analyse van beide visies, kan er worden vastgesteld dat er, op de grondslag na, weinig verschil is tussen beide rechtsgeleerden. De lening moet namelijk worden toegekend op het moment dat een derde dat ook zou doen. Verder is het belangrijk om te analyseren of de lening in het voordeel zou zijn van de andere schuldeisers. Indien dat niet het geval is, is er sprake van een onrechtvaardige lening. Mijns inziens zijn deze visies niet overbodig. Het aspect "schade ten aanzien van de andere schuldeisers" dient steeds in overweging genomen te worden, met als gevolg dat deze schade ook bijna altijd gekoppeld kan worden aan een fout binnen het leerstuk van de onrechtmatige daad. Desalniettemin kan de aandeelhouder gehandeld hebben op een manier waardoor alle schuldeisers in principe voordeel haalde uit de lening. Deze uitzondering kan niet altijd even gemakkelijk worden opgenomen ter verdediging van een inbreuk op een onrechtmatige daad. Hieruit kan er geconcludeerd worden dat de leer rond de onrechtmatige daad vragen onbeantwoord laat, die opgelost worden door de visies van bovenstaande auteurs.

#### 4.3.4 Conclusie

**92.** De Nederlandse rechtspraak schept geen eenduidig beeld over de toepassing van de achterstelling van aandeelhoudersleningen. In de onderzochte vonnissen en arresten werden er namelijk afwijkingen vastgesteld. Verder is wel een link gevonden worden tussen de onrechtmatige daad en de achterstelling door de *Nimox* rechtspraak. Via deze weg stelde de rechtspraak een voorbeeld hoe een aandeelhouderslening ten aanzien van een ondergekapitaliseerde onderneming kan worden achtergesteld. Tot slot is er al wat inkt is gevloeid over de grondslag van de gerechtelijke achterstelling voor aandeelhoudersleningen. Enerzijds wordt er door de rechtspraak verwezen naar de onrechtmatige daad en de leer van de maatschappelijke betamelijkheid en de redelijkheid, anderzijds wordt er door de rechtsleer een grondslag gezocht in de bodemlozeputlening. Hieruit blijkt dat er in Nederland een evolutie op gang is die enkel gestopt kan worden door een tussenkomst van de wetgever.

---

<sup>103</sup> "Achtergesteld" is juridisch gezien niet de juiste benaming, aangezien de herkwalificering naar kapitaal louter ervoor zorgt dat de lening de waarde krijgt van "inbreng".

<sup>104</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 85.

<sup>105</sup> *Ibid.*, 86; R.J. De Weijs, "Vooruit met de achterstelling: over de positie van de aandeelhoudersleningen in en voor faillissement", *WPNR* 2008, 317.



## 4.4 De aanpak in de Verenigde Staten van Amerika

### 4.4.1 Situering en grondslag

**93.** In de Verenigde Staten van Amerika is er een systeem opgezet door de rechtbanken om bepaalde schuldvorderingen geheel of gedeeltelijk achter te stellen ten aanzien van andere schuldeisers. Dit systeem werd gecodificeerd in de nieuwe insolventiewet:<sup>106</sup>

" (c) *Notwithstanding subsections (a) and (b) of this section, after notice and a hearing, the court may: 1. Under principles of equitable subordination, subordinate for purposes of distribution all or part of an allowed claim to all or part of another allowed claim or all or part of an allowed interest to all or part of another allowed interest; or 2. order that any lien securing such a subordinated claim be transferred to the estate.*" <sup>107</sup>

**94.** Via deze weg kan de rechter ook in de Verenigde Staten een aandeelhouderslening achterstellen op grond van een specifiek artikel. Echter blijft het artikel relatief vaag; de wetgever verklaart namelijk dat het mogelijk is *under principles of equitable subordination*. Dit criterium blijft open ter interpretatie van de rechter, waardoor de beoordeling op individuele basis moet worden gemaakt. De Amerikaanse rechtspraak heeft enkele criteria bepaald om uit te maken of een specifieke zaak hieronder valt. Volgens de principezaak *In re Mobile Steele* zijn er drie belangrijke elementen: er dient bewijs te worden aangebracht van *inequitable conduct* door de verstrekker van de schuldvordering, er is schade geleden door de andere schuldeisers en de achterstelling mag niet strijdig zijn met de bepalingen van de Amerikaans insolventiewet.<sup>108</sup> In het kader van het onderzoek volgt dan ook de vraag of een aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde onderneming hieronder valt.

### 4.4.2 Analyse van *equitable subordination*

#### 4.4.2.1 *inequitable conduct*

**95.** Het criterium van *inequitable conduct* is het moeilijkste om te definiëren door de onduidelijkheid. Vertaald naar het Nederlands komt dit neer op het onbillijk gedragen<sup>109</sup> van de schuldeiser. Verder dient er verduidelijkt te worden wie er überhaupt onbillijk gedrag kan plegen; moet deze schuldeiser een band, een zogenaamde *insider status*, hebben met de vennootschap of kan de achterstelling aan eender wie worden opgelegd. Hierna is het ook noodzakelijk om vast te stellen in welke mate de schuldeiser een *insider status* moet hebben om gestraft te kunnen worden met door gerechtelijke

---

<sup>106</sup> R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 88-89.

<sup>107</sup> 11 USC §510c

<sup>108</sup> M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 13; R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 88-89; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 276-278.

<sup>109</sup> X, "inequitable" en "conduct", Le Docte, <http://ledocte.intersentia.be.bib-proxy.uhasselt.be/unilex/pages/home.jsf>

achterstelling.<sup>110</sup> In de volgende analyse zal eerst deze *insider status* worden verklaard en vervolgens zal er pas worden ingegaan op de effectieve verklaring van de onbillijke gedraging.

### *Insider status*

**96.** Allereerst is de vraag of het criterium "aandeelhouder" belangrijk is om een achterstelling te bekomen. In de Verenigde Staten wordt deze vraag negatief beantwoord.<sup>111</sup> Met andere woorden kunnen zowel schuldvorderingen van aandeelhouders als schuldvorderingen van *outsiders* worden achtergesteld.<sup>112</sup> Desalniettemin kan er wel worden vastgesteld dat de standaard tot opleggen van een achterstelling verschilt tussen *outsiders* en *insiders*.<sup>113</sup> Om te weten of iemand een *insider* status heeft, dient men de vorm van controle na te gaan. Hierbij is het niet belangrijk dat de persoon een managementfunctie heeft, hoewel dit wel een versterking van het argument kan zijn.<sup>114</sup> Om deze reden zal een meerderheidsaandeelhouder eerder aanzien worden als een *insider*, in tegenstelling tot de minderheidsaandeelhouder. De minderheidsaandeelhouder heeft namelijk niet altijd dezelfde controle over de onderneming. Volgens een Amerikaans arrest kan men namelijk besluiten dat een aandeelhouder controle heeft over de onderneming wanneer deze direct of indirect beslissingsmacht heeft over het beleid van de onderneming. Dit wil echter niet zeggen dat aan een minderheidsaandeelhouder die wordt gecategoriseerd als *outsider* geen achterstelling kan worden opgelegd. Voor deze laatste groep zal het gewoon moeilijker zijn om een achterstelling opgelegd te krijgen.<sup>115</sup> De *insiders* daarentegen hebben een hogere morele plicht ten aanzien van de onderneming. Dit heeft tot gevolg dat een gerechtelijke achterstelling vastgesteld kan worden door louter *unfairness* vast te stellen. Het omgekeerde geldt dan ook voor de *insider*; deze kan zijn vordering redden van een achterstelling door goede trouw en eerlijkheid aan te tonen.<sup>116</sup> Het verschil tussen een *insider* of *outsider* is bijgevolg niet *per se* doorslaggevend, maar bepaalt welke bewijslast er heerst in hoofde van de eiser.

### *inequitable conduct*

**97.** De *equitable subordination* wordt alleen toegepast in geval van *inequitable conduct*. Losstaand

---

<sup>110</sup> M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 13; L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 108.

<sup>111</sup> M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 13.

<sup>112</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 280.

<sup>113</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law and Commerce* 1993, 109-110; M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 14.

<sup>114</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 109-110.

<sup>115</sup> M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 15; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 281.

<sup>116</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 109-110; M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 14.

van het feit of de schuldeiser een *insider* of een *outsider* is, moet er nog steeds een onbillijke gedraging zijn. Rechtspraak en rechtsleer zijn het erover eens dat deze gedraging in drie gevallen voorkomt; in eerste instantie in geval van *fraud, illegality, breach of fiduciary duty*.<sup>117</sup> Dit komt er in de meeste gevallen op neer dat een controlerende aandeelhouder op oneerlijke wijze gaat contracteren met de vennootschap waar hij gezag op uitoefent. Als gevolg kan dan worden gesteld dat het contract niet marktconform is afgesloten.<sup>118</sup> De tweede erkende categorie zijn de gevallen waarin de aandeelhouder zijn controle op de onderneming gebruikt om zijn eigen belangen als schuldeiser te verdedigen.<sup>119</sup> Tot slot kan er een onbillijke gedraging worden vastgesteld indien er een onderkapitalisatie is van de schuldenaar-onderneming.<sup>120</sup> Aangezien dit werk zich focust op de onderkapitalisatie, zal dit laatste verder worden onderzocht.

**98.** Om dit verder af te bakenen, zal eerst naar een adequate definitie van onderkapitalisatie worden gezocht. Als vertrekpunt duidt de Amerikaanse rechtsleer op een algemene definitie: "*whether, under the circumstances, reasonably prudent persons with a general business background would deem the company undercapitalized*"<sup>121</sup>. Dit komt voornamelijk neer op de *bonus-pater-familias*-beoordeling uit het Belgische rechtstelsel. Men haalt aan dat een onderneming ondergekapitaliseerde is, indien een normaal, vooruitziend persoon met een algemene kennis van zaken de onderneming als ondergekapitaliseerde zou beschouwen.<sup>122</sup> De Amerikaanse rechtspraak breidde deze visie uit met twee testen in het – reeds aangehaalde – *mobile steel*-arrest<sup>123</sup>: "(1) *Capitalization is inadequate if, in the opinion of a skilled financial analyst, it would definitely be insufficient to support a business of the size and nature of the bankrupt in light of the circumstances existing at the time the bankrupt was capitalized; (2) Capitalization is inadequate if, at the time when the advances were made, the bankrupt could not have borrowed a similar amount of money from an informed outside source.*"<sup>124</sup> Met deze laatste aanvulling kan er een duidelijker beeld worden gevormd wat er juist bedoeld wordt met de term onderkapitalisatie. In het kader van dit onderzoek kan er ook steeds worden teruggevallen op deze definitie.

---

<sup>117</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 111; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 282.

<sup>118</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 282.

<sup>119</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 111; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 285.

<sup>120</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 111; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 284; M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 17.

<sup>121</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 111; M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 17.

<sup>122</sup> *Ibid.*

<sup>123</sup> *Mobile Steel*, 563 F.2d at 703 (5th Cir. 1977)

<sup>124</sup> L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 111; M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 17.

#### 4.4.2.2 Schade aan andere schuldeisers

**99.** Het tweede element van de criteria uit de *Mobile Steel Case* is het feit dat er andere schuldeisers schade moeten geleden hebben door de onbillijke gedraging van een schuldeiser. Dit kan tevens worden uitgebreid met schade aan de failliete vennootschap, aangezien er in dit geval onrechtstreeks schade wordt berokkend aan de vennootschapsschuldeisers. Dit criterium wordt evenwel snel toegepast, aangezien een gemiste kans zelfs al gezien wordt als schade.<sup>125</sup>

**100.** Hierbij is het belangrijk om op te merken dat het basisidee achter de achterstelling een schadeherstellende functie heeft. Er wordt niet gedoeld op het straffen van de aandeelhouder of de schuldeiser. Er is bijgevolg geen punitieve functie verbonden aan de achterstelling waardoor de exact geleden schade ook niet kan worden vergoed. Verder kan de achterstelling ook verzekeren dat de achterstelling enkel gebeurt ten aanzien van de schuldeisers die schade hebben geleden, omdat er geen algemeen karakter aan verbonden is.<sup>126</sup>

#### 4.4.2.3 Strijdigheid met de insolventiewet

**101.** Tot slot is de achterstelling enkel mogelijk indien er geen bepalingen van de *Bankruptcy Act* worden geschonden. Volgens de Amerikaanse doctrine is deze voorwaarde echter niet meer relevant sinds de codificatie van *equitable subordination* in de *Bankruptcy Act*.<sup>127</sup>

#### 4.4.3 Conclusie

**102.** In de Verenigde Staten van Amerika is er een zeer uitgewerkte wetgeving is omtrent de achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde onderneming. Bij een lening ten aanzien van een ondergekapitaliseerde onderneming is er namelijk steeds kans op achterstelling, maar deze kans wordt groter indien een *insider* de lening heeft verschaft. Een aandeelhouder zal in de meeste gevallen als een *insider* kunnen worden gezien waardoor de bewijslast in hoofde van de benadeelde(n) lager is. Hierdoor is er een grote waarborg bij de andere schuldeisers om geen geld te verliezen door een slechte lening ten aanzien van de onderneming.

#### 4.5 Rechtsvergelijkende conclusie

**103.** De volgende onderzoeksvraag werd behandeld: *wat is de gerechtelijk achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap en welke grondslagen kunnen*

---

<sup>125</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 286.

<sup>126</sup> *Ibid.*; L Long, "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 113-115.

<sup>127</sup> J. DICKENS, "Equitable Subordination And Analogous Theories of Lender Liability: Towards a New Model of Control", *Texas Law Review* 1987, 814; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 287.

*hiervoor worden gevonden?* Om deze vraag te kunnen beantwoorden werd er gebruikt gemaakt van rechtsvergelijking tussen België, Nederland en de Verenigde Staten van Amerika. De grondslagen van de landen werden vergeleken om een duidelijk beeld te krijgen van de mogelijke gerechtelijke achterstellingen.

**104.** In België werd teruggegrepen naar de onrechtmatige daad als rechtsgrond. Deze werd tevens aangevuld met de leer omtrent rechtsmisbruik. Het staat alleszins vast dat de achterstelling gebaseerd moet worden op de algemene zorgvuldigheidsleer. De rechter moet bijgevolg creatief omspringen met de algemene zorgvuldigheidsleer om achterstelling te kunnen opleggen.

**105.** Verder werd de toepassing in Nederland uitgediept. Het staat alleszins vast dat er, naast de *nimox*-uitspraak, geen rechtspraak te vinden is die de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap behandelt. Desalniettemin wordt er veel geschreven over de achterstelling van de aandeelhouderslening in het algemeen. Ook in Nederland zoekt men een grondslag in de onrechtmatige daad, maar daar blijft het niet bij. De rechtsleer zocht ook al zijn toevlucht in de leer rond de maatschappelijke betamelijkheid en de redelijkheid en in het leerstuk rond de bodemlozeputlening. Desalniettemin is het ook voor de Nederlandse rechter aangewezen om zich in eerste instantie te baseren op de onrechtmatige daad.

**106.** In tegenstelling tot voorgaande landen, hebben de Verenigde Staten een uitgewerkt en doordacht systeem om de achterstelling te bekomen. Men baseert zich op een duidelijk artikel uit de *insolvency act* dat de achterstelling mogelijk maakt. Via deze weg kan een *insider* – een aandeelhouder – achtergesteld worden ten aanzien van de andere schuldeisers indien deze zich onbillijk gedraagt.

**107.** Er kan geconcludeerd worden dat er een veel grotere zekerheid is om een achterstelling van een aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap te bekomen indien er een codificatie heeft plaatsgevonden van de gerechtelijke achterstelling. Het is duidelijk dat de creatieve aanpak van de rechtbanken in de lage landen loont, maar niet altijd even eenduidig is. Om deze reden is een codificatie van de gerechtelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap wenselijk om de zekerheid van de betrokkenen te verhogen.

#### *Eigen mening van de auteur*

Het is duidelijk dat er op dit moment niet genoeg grondslag kan worden gevonden in de algemene zorgvuldigheidsnorm. Desalniettemin vind ik dat de onrechtmatige daad – alleszins in België – voldoende grondslag zou moeten bieden om de lening aan de ondergekapitaliseerde lening achter te stellen. Ik ben er namelijk van overtuigd dat extra regelgeving om een gerechtelijke achterstelling te bekomen overbodig is aangezien er al een mogelijke grondslag voorhanden is. Evenwel is hiervoor een eenduidige en duidelijke aanpak van de rechtspraak nodig.





## 5 Rechtseconomische afweging van de achterstelling van de aandeelhouderslening (aan de ondergekapitaliseerde onderneming)

### 5.1 Situering

**108.** Dit rechtseconomisch onderzoek zal beginnen met een korte analyse van de kapitaalstructuur. Dit is namelijk de wijze waarop een onderneming wordt gefinancierd; door eigen vermogen of door vreemd vermogen. Volgens het bekende werk van MODIGLIANI en MILLER is dit echter irrelevant voor de waarde van de onderneming.<sup>128</sup> Een wijziging in de kapitaalstructuur is namelijk niet bevorderend voor de ondernemingswaarde. Het is zo dat, wanneer eigen vermogen toeneemt, het risico van de vennootschapsschuldeisers daalt, aangezien er een grotere buffer wordt voorzien voor deze laatsten. Visa versa geldt hetzelfde; de daling van eigen vermogen zal er voor zorgen dat het risico verhoogt. De irrelevantie van het onderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, kan ook doorgetrokken worden naar de financiële contracten die de rechten op een vennootschapsvermogen bepalen, zoals leningen. Een belangrijke annotatie bij het werk van MODIGLIANI en MILLER is echter wel dat de resultaten gebaseerd zijn op een perfect werkende kapitaalmarkt, zonder externe beïnvloedingen zoals belastingen, agencykosten,...<sup>129</sup>

**109.** Voorgaande alinea kan in verband gebracht worden met de financiering door een aandeelhouder. Dat deze aandeelhouder beperkte of onbeperkte aansprakelijkheid geniet, speelt geen rol. Hij betaalt namelijk naargelang het risico deze aandeelhouder meeneemt na zijn betaling. Het enige dat bij een aandeelhoudersfinanciering van belang is, is de netto waarde van de onderneming zelf. Met andere woorden maakt het economisch gezien niet uit wie de onderneming financiert. Dit resulteert in het feit dat de achterstelling van de aandeelhouderslening in principe geen nut heeft, zolang de aandeelhouder een marktconforme prijs betaalt.<sup>130</sup>

**110.** De belangrijkste rechtseconomische redenen voor en tegen de achterstelling van aandeelhoudersleningen worden vaak teruggevonden in de – door MODIGLIANI en MILLER weggedachte – *agencykosten* die gepaard gaan met beperkte aansprakelijkheid. Deze kosten kunnen worden beperkt door een buffer van achtergestelde vorderingen.<sup>131</sup> Deze zullen dan ook eerst onderzocht worden. In een volgende titel zullen ook bondig het belang van informatieasymmetrie, monitoringskosten en investeringsoptimisme worden uitgediept.

---

<sup>128</sup> K.-P. CHANG, *The Ownership of the Firm, Corporate Finance, and Derivatives*, Singapore, Springer, 2015, 17-22; F. MODIGLIANI en M. MILLER, "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 1958, 261-297.

<sup>129</sup> *Ibid.*; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 73-74; F. MODIGLIANI en M. MILLER, "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 1958, 261-297.

<sup>130</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 75.

<sup>131</sup> *Ibid.*, 91-92.

## 5.2 Agencykosten

**111.** Agencyproblemen kunnen worden omvat als problemen die veroorzaakt worden omdat de agent niet altijd handelt in het voordeel van de principaal, namelijk de aandeelhouder. Dit komt voort uit het verschil in belang dat heerst tussen de principaal en de agent. Dit belang bestaat er voornamelijk uit dat de agent geen kosten van verlies moet dragen en bijgevolg niet altijd de winst voor de principaal zal maximaliseren.<sup>132</sup>

**112.** Traditioneel zijn er drie *agency* problemen: het conflict tussen management en aandeelhouders, het conflict tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders en tot slot het conflict tussen de vennootschap en diens schuldeisers.<sup>133</sup> Dit laatste is in het kader van dit onderzoek het meest relevant, aangezien dit onder andere het gevolg is van de beperkte aansprakelijkheid. Om bovenstaande terminologie hierop toe te kunnen passen, kunnen de schuldeisers in deze situatie gezien worden als principalen en de aandeelhouders van de vennootschap als agenten. De terugbetaling aan de schuldeisers is namelijk afhankelijk van het beleid van de vennootschap, en dit is iets waar de aandeelhouders een grote invloed op kunnen uitoefenen. Aangezien de schuldeisers van de vennootschap, in principe, niet naïef zijn; zijn ze zich ervan bewust dat de aandeelhouders geen ideale agent zijn. Om deze reden zal het verwachte wangedrag in de initiële prijs worden verwerkt, zoals bijvoorbeeld de intrest. Om deze prijsverhoging te beperken, zal de agent zo veel mogelijk zijn best doen om aan te tonen dat hij betrouwbaar is (*screening*). De principaal, op zijn beurt, zal zijn best doen om zijn schuldenaar te *monitoren*. Aangezien beide acties voor zowel de principaal als de agent niets opleveren, zijn dit *agencykosten*.<sup>134</sup>

In dit hoofdstuk zal onderzocht worden in welke mate de achterstelling van de aandeelhouderslening kan bijdragen aan de vermindering van de *agencykosten*. Deze analyse zal gemaakt worden op basis van drie vormen van wangedrag die de aandeelhouder doet ten aanzien van de schuldeiser. In een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid zijn dat: *asset dilution*, *underinvestment* en *risk alteration (overinvestment)*.<sup>135</sup>

**113.** In dit werk zal er gefocust worden op *overinvestment* en *underinvestment*, aangezien dit het meest aanleunt bij de problematiek van dit onderzoek, namelijk de waarborg van de andere schuldeisers in geval van onderkapitalisatie.

---

<sup>132</sup> *Ibid.*, 92; K. GEENS en M. WYCKAERT, Verenigingen en vennootschappen, *Deel II De vennootschap, A. Algemeen deel in Beginselen van het Belgisch privaatrecht*, Mechelen, Kluwer, 2011, 28.

<sup>133</sup> M. GOERGEN, *Corporate governance, a global perspective*, United Kingdom, Cengage, 2018, 7; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 92.

<sup>134</sup> M. GOERGEN, *Corporate governance, a global perspective*, United Kingdom, Cengage, 2018, 10-11; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 92-96.

<sup>135</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 92-96; J. ARMOUR, J. HERTIG, G. en H. KANDA, "Transactions with creditors" in R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 111-112.

## 5.2.1 *Overinvestment* en *Underinvestment*

### 5.2.1.1 *Overinvestment*

**114.** *Risk alteration* gebeurt wanneer een vennootschap haar risicoprofiel verhoogt na het aantrekken van vreemd vermogen. Deze verhoging is in het voordeel van de aandeelhouders, aangezien zij de voordelen opstrijken. Daarentegen blijft de vordering van de schuldeisers onveranderd, waardoor hun risico wordt verhoogd; zij genieten namelijk niet van de beperkte aansprakelijkheid van de aandeelhouder. De schuldeisers kunnen dit risico internaliseren door een hogere prijs te vragen. Deze prijsverhoging moet dan op zo'n manier uitgerekend worden, dat precies het waardeverlies wordt gecompenseerd. Het wordt echter problematisch wanneer hierdoor de netto contante waarde van het project, lager ligt dan de eigenlijke marktwaarde van de ingezette activa. Dit komt er op neer dat er geen betere alternatieve projecten op de markt mogen zijn waarvoor de activa beter kunnen voor worden ingezet. Indien de onderneming beslist om toch een project aan te nemen dat een lagere netto contante waarde heeft, zal de opbrengst van de aandeelhouder dalen en zal ook de maatschappelijk gecreëerde waarde lager liggen. In dit geval is er sprake van *overinvestment* in hoofde van de vennootschap.<sup>136</sup> LANDUYT gebruikt ter verduidelijking van het volgende voorbeeld:

*“Een hypothetische vennootschap zonder schulden noch activa heeft een “project A” in haar portefeuille, dat voor 100 EUR kan worden gerealiseerd met een lening. Dit project heeft 50% kans om een return van 150 EUR te genereren en 50% kans op een break-even return van 100 EUR (de tijdswaarde van geld wordt genegeerd). Deze schuldeiser zal als prijs voor zijn investering 100 EUR vragen. In beide gevallen krijgt de schuldeiser zijn inleg terug. In dat geval maakt de vennootschap gemiddeld 25 EUR winst.”<sup>137</sup>*

**115.** Dit voorbeeld wordt aangevuld met volgende hypothese:

*“Stel nu dat de schuldeiser weet dat de vennootschap naast project A voor dezelfde kost evengoed ook “project B” kan uitvoeren. Dit laatste project heeft 50% kans op een rendement van 220 EUR en 50% kans op een totaal verlies van de investeringskost. In dat geval zal de schuldeiser 200 EUR vragen in ruil voor zijn investering van 100 EUR. Immers, hij gaat ervan uit dat de vennootschap steeds project B zal uitvoeren omdat dit project de grootste return voor de vennootschap genereert in het positieve scenario. Aan die prijs zal de vennootschap gedwongen zijn om project B uit te voeren, omdat project A zelfs in het positieve geval geen winst meer oplevert voor de vennootschap. Problematisch is dat de waarde die gecreëerd wordt door project A, gemiddeld 25 EUR is,*

---

<sup>136</sup> J. Armour, G. Hertig en H. Kanda, “Transactions with creditors” in R. Kraakman, J. Armour, P. Davies (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 111. S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 96-97; S. LANDUYT, *A capital question, should shareholders loans be automatically subordinated*, Financial Law Institute, Ghent University, 2018, 7-8.

<sup>137</sup> LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, nr. 153 ;  $(150 - 100) * 50\% + (100 - 100) * 50\% = 25$ .

*terwijl de gemiddelde return voor project B maar 10 EUR is, dus 15 EUR minder.*<sup>138</sup>

*Overinvestment* is het gevolg van twee scenario's: *asset substitution* en *claim dilution*. In het eerste geval zal de aandeelhouder de vennootschapsactiva aanwenden om risicovollere projecten na te streven dan de schuldeisers op dat moment verwachten. Bij *claim dilution* is er een gelijkend scenario; de aandeelhouder zal nieuwe schulden aangaan om daarna meer risicovolle projecten na te streven. Een belangrijke aanvulling is dat het aangaan van schulden niet altijd zal leiden tot negatieve gevolgen, maar wel wat de vennootschap, uiteindelijk, met de verkregen activa doet. Dit laatste is voornamelijk belangrijk bij aandeelhoudersleningen gezien het wenselijk is dat deze nieuwe inkomsten gebruikt worden voor rendabele en weinig risicovolle projecten. Deze zouden idealiter geen betrekking mogen hebben op de huidige activiteiten van de onderneming. Vaak gebeurt echter het omgekeerde; de aandeelhouder zal namelijk, indien de onderneming ondergekapitaliseerd is, een *all-or-nothing* strategie toepassen. Deze aanpak moet dan door de onderkapitalisatie gefinancierd worden door het geld van schuldeisers. De aandeelhouder loopt echter geen risico meer tot verlies van eigen vermogen door de beperkte aansprakelijkheid. Voor de schuldeisers, daarentegen, zou het in sommige gevallen beter zijn om onmiddellijk het faillissement aan te vragen.<sup>139</sup> Omwille van dit laatste, kan het nuttig zijn om de aandeelhouder voor sommige vorderingen gelijk te stellen met de andere schuldeisers. In deze situatie zal hij ook, onbewust, de belangen van de overige schuldeisers in overweging nemen bij het nemen van beslissingen.<sup>140</sup>

**116.** Hieruit kan dan het effect afgeleid worden van een automatische achterstelling van een aandeelhouderslening op *risk alteration*. Dit zal namelijk de lening degraderen tot een soort inbreng, die pas na de chirografaire schuldeisers worden uitbetaald. Aangezien de aandeelhouder, in dit geval, niets zal kunnen opeisen bij faillissement, wordt zijn risico verhoogd. Deze risicotoename zal ook niet gepaard gaan met een stijging van het rendement, waardoor de aandeelhouders minder snel de impuls krijgen om een riskante operatie te ondernemen. De aandeelhouder wordt bijgevolg minder onverschillig ten aanzien van risico, aangezien zijn lagere rang ervoor zorgt dat er een hoger risico wordt gedragen.<sup>141</sup> Hieruit kan worden afgeleid dat de achterstelling van de aandeelhouderslening in het algemeen, bijgevolg ook bij onderkapitalisatie, eerder leidt tot het verminderen van *overinvestments*, wat in eerste instantie een goede zaak is.<sup>142</sup>

**117.** Dit komt voornamelijk voor bij een *start-up*. In deze fase wordt er in de onderneming namelijk

---

<sup>138</sup> LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, nrs. 154-155 ;  $(220 - 100) * 50\% + (0 - 100) * 50\% = 10$ .

<sup>139</sup> S. LANDUYT, *A capital question, should shareholders loans be automatically subordinated*, Financial Law Institute, Ghent University, 2018, 8; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 98-101; J. Armour, G. Hertig en H. Kanda, "Transactions with creditors" in R. Kraakman, J. Armour, P. Davies e.a. (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 111-112.

<sup>140</sup> M. Jensen en W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 1976, 352.

<sup>141</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 101-102.

<sup>142</sup> S. LANDUYT, *A capital question, should shareholders loans be automatically subordinated*, Financial Law Institute, Ghent University, 2018, 12.

vaak gewerkt met aandeelhoudersleningen en kan *overinvestment* een grote valkuil zijn. Dit komt doordat de *buffer* van het eigen vermogen in de meeste gevallen vrij laag is. De aandeelhouder zal zijn verdere fondsen proberen te werven via familie en vrienden, die meestal het risico niet calculeren in de prijs. Hierdoor zou de aandeelhouder bij een niet-achterstelling waarde kunnen onttrekken aan deze onwetende schuldeisers.<sup>143</sup>

### 5.2.1.2 *Underinvestment*

**118.** In tegenstelling tot *overinvestment*, zal een bedrijf bij *underinvestment* net niet investeren in iets dat wel wenselijk zou zijn. Wanneer het netto actief van een vennootschap namelijk negatief is, wat inhoudt dat er meer schulden zijn dan er activa aanwezig is, zal de aandeelhouder minder gemotiveerd zijn om te investeren. De aandeelhouder zal, met andere woorden, minder gemotiveerd zijn om een project met positieve contante waarde uit te voeren en zal eerder meer riskante projecten uitvoeren (*overinvestment*). De gemaakte winsten zullen namelijk eerst toekomen aan de schuldeisers tot het moment dat het netto actief weer positief is.<sup>144</sup>

**119.** LANDUYT gebruikt, om het probleem in verband te brengen met de achterstelling van de aandeelhouders, een zeer duidelijk en correct voorbeeld:

*"Stel: een hypothetische vennootschap, waarvan aandeelhouder-bestuurder X alle winst- en stemrechten houdt, heeft 900 EUR in cash op haar balans en moet aan schuldeiser Y 1.000 EUR betalen. De vennootschap kan een project realiseren dat 1.500 EUR kost. In een bull market zal het project een return van 200 EUR genereren; in een even waarschijnlijke bear market zal 100 EUR aan waarde op de initiële investering verloren gaan (de tijds waarde van geld wordt opnieuw genegeerd). Gemiddeld gezien, is het rendement van het project dus positief, namelijk 50 EUR.<sup>145</sup> Indien aandeelhouder X de vereiste bijkomende middelen om het project uit te voeren ten bedrage van 600 EUR verstrekt onder de vorm van een inbreng, of wanneer zijn schuldvordering is achtergesteld, dan zal zijn gemiddelde rendement negatief zijn (-50 EUR).<sup>146</sup> Maar in de hypothese dat hij investeert onder de vorm van vreemd vermogen in gelijke rang, zal zijn gemiddelde rendement 12,5 EUR bedragen<sup>147</sup>."*<sup>148</sup>

**120.** In dit voorbeeld wordt op een duidelijke economische manier aangetoond dat er meer waarde kan worden gecreëerd door gebruik te maken van aandeelhoudersleningen in gelijke rang. Aansluitend is de aandeelhouder, zoals eerder aangehaald, ook de enige die wil investeren in zijn

---

<sup>143</sup> <sup>143</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 120.

<sup>144</sup> S. LANDUYT, *A capital question, should shareholders loans be automatically subordinated*, Financial Law Institute, Ghent University, 2018, 12-13; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 117-118.

<sup>145</sup>  $(1700-1500) * 50\% + (1400 - 1500) * 50\% = 50$ .

<sup>146</sup>  $(1700 - 1000) * 50\% + (1400 - 1000) * 50\% = 550 \mid 550 - 600 = -50$ .

<sup>147</sup>  $(1700 - 1000) * 50\% + (600 / 1600) * 1400 * 50\% = 612,5 \mid 612,5 - 600 = 12,5$ .

<sup>148</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, nr. 197.

vennootschap. Dit zorgt ervoor dat een automatische achterstelling van de aandeelhouderslening geen reclame is voor de aandeelhouder in een wanhopige poging om zijn onderneming te redden. Om deze reden kan het opportuun geacht worden om de aandeelhouders(lening) een hogere rang te geven en bijgevolg niet achter te stellen.<sup>149</sup>

**121.** Dit komt voornamelijk voor wanneer de onderneming in moeilijkheden is. In een dergelijke situatie wordt het voor de ondernemingen moeilijk om investeerders te vinden die buiten de onderneming staan. In dit geval is een aandeelhouderslening een vaak gekozen alternatief. Vanwege de achterstelling van deze lening worden maatschappelijk waardevolle projecten verhinderd aangezien de aandeelhouders deze niet kunnen internaliseren.<sup>150</sup>

## 5.2.2 *Underinvestment vs. overinvestment*: welk probleem overheerst?

### 5.2.2.1 De theorie van KANDA en LEVMORE

**122.** De achterstelling van de aandeelhouderslening is een maatregel die een dubbele werking heeft. Zoals in de vorige titels werd omschreven, kan het zowel gewenste als ongewenste gevolgen hebben. Er werd namelijk geconcludeerd dat de achterstelling *overinvestment* kan verminderen, maar ook *underinvestment* kan bemoeilijken. Dit geldt dan ook omgekeerd; het niet-achterstellen kan het probleem van *overinvestment* verergeren, terwijl de *underinvestment* aantrekkelijker wordt. Aangezien er in elk geval voor één van de twee een goede uitkomst is, zal er in dit hoofdstuk onderzocht worden welk probleem het zwaarst doorweegt. Op deze manier kan er op een objectieve manier worden gezocht naar de meest correcte aanpak.<sup>151</sup>

**123.** De enige auteurs die een onderzoek hebben gestart naar het verband tussen het rangverschil en de *over-* en *underinvestment*, zijn KANDA en LEVMORE. De conclusie van deze twee auteurs is dat eerdere schuldeisers een prioriteit moeten hebben boven elke schuldvordering die later tot stand is gekomen om *overinvestment* te doseren. Op dit principe is echter één uitzondering; als een project met nieuwe middelen wordt gefinancierd, moet de schuldeiser van deze nieuwe middelen wel voorrang krijgen. Deze voorrang moet gecreëerd worden om het probleem van *underinvestment* (*debt overhang* om precies te zijn) te voorkomen.<sup>152</sup> Dit heeft als direct gevolg dat de schuldeiser zal controleren of er effectief een positieve netto contante waarde wordt gecreëerd met zijn investering. Het nadeel aan deze tactiek is echter dat het zeer moeilijk is om van één bepaald project de exacte opbrengst te controleren. Om deze reden wordt er voorgesteld om naar de *ex ante* gevolgen te kijken om te bepalen of het voorrecht toegekend mag worden. KANDA en LEVMORE

---

<sup>149</sup> S. LANDUYT, *A capital question, should shareholders loans be automatically subordinated*, Financial Law Institute, Ghent University, 2018, 12-13; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 117-120.

<sup>150</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 121; H. Kanda en S. Levmore, "Explaining Creditor Priorities", *Virginia Law Review* 1994, 2103-2154;

<sup>151</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 121.

<sup>152</sup> *Ibid.*, 123-124; H. KANDA en S. LEVMORE, "Explaining Creditors Priorities", *Virginia Law Review* 1994, 2115-2116.

besluiten dat leningen niet moeten worden achtergesteld indien de investering gaat naar maatschappelijk wenselijke projecten. Aansluitend op deze redenering zou het dan ook onwenselijk zijn om een aandeelhouderslening wel achter te stellen. Dit is, namelijk, economisch gezien niet te verantwoorden.<sup>153</sup>

#### 5.2.2.2 De maatschappelijke kost

**124.** De vraag rijst vervolgens of het überhaupt mogelijk is om wetgeving te maken die deze regels zo duidelijk beschrijft. Het risico moet namelijk geïdentificeerd worden en de wetgever moet *ex ante* uitmaken hoe groot het risico mag zijn. Dit lijkt dan ook een moeilijke opdracht; aangezien de wetgever een haast onmogelijke taak opgelegd krijgt. Om deze reden wordt het meer opportuun om de draagwijdte van de maatschappelijke kost bij zowel *under-* als *overinvestment* te onderzoeken.

**125.** In deze analyse wordt er vertrokken van het – eerdervermelde – probleem van *debt overhang*, dat meestal gepaard gaat met *underinvestment*. In dit geval zal er zo'n grote schuldenlast zijn ten aanzien van één of meerdere schuldeisers dat er geen maatschappelijk wenselijke projecten meer kunnen worden uitgevoerd, waarvoor een lening voor zou moeten worden aangegaan. De aandeelhouder kan namelijk steeds, om dit op te lossen, een nieuwe vennootschap oprichten. De schulden van de oude vennootschap zullen dan verdwijnen en de aandeelhouder zal - hoogstwaarschijnlijk- zijn inbreng verliezen. De schuldenlast zal voor de rest gewoonweg verdwijnen, aangezien de aandeelhouder beschermd wordt door de beperkte aansprakelijkheid. Verder kan de aandeelhouder steeds beslissen om het project uit te voeren buiten de vennootschap. Vervolgens is het voor de aandeelhouder en de onderneming ook mogelijk om de schulden te heronderhandelen. Op deze manier kan een rationele schuldeiser beslissen om een deel van de vordering, al dan niet tijdelijk, kwijt te schelden. Het nadeel aan deze optie zijn echter de hoge transactiekosten verbonden aan de onderhandelingen. Tot slot kan een maatschappelijk wenselijk project, dat door een onderneming niet kan worden verwezenlijkt wegens *underinvestment*, wel nog verwezenlijkt worden door iemand anders. Op deze manier kan er ook niet altijd gesproken worden van een verlies voor de samenleving.<sup>154</sup>

**126.** Hieraan kan de vraag worden toegevoegd of het wel nuttig en wenselijk is om een aandeelhouder van een onderneming, waarin niemand nog wil investeren en die verliezen heeft geleden waardoor het eigen vermogen negatief is geworden, moeten worden aangemoedigd om verder te investeren. Het is waarschijnlijk dat deze aandeelhouder veel te veel aan *overinvestment* heeft gedaan. ondernemers maken namelijk vaak denkfouten wanneer de onderneming verliezen heeft geleden, met als gevolg dat de aandeelhouder er alles aan zal proberen te doen om zich niet bij het verlies te moeten neerleggen. Dit kan resulteren in extra verliezen voor de aandeelhouder, extra waardevermindering voor de bestaande schuldeisers en extra schuldeisers die – uiteindelijk –

---

<sup>153</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 123-124.

<sup>154</sup> *Ibid.*, 125-127.



schade lijden door een faillissement van hun schuldenaar.<sup>155</sup>

**127.** Deze fouten hebben als gevolg dat de aandeelhouder eerder zal blijven investeren in nieuwe projecten om zijn zaak te redden. Dat deze projecten echter niet steeds een positieve maatschappelijke waarde hebben is dan een vaak voorkomend en groot probleem. De aandeelhouder zal bijgevolg eerder geraakt worden door *overinvestment* dan door *underinvestment*. Hieruit kan afgeleid worden dat *overinvestment* een grotere bedreiging vormt dan *underinvestment*. Om deze reden is het op vlak van de *agencykosten* beter om de aandeelhouderslening achter te stellen ook al kan dit ervoor zorgen dat er, omwille van *underinvestment*, minder wordt geïnvesteerd in maatschappelijk waardevolle projecten.<sup>156</sup>

### 5.3 Andere relevante factoren

#### 5.3.1 Monitoringskosten

**128.** De *monitoringskost* is de kost die de schuldeiser maakt ter opvolging van de aandeelhouder. De aandeelhouder moet namelijk in het oog gehouden worden om verdere *agencykosten* te beperken. Door te investeren in *monitoring* kan de schuldeiser zijn vordering meer verzekeren. De kosten die de schuldeiser hieraan heeft, zal deze doorrekenen aan de vennootschap. Dit zorgt ervoor dat bij een vergroot risico, ook de *monitoringskost* stijgt voor de vennootschap en bijgevolg de aandeelhouders. Bij een lening door de aandeelhouder, wordt de aandeelhouder ook schuldeiser van de vennootschap, met als gevolg dat deze ook zal *monitoren*. Bij een achterstelling zal dit toezicht echter verhoogd zijn, aangezien ze meer risico lopen om hun investering niet meer terug te zien. Belangrijk is in dit geval dat de aandeelhouder eenzelfde niveau van toezicht moet kunnen uitoefenen als buitenstaanders. Indien de aandeelhouder dicht bij de onderneming staat, waarbij de aandeelhouder van een grote publieke vennootschap wordt uitgesloten, kan deze zeer gemakkelijk en goedkoop aan informatie komen. Op deze manier kan het zeker relevant zijn om een aandeelhouder achter te stellen bij insolventie, aangezien het risico gemakkelijk kan worden opgevolgd. Verder kan de aandeelhouder ook aantonen aan zijn andere schuldeisers dat hij, bij onderkapitalisatie, lager in rang komt dan hen waardoor zijn eigen risico hoger is dan dat van de rest.<sup>157</sup>

**129.** Volledigheidshalve is het nuttig om te vermelden dat voorgaande stelling in verband staat met de verbondenheid van de aandeelhouder met de vennootschap. Een aandeelhouder van een grote publieke vennootschap zal namelijk zeer hoge *monitoringskosten* hebben, waardoor de achterstelling van de lening in dit geval minder relevant wordt.<sup>158</sup>

---

<sup>155</sup> *Ibid.*, 127-130; L. Long, "Automatic subordination as incentive for insider creditors' prudential investing", *Journal of Law and Commerce* 1993, 123.

<sup>156</sup> K. Schmidt, "Vom Eigenkapitalersatz in der Krise zur Krise des Eigenkapitalersatzrechts?", *GmbH* 2005, 799; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 127-133.

<sup>157</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 143-145.

<sup>158</sup> *Ibid.*

### 5.3.2 screeningkosten

**130.** Zoals in de vorige titel wordt geïnsinueerd, lijkt het goedkoper om als *insider* te contracteren met een vennootschap. Het risico is namelijk veel makkelijker in te schatten als er directe toegang is tot de informatie. Om dit risico te kunnen inschatten, moet er een duidelijke *screening* gebeuren. Deze *screening* is -in tegenstelling tot de *monitoring*- een *ex ante* benadering en zal bekijken of het überhaupt wenselijk is om een investering te doen. Om dit te onderzoeken moet er wederom gekeken worden wie het makkelijkst en goedkoopst aan deze informatie komt. In eerste instantie lijkt de bal in het kamp te liggen van de -actieve- aandeelhouders, maar schuldeisers kunnen het in sommige gevallen makkelijker hebben om een risico in te schatten. Zo is bijvoorbeeld een bank een expert in het inschatten van een risico en zal deze zich beter en makkelijker kunnen informeren over risico's dan de onervaren aandeelhouder. Desalniettemin zal de aandeelhouder uiteindelijk makkelijker aan de informatie *ex ante* kunnen komen dan het merendeel van de potentiële schuldeisers. Verder toont de aandeelhouder ook dat hij nog gelooft in zijn onderneming en diens verder bestaan. Om deze reden kan wederom worden geconcludeerd dat het wenselijk is om de aandeelhouderslening achter te stellen.<sup>159</sup> Indien deze *screening* wordt getransponeerd naar een ondergekapitaliseerde onderneming, is het ook aan de aandeelhouder om dit geloof te versterken door een achtergestelde lening toe te kennen. Hoe hoger namelijk de rang van de lening is bij insolventie, hoe slechter het signaal naar de andere schuldeisers.

### 5.3.3 Investeringsoptimisme

**131.** Het optimisme over de onderneming is niet bij alle investeerders gelijk. Het is namelijk zo dat er steeds partijen zijn die meer optimistisch zijn over de slaagkansen dan andere. De beste aanpak is dan ook om de personen met het meeste vertrouwen, aandelen te laten verwerven. In een volgende lijn kunnen investeerders zich zeker stellen met een financieel contract of met een zakelijke zekerheid. Een aparte en zeer kenmerkende groep binnen de optimisten is echter de ondernemer *pur sang*. Deze *entrepreneurs* zien het project namelijk als een persoonlijke verwezenlijking en zijn er dan ook emotioneel mee verbonden. Deze personen moeten dus in principe altijd het grootste risico dragen, aangezien ze steeds positief zullen zijn over de slaagkansen.<sup>160</sup> Voor deze laatste groep zal het dan ook, zoals eerder al gesteld, minder uitmaken of hun lening bij onderkapitalisatie wordt achtergesteld, aangezien ze het schip graag willen redden.

### 5.3.4 Diversificatie en risicoaversie

**132.** Volledigheidshalve moet er echter ook nog gekeken worden naar de diversificatie en de risicoaversie. Echter is het ook belangrijk hierbij op te merken dat een automatische achterstelling

---

<sup>159</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 154-158.

<sup>160</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 159-160.

echter niet investeringsneutraal is. Deze wettelijke verplichting zou ervoor zorgen dat er een verstoring komt in de beslissingen van economische actoren, waardoor investeringskapitaal -in principe- niet op een optimale wijze zou kunnen worden benut. De mogelijkheid tot diversificatie wordt bijgevolg door de achterstelling beperkt in hoofde van de aandeelhouder.<sup>161</sup> Wat betreft het risico is het onduidelijk of de aandeelhouders, gemiddeld gezien, meer of minder risico afkeurend zijn in vergelijking met de schuldeisers. Indien de conclusie zou zijn dat dit minder is, zal een achterstelling van de aandeelhouderslening een logische oplossing zijn.<sup>162</sup>

## 5.4 De vorm van de achterstelling

### 5.4.1 De achterstelling als dwingend of aanvullend recht

**133.** De achterstelling van de aandeelhouderslening kan zowel als dwingend (*rule*) of als aanvullend recht (*default*) worden geïntegreerd door de wetgever. Indien deze geïmplementeerd wordt als een aanvullende rechtsregel, is de wet toepasselijk wanneer de partijen er niet van afwijken. Er wordt een soort standaardregel voorzien die niet verplicht is. Dit staat haaks op een achterstelling gebaseerd op dwingend recht. In dergelijk geval gebeurt de achterstelling namelijk automatisch, waardoor een afwijking door de partijen niet mogelijk is.

**134.** Om te bepalen wat de beste optie zou zijn, wordt er vertrokken vanuit de theorie van COASE. In een wereld zonder transactiekosten zal er namelijk steeds vertrokken worden van een onderhandeling. Deze onderhandeling zal uiteindelijk leiden tot een pareto-efficiënt resultaat. Met andere woorden zal de onderhandeling tot gevolg hebben dat iedereen – economisch – vooruitgaat.<sup>163</sup> Er moet echter worden opgemerkt dat er aan een onderhandeling vaak hoge transactiekosten zijn verbonden. Om op deze kosten te besparen, moet het recht tussenkomen en vooruitdenken over wat partijen in principe zouden willen.<sup>164</sup> Zowel op *ex ante* als op *ex post* vlak is er hierdoor een voordeel voor de onderneming. Enerzijds kan de onderneming besparen op de onderhandelingskosten en op het bedenken van zo'n regel. Het feit dat deze regel al voorhanden is, kan enorm veel tijd en moeite besparen voor de onderhandelaars. De enige vraag die overblijft is dan of onderhandelaars een achterstelling zouden overeenkomen. Anderzijds kan ook gevraagd worden of er überhaupt afgeweken zou worden van zo'n achterstelling. Indien hier negatief op wordt geantwoord, volstaat een regel van dwingend recht.<sup>165</sup>

---

<sup>161</sup> *Ibid.*, 146-147, 156.

<sup>162</sup> S. Shavell, *Economic Analysis of Accident Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1987, 190; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 156.

<sup>163</sup> R. COASE, "The problem of social cost", *The journal of Law & Economics* 1960, 1-44; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 161-163; J. Armour, H. Hansmann, R. Kraakman en M. Pargendler, "What is Corporate Law?" in R. Kraakman, J. Armour, P. Davies e.a. (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 5-8, 17.

<sup>164</sup> I. AYRES en R. GERTNER, "Filling the gaps in incomplete contracts: an economic theory of default rules", *The Yale law review* 1989, 92-93; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 161-163; *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 5-8, 17.

<sup>165</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 161-165

**135.** Om de eerste vraag te kunnen beantwoorden, werden in de vorige titel een zestal factoren aangehaald, waarvan vooral de eerste vier het belangrijkste zijn. Betreffende de *agencykosten* werd er besloten dat het beter was om de aandeelhouderslening achter te stellen, aangezien het probleem van *overinvestment* overheerst. Hierdoor zullen de *agencykosten* dalen, net zoals de *monitoringskosten* en de kosten rond de *screening*. Het feit dat de aandeelhouder-*entrepreneur* dan het risico draagt, is dan ook het meest logische, aangezien de aandeelhouder het makkelijkst over de meeste informatie kan beschikken. Door de analyse van deze factoren kan worden aangenomen dat een regel van aanvullend recht maatschappelijk wenselijk is. Ter ondersteuning van deze stelling beweert LANDUYT "dat indien een controlerende aandeelhouder een schuldvordering houdt, gesofisticeerde kredietverleners in het kader van een financieringsoperatie steeds de beperkte achterstelling van deze vordering eisen"<sup>166</sup>

**136.** Er kan alvast geconcludeerd worden dat een regel van aanvullend recht op rechtseconomisch vlak beter is. Desalniettemin is het ook opportuun om de overwegingen omtrent dwingend recht toe te voegen. Deze regels bestaan namelijk om een zwakkere partij te beschermen tegen eventuele exploitatie. Het grootste minpunt omtrent deze visie is dat er een beperking komt op de contractvrijheid. Er kan dan ook worden besloten dat een strengere regel op het afwijken van een contract beter is dan een verplichte achterstelling. De schuldeisers hebben echter een soort *fall back* regeling en eventuele afwijkingen moet steeds contractueel worden vastgelegd.<sup>167</sup> Om deze reden wordt de regel van aanvullend recht voldoende geacht om de schuldeiser te beschermen.

#### 5.4.2 De wettelijke of gerechtelijke achterstelling

**137.** Syncroom met het vraagstuk omtrent dwingend of aanvullend recht, moet de vraag gesteld worden of het niet beter is om steeds de rechter hierover te laten oordelen. Bij een regel van dwingend recht, wordt de interpretatieruimte namelijk beperkt bij een gerechtelijke tussenkomst. Om op deze vraag te kunnen antwoorden zal er alvast een korte blik worden geworpen op het systeem in de Verenigde Staten van Amerika. Zoals eerder al aangegeven, wordt er in deze grootmacht gewerkt met een regel die de gerechtelijke achterstelling mogelijk maakt.

**138.** Ondanks de wetgeving (zie 3.4), is er in de Verenigde Staten kritiek op de gerechtelijke achterstelling. Deze wordt vaak in verband gebracht met de *absolute priority rule*. Deze theorie bestaat er uit dat gerechtigden op het vennootschapsvermogen van een hogere rang worden uitbetaald in de volgorde bepaald door de wet.<sup>168</sup> Met andere woorden verbiedt deze regel een gerechtelijke achterstelling, aangezien er op deze manier een aanpassing gebeurt in de vooropgestelde, wettelijke, volgorde. Desalniettemin werd in dit hoofdstuk geargumenteed dat

---

<sup>166</sup> *Ibid.*, nr. 287.

<sup>167</sup> *Ibid.*, 173-179; I. Ayres, "Regulating Opt-Out: An Economic Theory of Altering Rules", *Yale Law Journal* 2012, 2012; Ayres, I., "Regulating Opt-Out: An Economic Theory of Altering Rules", *Yale Law Journal* 2012, 2036, 2038.

<sup>168</sup> E. WARREN, "A theory of absolute priority", *Annual Survey of American Law* 1991, 9.

afwijken van deze volgorde in het geval van een aandeelhouderslening soms kan resulteren in het beperken van *agencykosten*. Deze kosten zijn echter voornamelijk gebaseerd op *ex ante*-kosten. Om deze reden is het ook belangrijk om te overwegen wat de *ex post*-kosten zouden zijn bij afwijkingen van deze regel.<sup>169</sup>

**139.** Een andere bedenking bij een gerechtelijke achterstelling is dat er een mogelijkheid is dat gerechtigden een insolventie kunnen uitlokken in de hoop daardoor meer waarde naar zich toe te trekken dan er buiten insolventie zou zijn. Daardoor kan er een situatie ontstaan die niet in het collectieve belang is van alle partijen verbonden aan de vennootschap. Zoals eerder al benadrukt laten investeerders en schuldeisers ook hun prijs afhangen van de kans op insolventie. Indien er in deze volgorde naderhand geknipt kan worden, zal het risico samen met de prijs verhogen. Dit resulteert dan in hogere prijzen door de onzekerheid van schuldeisers.<sup>170</sup>

**140.** Een derde bedenking wordt gelinkt aan de afweging tussen een – al dan niet strikte – aansprakelijkheidsregel en een strikte wettelijke behandeling.<sup>171</sup> Zoals eerder vermeld (zie 3.2.3.2), zullen de subjectievere regels van het aansprakelijkheidsrecht steeds een ruime beoordeling laten aan de rechtbank. Daarentegen heeft de rechtbank geen of zeer weinig marge bij een duidelijk afgebakende regel. Dit komt omdat de rechter een duidelijk en uitgewerkt criterium heeft dat bepaalt hoe hij de zaak moet afhandelen. Om deze reden kan dit laatste gekoppeld worden aan een wettelijke achterstelling, en het eerste aan de gerechtelijke achterstelling.<sup>172</sup> Volgens LANDUYT is het economisch voordeel van een wettelijke achterstelling groter dan een gerechtelijke achterstelling. De auteur leidt dit af uit het feit dat de kosten om de afgebakende regel toe te passen veel lager zijn dan het toepassen van een geïndividualiseerde behandeling door de rechter. Ten eerste moeten de rechter en de curator geen werk spenderen aan het onderzoeken van de aandeelhoudersleningen met het oog op al dan niet waardevernietigende transacties. Het enige dat duidelijk moet worden onderzocht is de vraag of er effectief sprake is van een aandeelhouderslening. Hiernaast is de voorspelbaarheid van een regel beter, omdat deze duidelijker is en voor minder interpretatie vatbaar. Tot slot moeten ook hoge juridische kosten worden geschrapt, aangezien de regel in principe duidelijk genoeg is en geen verdere verklaringen nodig heeft. Het enige tegenargument is het feit dat er ook een kans bestaat dat projecten met een positieve netto waarden worden achtergesteld. Deze bemerking wordt echter tegengesproken door de – eerder vermelde – ondervindingen van MODIGLIANI en MILLER. Deze laatsten besluiten namelijk dat aandeelhouders geen verlies lijden door een loutere achterstelling van hun vordering. De overige schuldeisers zullen namelijk als reactie een lagere prijs vragen aan de onderneming, waardoor het resultaat positief is.<sup>173</sup> Verder kan er worden toegevoegd dat het

---

<sup>169</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 182.

<sup>170</sup> *Ibid.*, 182-183; T. JACKSON, *The logic and limits of bankruptcy law*, Cambridge, Harvard University Press, 1986, 62-63.

<sup>171</sup> *Ibid.*

<sup>172</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 184; L. Kaplow, "Rules Versus Standards: An Economic Analysis", *Duke Law Journal* 1992, 559-562.

<sup>173</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 184-186.

onderzoek zich richt op een fase van onderkapitalisatie. Indien er een onderkapitalisatie plaatsvindt, is de onderneming in principe *de facto* failliet. Om deze reden is het opportuun om de aandeelhouder tegen zichzelf te beschermen met een wettelijke achterstelling. Op deze manier kunnen er ook geen schuldeisers worden getroffen die normaal al in de insolventieprocedure waren terechtgekomen.

**141.** Uit voorgaande analyse kan worden afgeleid dat een *ex ante* aanpak wel wenselijk is. De gerechtelijke achterstelling kan namelijk zeer veel administratieve kosten opleveren, die niet eenmalig maar herhaaldelijk zullen voorkomen. Theoretisch gezien wordt de aandeelhouder dan ook niet getroffen aangezien de schuldeisers een lagere prijs zullen vragen.<sup>174</sup> Om deze reden zal een wettelijke achterstelling maatschappelijk het beste zijn.

## 5.5 Conclusie

**142.** In dit hoofdstuk werd de vraag gesteld welke bron van achterstelling maatschappelijk het meest wenselijk is bij de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap. De vergelijking werd gemaakt tussen de gerechtelijke en wettelijke achterstelling op grond van rechtseconomische motieven. Hiervoor werd er een onderzoek gevoerd naar de *agencykosten*, informatieassymetrie, monitoringskosten en het investeringsoptimisme.

**143.** Bij de *agencykosten* draait het voornamelijk over de afweging tussen *overinvestment* en *underinvestment*. Via KANDA en LEVMORE werd er vastgesteld dat een achterstelling in eerste instantie niet nuttig is aangezien maatschappelijk wenselijke projecten op deze manier worden vermeden. Maar na een analyse van de maatschappelijke kost, werd er geconstateerd dat *overinvestment* de grootste bedreiging vormt voor de onderneming. Aangezien een achterstelling dit probleem kan voorkomen, werd er besloten dat het betreffende de *agencykosten* wenselijker was om de aandeelhouderslening achter te stellen.

**144.** Verder werden de *monitoringskosten*, *screeningkosten*, het investeringsoptimisme, diversificatie en risicoaversie bekeken. Bij al deze factoren kan geconcludeerd worden dat een achterstelling wenselijker is.

**145.** Na deze analyse, dient de subonderzoeksvraag behandeld te worden. Eerst en vooral werd er besloten dat een regel van aanvullend recht beter zou zijn. Op deze manier kunnen partijen toch nog afwijken van de regel, maar wordt er een standaardregel ingevoerd. Echter bewijst de verdere analyse dat een gerechtelijke achterstelling minder wenselijk is, waardoor er beter geopteerd wordt voor een wettelijke achterstelling. Om deze reden kan er gesteld worden dat een wettelijke achterstelling van aanvullend recht economisch de meest wenselijke situatie oplevert.

---

<sup>174</sup> *Ibid.*

**146.** Het rechtseconomisch onderzoek laat blijken dat regelgeving wel degelijk wenselijk is. Indien dit als aanvullend recht wordt ingevuld, lijkt het mij een goede zaak. Op deze manier wordt de aandeelhouderslening achtergesteld, tenzij men anders zou beweren. Persoonlijk stel ik me allereerst de vraag in welke mate schuldeisers en contracteerders weten wat de achterstelling en een afwijking hiervan *überhaupt* inhoudt. Verder vraag ik me af of de afwijking van deze regel van aanvullend recht de partij zal weerhouden om een verbintenis aan te gaan. Hierbij aansluitend vrees ik ook dat deze regel van aanvullend recht ten koste zal gaan van de minder geïnformeerde schuldeisers.

## 6 De wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap

### 6.1 Situering met behulp van Belgisch recht

**147.** Er kan in België ook een wettelijke achterstelling voorkomen, er is dan geen wilsuïting nodig om een vordering achter te stellen. Zoals de benaming veronderstelt, vloeit dit voort uit de wet. Dit wil echter niet zeggen dat de benaming letterlijk moet zijn, de wetgever is namelijk vrij om te bewoording te kiezen. Het volstaat dat hieruit kan worden afgeleid dat een bepaalde schuldvordering zal worden voldaan na een andere.<sup>175</sup> Een wettelijke achterstelling is, verder, niet hetzelfde als de wettelijke bepalingen omtrent rangorde en rangregeling. Deze laatste dienen er echter voor om te bepalen welke vorderingen als uitzondering dienen op de *paritas creditorum*. De wettelijke achterstelling, daarentegen, is gericht op het bepalen van een onderlinge verdeling tussen twee vorderingen, ongeacht of daar effectief een voorrecht aan gekoppeld is. Hierdoor wordt wettelijk een verdeling vastgelegd van twee of meer vorderingen die normaal zouden concurreren. Dit zorgt ervoor dat de wettelijke achterstelling zowel kan plaatsvinden bij chirografaïre als bij bevoorrechte schuldvorderingen.<sup>176</sup>

**1448.** Zoals eerder aangehaald is er in het Belgisch rechtstelsel geen rechtsgrond voorhanden om te zorgen dat de aandeelhouderslening automatisch wordt achtergesteld. Zo'n rechtsgrond is wel terug te vinden in het Duitse recht. Om deze reden zal er in dit hoofdstuk een onderzoek volgen naar de evolutie van de Duitse grondslag.

### 6.2 De Duitse visie

#### 6.2.1 Situering

**149.** In Duitsland wordt de achterstelling volledig anders aangepakt. De achterstelling van aandeelhoudersleningen werd namelijk verwerkt in artikel 39 van *Insolvenzordnung*:

*"(1) Im Rang nach den übrigen Forderungen der Insolvenzgläubiger werden in folgender Rangfolge, bei gleichem Rang nach dem Verhältnis ihrer Beträge, berichtet:*

*(...)*

*5. nach Maßgabe der Absätze 4 und 5 Forderungen auf Rückgewähr eines Gesellschafterdarlehens oder Forderungen aus Rechtshandlungen, die einem solchen Darlehen wirtschaftlich entsprechen.*

*(...)"*<sup>177</sup>

---

<sup>175</sup> R. FRANSIS, "Achterstelling" in *Voorrechten en hypotheeken. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2008, 34; E. DIRIX en R. DE CORTE, 'Zekerheidsrechten', in *Beginselen van Belgisch Privaatrecht*, XII, Mechelen, Kluwer, 2006, 144.

<sup>176</sup> R. FRANSIS, "Achterstelling" in *Voorrechten en hypotheeken. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2008, 35-36; E. DIRIX en R. DE CORTE, 'Zekerheidsrechten', in *Beginselen van Belgisch Privaatrecht*, XII, Mechelen, Kluwer, 2006, 144.

<sup>177</sup> Art. 39, §1 *Insolvenzordnung*; R. FRANSIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*,



**150.** Sinds de invoering van bovenstaand artikel in 2008, worden alle aandeelhoudersleningen automatisch achtergesteld bij faillissement.<sup>178</sup> Er is echter een evolutie voorafgegaan aan deze bepaling die in het kader van dit onderzoek opportuun is.

## 6.2.2 Evolutie van de grondslag in Duitsland

### 6.2.2.1 Gerechtelijke achterstelling van kapitaalvervangende leningen

**151.** De kapitaalvervangende leningen, de figuur die de achterstelling van de aandeelhouderslening mogelijk maakte, is de voorloper van de huidige wettelijke achterstelling. De uitwerking van deze figuur verliep echter via twee manieren, enerzijds door de rechtspraak, anderzijds door de wetgever. Aangezien beide uitwerkingen een lange tijd langs elkaar bestonden, zullen beide worden onderzocht.

#### *Rechtspraak*

**152.** Sinds het einde van de jaren '50 zijn Duitse rechtbanken begonnen met het achterstellen van aandeelhoudersleningen (in het Duitse jargon: *eigenkapitalersetzendes Gesellschafterdarlehen*). Deze werden specifiek toegekend wanneer de aandeelhouder leningen verschaftte aan zijn onderneming in financiële moeilijkheden. De grondslag voor deze achterstelling kon men toen vinden in de regels betreffende kapitaalbescherming in het toenmalige GmbHG.<sup>179</sup> Later breidde het *Bundesgerichtshof* deze grondslag uit door te stellen dat de kapitaalregels van toepassing waren op een door een aandeelhouder in crisistijd<sup>180</sup> verstrekte lening aan een ondergekapitaliseerde vennootschap.<sup>181</sup> Het idee van deze gedachtegang was dat er een risico gepaard ging met het feit dat aandeelhouders door het verstrekken van leningen in crisistijd het faillissement van de onderneming afwendden. Door deze actie zal er namelijk minder overblijven voor de overige schuldeisers aangezien de lening in dezelfde rang wordt geplaatst. Om deze reden staat de rechtspraak weigerachtig tegenover de aandeelhouderslening in crisistijd, waaronder ook een onderkapitalisatie kan worden geplaatst.<sup>182</sup> De rechtsgevolgen van deze *eigenkapitalersetzendes Gesellschafter-darlehen* wijzen evenwel niet op een volledige achterstelling. De kapitaalvervangende leningen werden echter maar geraakt voor zover zij het maatschappelijk bedrag aanzuiveren.<sup>183</sup> De *ratio* achter deze gerechtelijke achterstelling is dat er geen geld gebruikt mag worden om de lening terug te betalen dat de vennootschap nodig heeft. Dit heeft als gevolg dat de lening wordt achtergesteld zolang de middelen die nodig zijn voor de terugbetaling, vereist zijn om het kapitaal

---

Antwerpen, Intersentia, 2017, 90.

<sup>178</sup> Art. 39, §4,5 Insolvenzordnung; R. FRANZIS, *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, 90.

<sup>179</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 323; A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, 288.

<sup>180</sup> De notie "crisis" zal later behandeld worden.

<sup>181</sup> BGH 14 december 1959, II ZR 187/5; J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 324.

<sup>182</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 324.

<sup>183</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 231.

en verscheidene verplichtingen te dekken. Tot dit laatste is voldaan, mag de aandeelhouderslening bijgevolg niet worden terugbetaald.<sup>184</sup> Op deze manier kan een gezonde onderneming wel een aandeelhouderslening aannemen, aangezien de terugbetaling niet in de weg zal komen van de normale gang van zaken.

### *Codificatie*

**153.** Als gevolg van deze evolutie probeerde de wetgever in 1980 te komen tot een codificatie van bovenstaand principe. Door de invoering van Artikel 32a en 32b in het GmbHG, werd er door de wetgever geprobeerd om een wettelijke grondslag te voorzien om de achterstelling van een aandeelhouderslening mogelijk te maken. In deze nieuwe bepalingen werd een regeling opgenomen die ervoor zorgde dat de aandeelhouderslening onder bepaalde omstandigheden werd geherkwalificeerd in kapitaal<sup>185</sup>.<sup>186</sup> Aangezien deze artikels belangrijk zijn binnen de evolutie, zullen deze ook kort worden geanalyseerd.

**154.** In artikel 32a kan het volgende worden gelezen:

*"[1] If at a time when the shareholders acting as conscientious businessmen would have increased the company's equity capital (crisis of the company), a shareholder instead grants a loan to the company, he can claim repayment of the loan during insolvency proceedings over the assets of the company only as a subordinated creditor."*<sup>187</sup>

**155.** Dit komt neer op een aandeelhouder die zich gedraagt als een redelijke koopman. Als deze redelijke koopman in dezelfde omstandigheden het maatschappelijk kapitaal van zijn onderneming zou moeten verhoogd hebben, zal de lening worden gezien als een kapitaalvervangende lening. In de praktijk kwam dit er op neer dat men de afweging maakte of de lening ook verstrekt zou worden door een buitenstaander. Deze toetsing werd door de jaren heen vervangen door de beoordeling of de onderneming in een staat van crisis verkeerde. Indien de crisis werd overwonnen, zou deze lening dan behandeld worden als een andere schuld.<sup>188</sup>

**156.** De tweede en derde paragraaf van hetzelfde artikel luiden als volgt:

*"[2] If at a time when the shareholders acting as conscientious businessmen would have increased*

---

<sup>184</sup> A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, 289.

<sup>185</sup> Dit komt neer op de inbreng in Belgisch recht.

<sup>186</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 228-229; A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, 288.

<sup>187</sup> A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, vn.4.

<sup>188</sup> M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 7; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 229.

*the company's equity capital, a third party instead grants a loan to the company for which the shareholder has provided security or assumed a guarantee, the third party can only file a claim in insolvency proceedings over the company's assets to the extent he has not been satisfied after calling the security or guarantee."*<sup>189</sup>

*"[3] These provisions apply as analogously to other legal acts of a shareholder or a third party which in economic terms are comparable to a shareholder loan substituting equity. [...]"*<sup>190</sup>

**157.** Deze tweede paragraaf gaat in op de specifieke situatie van een derde die een lening verschaft, de derde veralgemeent de situatie door te stellen dat alle economisch gelijkaardige gevallen ook onder het toepassingsgebied van dit artikel kunnen vallen. De bedoeling van dit laatste lid was het voorkomen van ingewikkelde structuren om een achterstelling te vermijden.<sup>191</sup>

**158.** De rechtsgevolgen die gestipuleerd worden door de eerste paragraaf is het feit dat deze kapitaalvervangende leningen niet in het faillissement kunnen worden ingediend.<sup>192</sup> Hiermee wijkt de wetgever af van de rechtsgevolgen die de rechtspraak had opgelegd en worden alle aandeelhoudersleningen achtergesteld. Dit wel onder voorwaarde dat er een faillissement plaatsvindt en dat het faillissement plaatsvindt in een GmbH<sup>193</sup>, dat vergeleken kan worden met de Besloten Vennootschap in België. Deze voorwaarden leggen ook de pijnpunten van deze codificatie bloot. Er kan namelijk alleen toepassing worden gemaakt van het artikel wanneer er een insolventieprocedure is, en dit faillissement moet plaatsvinden binnen een GmbH. Verder kon er enkel een terugbetaling gevorderd worden van een lening die een jaar voorafgaand aan het faillissement werd betaald. Omwille van deze beperkende voorwaarden was de rechtspraak genoodzaakt om nog steeds terug te vallen de door het *Bundesgerichtshof*-ontwikkelde rechtspraak<sup>194</sup>. Via deze weg kunnen namelijk alle vennootschapsvormen worden behandeld en kon een betaling tot tien jaar geleden worden teruggevorderd. Aangezien het ook nog steeds toegelaten was om de, eerder besproken, regels ontwikkeld door de rechtspraak toe te passen, bleef men deze ook gebruiken. De mogelijkheid om naast de wettelijke regels van artikel 32, ook de oudere regels te gebruiken, bleek uiteindelijk problematisch.<sup>195</sup>

### *"Crisis" en "onderkapitalisatie"*

**159.** Zowel in de regels bepaald door de rechtspraak als in de regels bepaald door de wet, wordt geargumenteed dat de onderneming in een staat van crisis moet verkeren. Dit werd, in de lijn met

---

<sup>189</sup> A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, vn.4.

<sup>190</sup> *Ibid.*

<sup>191</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 230.

<sup>192</sup> A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, 290; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 230-231.

<sup>193</sup> *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*

<sup>194</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 230-231.

<sup>195</sup> *Ibid.*, 232.

artikel 32a GmbHG gedefinieerd als het moment waarop de aandeelhouders volgens goed koopmansgebruik eigen vermogen in plaats van vreemd vermogen hadden moeten investeren.<sup>196</sup> Drie situaties werden gewoonlijk geassocieerd met deze "crisisituatie", namelijk: *Überschuldung*, *Zahlungsunfähigkeit* of *Kreditunwürdigkeit*.<sup>197</sup> De hamvraag in het kader van dit onderzoek is echter of onderkapitalisatie onder deze definitie kan vallen. Om deze vraag te kunnen beantwoorden, moet er worden nagegaan hoe het GmbHG – en de rechtspraak – deze term interpreteert. In de volgende alinea wordt aangetoond dat dit grotendeels zaak per zaak moet worden bekeken, aangezien er geen eenduidigheid is over deze definitie.

**160.** Allereerst moeten de begrippen nominale onderkapitalisatie en materiële onderkapitalisatie worden toegelicht. Men spreekt van nominale onderkapitalisatie wanneer de aandeelhouders de vennootschap met te weinig kapitaal hadden gefinancierd en leningen gebruikten om dit verschil goed te maken. In dit geval is het dan ook voor de hand liggend dat deze leningen, volgens het GmbHG moeten worden achtergesteld.<sup>198</sup> Dit komt per definitie voor bij alle vennootschappen die failliet gaan. De oorzaken zijn dan ook in dit geval zeer ruim te zoeken: pech, slechte marktomstandigheden, wanbeheer, gebrek aan kennis ...<sup>199</sup> Hierbij kan er geen aansprakelijkheidsvordering worden opgezet tegen de aandeelhouders jegens de vennootschap of diens schuldeisers.<sup>200</sup> Materiële onderkapitalisatie houdt in dat de aandeelhouders in onvoldoende mate zorg hebben gedragen voor een adequate financiering van de vennootschap. Deze analyse moet gemaakt worden in het licht van de door haar ontplooiende activiteiten. In tegenstelling tot de nominale onderkapitalisatie, is de totale financiering onvoldoende bij de materiële onderkapitalisatie. Concreet moet het dan gaan om een wanverhouding tussen enerzijds de financiering die de aandeelhouders aan de vennootschap hebben verstrekt en anderzijds de vermogensbehoefte van de vennootschap die voortvloeit uit de door haar gedreven onderneming.<sup>201</sup> In dit laatste geval rijst de vraag echter of dit aanleiding kan geven tot aansprakelijkheid van de aandeelhouders. Dit staat echter haaks op het leerstuk van de beperkte aansprakelijkheid, waardoor er over het algemeen wordt aangenomen dat de aansprakelijkheid moeilijk te motiveren is; hoewel het debat hierover nog niet gesloten is.<sup>202</sup>

---

<sup>196</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 325; A. CAHN, "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, 289

<sup>197</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 229; J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 325; M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 5.

<sup>198</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 311, 345; S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 251. Zie ook: M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 7.

<sup>199</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 251.

<sup>200</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 311.

<sup>201</sup> *Ibid.*; zie ook: M. STADLER, "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 7.

<sup>202</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 312-318.

### 6.2.2.2 Naar een wettelijke achterstelling van alle aandeelhoudersleningen

**161.** In november 2008 trad de zogenaamde MoMiG in werking waar regels in verwerkt werden om tegemoet te komen aan onduidelijkheden betreffende de “kapitaalvervangende leningen”.<sup>203</sup> Het primaire doel was de regeling minder complex maken en hierdoor de rechtszekerheid verbeteren. De regels omtrent aandeelhoudersleningen werden overgebracht van het GmbHG naar de *Insolvenzordnung*. Op deze manier wordt er verzekerd dat de regels op alle vennootschapsvormen betrekking hebben.<sup>204</sup> Op deze manier wordt het vroegere probleem, waarbij er enerzijds wetgeving was voor een GmbH en anderzijds regels bepaald door de rechtspraak voor alle andere vennootschapsvormen, opgelost. Verder koos de wetgever ervoor om de regels direct in verband te brengen met een faillissement, door ze onder te brengen in de *Insolvenzordnung*.<sup>205</sup>

**162.** Door de nieuwe regeling wordt er ook komaf gemaakt met de term “kapitaalvervangende leningen”. Vanaf dan wordt er louter gesproken over aandeelhoudersleningen, waardoor het toepassingsgebied ook wordt verruimd. Het is dan ook niet meer nodig om na te gaan of de lening in kwestie is gegeven ten tijde van een crisis. Het is namelijk voldoende dat de lening verschaft wordt door een aandeelhouder. Verder wordt de lening gelijkgesteld met op transacties die economisch gelijk zijn aan de aandeelhouderslening.<sup>206</sup> Als voorbeeld hiervoor haalt BARNEVELD de betaling van goederen op afbetaling ten aanzien van een moederverenootschap aan. In dit geval zou de vordering tot betaling van de koopprijs ook als aandeelhouderslening worden gezien.<sup>207</sup> Uit voorgaande blijkt dat de Duitse wetgever besloten heeft dat een gerechtelijke achterstelling met diens modaliteiten te complex was. Om deze reden leek het voor Duitsland beter om een regel op te leggen, en de eerdere *standard* te laten vallen. De beoordelingsmarge is namelijk volledig weggefallen: een aandeelhouder wordt gelijkgesteld met de achterstelling.<sup>208</sup>

**163.** Volgens sommige auteurs wordt er op deze manier ook getracht om het probleem van onderkapitalisatie en *overinvestment* aan te pakken. Aandeelhouders hebben namelijk een extra stimulans om in eerste instantie voldoende kapitaal in de onderneming te investeren. Indien dit niet gebeurt, is het ook niet mogelijk om extra geld te investeren via een lening om in een andere, hogere, rang te komen.<sup>209</sup> Hierdoor verdwijnt namelijk de nominale onderkapitalisatie en wordt de mogelijkheid tot materiële onderkapitalisatie beperkt, aangezien de aandeelhouder steeds risicodragend kapitaal zal moeten investeren of aantrekken.

### 6.2.3 Conclusie

---

<sup>203</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 229.

<sup>204</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 327.

<sup>205</sup> *Ibid.*

<sup>206</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 328.

<sup>207</sup> *Ibid.*

<sup>208</sup> S. LANDUYT, *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, 240.

<sup>209</sup> J. BARNEVELD, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 335.

**164.** De reden waarom dit werk wordt beëindigd met de wettelijke achterstelling is niet toevallig. Eerst en vooral is de Duitse evolutie uitermate interessant in het kader van dit onderzoek. Vanaf de jaren '50 was er namelijk een regeling omtrent de gerechtelijke achterstelling. Ondanks dubbele grondslag werd er in Duitsland al vroeg nagedacht over de achterstelling van de aandeelhouderslening bij een ondergekapitaliseerde vennootschap. De wettelijk vastgelegde gerechtelijke achterstelling maakt het mogelijk voor de rechtspraak om de achterstelling te bekomen. Desalniettemin besloot de Duitse wetgever om in 2008 de regels duidelijker te codificeren en om te zetten in een wettelijke, automatische, achterstelling van de aandeelhouderslening. Door deze actie bepaalt de Duitse wetgever tot op heden dat alle aandeelhoudersleningen achtergesteld worden.

*Eigen mening van de auteur*

**165.** De "extreme" Duitse regel bewijst mijns inziens dat het bepalen van een gerechtelijke achterstelling een stap is richting een wettelijke, automatische, achterstelling. De reden hiervoor is dat er steeds voer voor discussie zal zijn. In het kader van dit onderwerp zal er bijvoorbeeld steeds discussie mogelijk zijn over de effectieve onderkapitalisatie. Om deze reden zal het voor de wetgever steeds goedkoper en efficiënter lijken om een automatische achterstelling door te voeren. Desalniettemin is deze regularisatie naar mijn gevoel niet altijd correct. Ik denk bijvoorbeeld dat de huidige COVID-omstandigheden een groot probleem zullen opleveren voor de wettelijke achterstelling. Indien aandeelhouders een lening geven aan hun – voor COVID gezonde – onderneming om het faillissement te vermijden, is dit voor schuldeisers ook voordelig. Indien bepaalde maatregelen worden opgeheven, zou de onderneming namelijk terug normaal kunnen functioneren. De schuldeisers hebben in dit geval ook baat bij het voortbestaan, aangezien dit resulteert in een volledige terugbetaling en geen gedeeltelijke door een faillissement.



## 7 Conclusie

**166.** Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden werden verschillende subonderzoeksvragen opgesteld. Deze vragen werden doorheen deze thesis chronologisch opgelost.

**167.** De eerste subonderzoeksvraag gaat over de gerechtelijke achterstelling en diens grondslagen. Om op een accurate manier te onderzoeken werd er geopteerd voor een rechtsvergelijkend onderzoek. In eerste instantie wordt er in België en Nederland door de rechtspraak verwezen naar de onrechtmatige daad als rechtsgrond. In Nederland wordt deze aangevuld met de leer rond de maatschappelijke betamelijkheid en de redelijkheid en het leerstuk rond de bodemlozeputlening. In België is rechtsmisbruik ook van belang. Vervolgens werd er gekeken naar de gerechtelijke achterstelling in de Verenigde Staten van Amerika. Daar baseert men zich op een duidelijk artikel uit de *insolvency act* dat de achterstelling mogelijk maakt. Via deze weg kan een *insider* – een aandeelhouder – achtergesteld worden ten aanzien van de andere schuldeisers indien deze zich onbillyk gedraagt. Er werd geconcludeerd dat een codificeerde gerechtelijke achterstelling bij onderkapitalisatie alleszins meer zekerheden biedt dan een achterstelling die gebaseerd is op een algemene aansprakelijkheidsgrond.

**168.** De tweede subonderzoeksvraag behandelt de maatschappelijke wenselijkheid van een achterstelling. Hierbij wordt ook de vergelijking gemaakt tussen de gerechtelijke en de wettelijke, automatische achterstelling. Allereerst werd er op basis van *agencykosten*, informatieassymetrie, monitoringskosten en het investeringsoptimisme, *screeningkosten* en risicoaversie een analyse gemaakt van de achterstelling. Verder werd de vergelijking gemaakt tussen aanvullend recht en dwingend recht en tussen een wettelijke, automatische, achterstelling en de gerechtelijke achterstelling. Er werd geconcludeerd dat een achterstelling van de aandeelhouderslening aan een ondergekapitaliseerde vennootschap over het algemeen maatschappelijk wenselijk is. Tot slot komt wordt deze het best vastgelegd in de vorm van een wettelijke achterstelling van aanvullend recht.

**169.** De Duitse regel wijkt af van de bevindingen van de tweede onderzoeksvraag. In de laatste titel wordt onderzocht hoe een wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening zou kunnen voorkomen. Voor deze analyse werd er gekeken naar Duitsland, aangezien de Duitse aandeelhouderslening automatisch wordt achtergesteld. Voorafgaand aan deze regel, was er in Duitsland een - ietwat ingewikkelde - regel die de gerechtelijke achterstelling mogelijk maakte.

**170.** Op de centrale onderzoeksvraag "Biedt de gerechtelijke, of de wettelijke achterstelling van de aandeelhouderslening bij een ondergekapitaliseerde vennootschap voldoende waarborgen voor de schuldeisers bij insolventie?" kan voorbarig geantwoord worden dat vooral duidelijkheid belangrijk is om voldoende waarborgen te voorzien voor de schuldeisers. In principe kan gesteld worden dat een wettelijke achterstelling er voor zorgt dat er het meeste zekerheid is voor de schuldeisers. Steunend op rechtseconomisch onderzoek kan worden toegevoegd dat het maatschappelijk wenselijker zou zijn om deze regel van aanvullend recht te maken.



### *Aanbeveling voor het Belgisch recht*

**171.** Hiernaast wens ik een aanbeveling te formuleren voor de Belgische wetgever. Aangezien duidelijkheid en transparantie de grootste troef is, is er nog veel werk voor de boeg. Naar mijns inziens heeft de wetgever twee keuzes. Enerzijds kan deze opteren om de toepassing van de algemene zorgvuldigheidsnorm te verruimen opdat de achterstelling van de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde onderneming binnen dit leerstuk kan passen. Anderzijds kan de wetgever trachten om een wettelijke achterstelling bij insolventie vast te leggen. Deze kan zowel van dwingend als aanvullend recht zijn, aangezien beide vormen duidelijkheid zullen geven; afwijken van een regel van aanvullend recht is namelijk pas mogelijk na toestemming van beide partijen.

### *Eigen mening van de auteur*

**172.** Mijns inziens is er op dit moment een grote onduidelijkheid over de toepassing van de achterstelling van een aandeelhouderslening aan een ondergekapitaliseerde onderneming. Er is dringend nood aan visie en duidelijkheid betreffende dit leerstuk. Naar mijn persoonlijke mening is er bijgevolg enkel voldoende waarborg in hoofde van de schuldeisers als de geldende regels duidelijk gekend zijn. Ik heb hierbij een lichte voorkeur voor een gerechtelijke achterstelling, aangezien ik er in geloof dat de echte *entrepreneur* geld gaat lenen aan zijn vennootschap als hij gelooft dat er nog een kans is op voortbestaan. Deze moet dan wel voldoende duidelijk zijn om te voorkomen dat uiteindelijk geëvolueerd wordt naar een wettelijke achterstelling. Indien er dan werkelijk een benadeling plaatsvindt, kunnen de schuldeisers nog gerechtelijk stappen ondernemen om hun verlies te compenseren met een achterstelling. Tot slot vermoed ik ook dat de aandeelhouderslening aan de ondergekapitaliseerde vennootschap relatief weinig voorkomt, waardoor wetgeving overbodig duur zou zijn. Bij dit laatste dien ik echter toe te voegen dat dit louter steunt op een vermoeden na dit onderzoek. Er is geen empirische data beschikbaar die dit vermoeden zou bevestigen.

## 8 Bibliografie

### Rechtsleer

ARMOUR, J., HERTIG, J., G. en KANDA, H., "Transactions with creditors" in KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P. (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2017, 304 p.

AYRES, I. en GERTNER, R., "Filling the gaps in incomplete contracts: an economic theory of default rules", *The Yale law review* 1989, 87-130.

BARNEVELD, J., *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Deventer, Kluwer, 2014, 651 p.

Beck, S., *Kritik des Eigenkapitalersatzrechts*, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2006, 444 p.  
CAHN, A., "Equitable subordination of shareholders loans", *European Business Organization Law Review* 7 2006, 287-300.

CHANG, K.-P., *The Ownership of the Firm, Corporate Finance, and Derivatives*, Singapore, Springer, 2015, 82 p.

COASE, R., "The problem of social cost", *The journal of Law & Economics* 1960, 1-44.

COOTER, R. en ULEN, T., *Law & Economics*, Boston, Addison-Wesley, 2012, XII + 555 p.

DALLE, M., "Buitencontractuele aansprakelijkheid van een moedervenootschap voor het bekleden van haar dochtervenootschap met een schijn van kredietwaardigheid", *TRV* 2002, 154-358.

De Weijs, R.J., "Vooruit met de achterstelling: over de positie van de aandeelhoudersleningen in en voor faillissement", *WPNR* 2008, 313-320.

DE WEIJS, R.J., *Faillissementspauliana, insolvenzanfechtung & transaction avoidance in insolencies*, 2010, p. 26, <https://dare.uva.nl/search?identificer=a55caa47-78f7-4e38-968e-889b0bbf3489>.

DE WULF, H., "Concernrechtelijke Aansprakelijkheid" in A. VAN OEVELEN (ed.), *Bestendig handboek vennootschap en aansprakelijkheid*, Mechelen, Kluwer, losbl., z.p.

DICKENS, J., "Equitable Subordination And Analogous Theories of Lender Liability: Towards a New Model of Control", *Texas Law Review* 1987, 801-858.

DIRIX, E. en DE CORTE, R., 'Zekerheidsrechten', in *Beginselen van Belgisch Privaatrecht XII*, Mechelen, Kluwer, 2006, XXIV + 423 p.

DIRIX, E., "Art. 8 Hyp. W." in *Voorrechten en hypotheeken. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2014, losbl., 5 dln., z.p.

ECKER, M., "Het ontoereikend kapitaal in de concernverhouding", *Jura Falconis*, 1980, 437-457.

FASTRICH, L., "Ketzerisches zur so genannten Finanzierungsverantwortung" in LIEB, M., NOACK, U. en WESTERMANN, H. (eds.), *Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag*, Keulen, Heymanns, 1998, 143-162.

FAURE, M., *Environmental Law and Economics*, Maastricht, Metro, 2001, V + 146 p.

FRANSIS, R., "Achterstelling" in X, *Voorrechten en hypotheeken. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2008, 45.

FRANSIS, R., *achterstelling van schuldvorderingen in het insolventierecht*, Antwerpen, Intersentia, 2017, XXIV + 566 p.

GEENS, K. en WYCKAERT, M., *Verenigingen en vennootschappen, Deel II De vennootschap*, A.

- Algemeen deel in Beginselen van het Belgisch privaatrecht*, Mechelen, Kluwer, 2011, 906 p.
- GOERGEN, M., *Corporate governance, a global perspective*, United Kingdom, Cengage, 2018, 336 p.
- GEORGES, F., "L'égalité des créanciers: du principe à l'incantation" in TISON, M., FELTKAMP, R. en HOUSSA, C., *Banque et insolvabilité*, Brussel, Larcier, 2007, 31-97.
- HAAS, U., "Der Normzweck des Eigenkapitalersatzrechts", *NZI* 2001, 1-10.
- HUBER, U., "Finanzierungsfolgenverantwortung de lege lata und de lege ferenda" in HOMMELHOFF, P., RAWERT, P. en SCHMIDT, K., *Festschrift für Hans-Joachim Priester*, Keulen, Schmidt, 2007, 259-283.
- HUBER, U., "Gesellschafterdarlehen im GmbH- und Insolvenzrecht nach der MoMiG-Reform, *ZIP Beilage* 2010, 1-14.
- JACKSON, T., *The logic and limits of bankruptcy law*, Cambridge, Harvard University Press, 1986, 300 p.
- JENSEN, M. en MECKLING, W., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 1976, 352.
- KAPLOW, L., "Rules versus standards: An economic analysis", *Duke Law Journal* 42(3), 557-629.
- KANDA, H. en LEVMORE, S., "Explaining Creditors Priorities", *Virginia Law Review* 1994, 2103-2154.
- LANDUYT, S., "A capital question, should shareholders loans be automatically subordinated", *Financial Law Institute*, Ghent University, 2018, 28.
- LANDUYT, S., *Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder*, Antwerpen, Intersentia, 2020, XVII + 462 p.
- Long, L., "Automatic Subordination as Incentive for Insider Creditors' Prudential Investing," *Journal of Law & Commerce* 1993, 97-142.
- MODIGLIANI, F. en MILLER, M., "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review* 1958, 261-297.
- ORVAN, M.J.H. en DE GROOT, M.N., "De achtergestelde aandeelhouder(slening)", *FIP* 2011/4, 102-105.
- RONSE, J., "Overzicht van rechtspraak Vennootschappen. 1968-1977", *T.P.R.* 1978, 800-860.
- RONSE, J., "Schade en Schadeloosstelling", *APR*, Gent, 1984, XXV + 411 p.
- SCHABING, Y.Z., *Rechterlijke achterstelling van aandeelhoudersleningen en aandeelhoudersgaranties in faillissement*, onuitg. Masterscriptie Universiteit van Amsterdam, 2015, 68 p.
- SCHIMMELPENNINCK, R.J., "Leningen of schadeclaims van aandeelhouders concurrent?", *TVL* 2003, 239, 239-249.
- SCHMIDT, K., "Vom Eigenkapitalersatz in der Krise zur Krise des Eigenkapitalersatzrechts?", *GmbHRR* 2005, 797-807.
- SHAVELL, S., *Economic Analysis of Accident Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1987, 324 p.
- SHAVELL, S., "Liability for Harm versus Regulation of Safety", *Journal of Legal Studies* 1984, 357-374.
- STADLER, M., "Treatment of Shareholder Loans to Undercapitalised Corporations in Bankruptcy Proceedings", *Journal of Law and Commerce* 1997, 1-52.

STIJNS, S., *Verbintenissenrecht Boek 1*, Brugge, Die Keure, 2015, 284 p.

STIJNS, S., *Verbintenissenrecht Boek 1bis*, Brugge, Die Keure, 2013, 152 p.

STORME, M.E., *Zekerheden en insolventie deel II en V (17e uitgave)*, Gent, 2019, 371 p.

ULBRICH M., *Die Abschaffung des Eigenkapitalersatzrecht der GmbH*, Keulen, Nomos, 2011, 465 p.

VAN SOLINGE, G. en NIEUWE WEME, M.P., *Rechtspersonenrecht. 2a: NV en BV. Oprichting, vermogen en aandelen*, Deventer, Kluwer, 2013, 644 p.

WARREN, E., "A theory of absolute priority", *New York University Annual Survey of American Law* 1991, 9-48.

## Wetgeving

### **België**

Burgerlijk Wetboek, BS 3 september 1807.

Hypotheekwet, BS 22 december 1851.

Wet 18 juni 2018 houdende diverse bepalingen inzake burgerlijk recht en bepalingen met het oog op de bevordering van alternatieve vormen van geschillenoplossing, BS 2 juli 2018.

Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen, BS 4 april 2019.

### **Verenigde Staten van Amerika**

Title 11 of the United States Code (USC) of July 30 1947.

### **Duitsland**

Insolvenzordnung, 5 Oktober 1994.

### **Nederland**

Burgerlijk Wetboek, 1 januari 1991.

## Rechtspraak

### **België**

Cass. 10 september 1971, *Arr.Cass.* 1972

Kh. Kortrijk 20 oktober 1983, *TBH* 1986-5

### **Verenigde Staten van Amerika**

Mobile Steel, 563 F.2d at 703 (5th Cir. 1977)

### **Duitsland**

Reichsgericht 3 december, *JW* 3939, 355.

BGH 14 december 1959, *II ZR* 187/5

### **Nederland**

Hof Arnhem-Leeuwarden 10 maart 2015, *JOR* 2015/160

Rb. Breda 7 juli 2010, *JOR* 2010/29.

Rb. Amsterdam 17 december 2008, *RI* 2009, 75, 4.4

Rb. Amsterdam 26 juli 2005 en Hof Amsterdam 5 november 2005, *JOR* 2007/51.

HR 8 november 1991, *NJ* 1992, 174.

### Overige

MvT bij het Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 22 augustus 2018, [https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memorie\\_van\\_toelichting\\_aansprakelijkheidsrecht\\_0.pdf](https://justitie.belgium.be/sites/default/files/memorie_van_toelichting_aansprakelijkheidsrecht_0.pdf), 42-43.

Voorontwerp van wet houdende invoeging van de bepalingen betreffende buitencontractuele aansprakelijkheid in het nieuw Burgerlijk Wetboek, 6 augustus 2018.

X, "inequitable" en "conduct", Le Docte, <http://ledocte.intersentia.be.bib-proxy.uhasselt.be/unilex/pages/home.jsf>