

EFFICIËNTE RISICOVERDELING IN VENNOOTSCHAPPEN  
MET BEPERKTE AANSPRAKELIJKHEID EN DE POSITIE  
VAN DE AANDEELHOUDER



**Efficiënte risicoverdeling in  
vennootschappen met beperkte  
aansprakelijkheid en de  
positie van de aandeelhouder**

Simon LANDUYT

Efficiënte risicoverdeling in vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en de positie van de aandeelhouder  
Simon Landuyt

© 2020 Lefebvre Sarrut Belgium NV  
Hoogstraat 139/6 – 1000 Brussel

ISBN 978-94-000-1255-4  
D/2020/7849/??  
NUR 827  
Gedrukt in de Europese Unie

Verantwoordelijke uitgever: Paul-Etienne Pimont, Lefebvre Sarrut Belgium NV  
Lay-out: Crius Group, Hulshout  
Omslagontwerp: Danny Juchtman / [www.dsigngraphics.be](http://www.dsigngraphics.be)

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Ondanks alle aan de samenstelling van de tekst bestede zorg, kunnen noch de auteurs noch de uitgever aansprakelijkheid aanvaarden voor eventuele schade die zou kunnen voortvloeien uit enige fout die in deze uitgave zou kunnen voorkomen.

Dit boek is eveneens digitaal beschikbaar op [www.stradalex.com](http://www.stradalex.com) en [www.jurisquare.be](http://www.jurisquare.be).

*He was an adventurer; the risk of failure was his;  
the fruits of success were his; he was in no sense a creditor.<sup>1</sup>*

*Secundum naturam est commoda cuiusque rei  
eum sequi, quem sequentur incommoda.<sup>2</sup>*

---

<sup>1</sup> BERL over de aandeelhouder. Zie E. BERL, "The Vanishing Distinction between Creditors and Stockholders", *University of Pennsylvania Law Review* 1928, 815.

<sup>2</sup> Vertaling: "Het is in overeenstemming met de natuur dat de lusten van iedere zaak toevallen aan degene bij wie ook de lasten terecht zullen komen.", *Digesten*, 50, 17, 10.



## WOORD VOORAF

Wat een aandeel is, kan op het eerste zicht gemakkelijk gedefinieerd worden als een winstclaim op het vermogen van de vennootschap, gecreëerd in ruil voor een inbreng, waarbij ook “inbreng” een definitioneel tamelijk onproblematisch begrip is (zie art. 1:8 WVV). Maar wat is precies een winstclaim, hoe onderscheidt men die van een schuldvordering? De oorspronkelijke versie van de IAS/IFRS-normen bevatte nog een poging om een positieve omschrijving te geven van het begrip “equity” als tegengesteld aan “debt”. Volgens die definitie was onder meer cruciaal dat equity-instrumenten de houder ervan nooit een door hem eenzijdig afdwingbare aanspraak (zeg maar: recht) gaven om van de emittent een uitbetaling te eisen. Maar omdat die definitie toch te veel problemen gaf, hebben de internationale standaardzeters de zoektocht naar een sluitende definitie al geruime tijd opgegeven, en wordt eigen vermogen nu in wezen gedefinieerd als “alles wat geen *debt* is”, een negatieve omschrijving dus, die weinig helpt. Er bestaan inderdaad vele financiële instrumenten met hybride kenmerken, die zich ergens tussen eigen en vreemd vermogen bevinden.

Simon Landuyt wou oorspronkelijk dit fluïde landschap in kaart brengen door een onderzoek naar hybride financiële instrumenten te verrichten, maar zijn doctoraal onderzoek is al gauw geëvolueerd naar een onderzoek van de dubbelzinnige positie van veel aandeelhouders. Ook zij kunnen immers in één persoon de positie van aandeelhouder en schuldeiser tegenover eenzelfde vennootschap combineren. Heel veel, wellicht de meeste KMO's zouden niet voldoende gefinancierd raken indien de aandeelhouders niet, meestal via de fameuze rekening-courant, krediet aan de vennootschap verstrekten, en ook tussen groepsvennootschappen zijn aandeelhoudersleningen niet zeldzaam. Enerzijds bestaan er, afgezien van wat randverschijnselen in de vorm van kapitaalvoorschriften bij de NV, geen rechtsregels die aandeelhouders verplichten om “hun” vennootschap met inbrengen eerder dan via kredieten te financieren. Anderzijds kan de mogelijkheid om aandeelhoudersleningen te verstrekken tot onwenselijk opportunistisch gedrag leiden. Het voelt niet lekker wanneer een aandeelhouder-ondernemer in geval van samenloop op basis van een schuldvordering zou betaald worden voor andere, “reguliere” schuldeisers van de vennootschap. De kredietverlening door een aandeelhouder kan misleidende signalen uitzenden over de kredietwaardigheid van de vennootschap, derde-schuldeisers kunnen misleid worden over hun eigen kansen op voldoening van hun schuldvordering wanneer de aandeelhou-

der-kredietverlener er in slaagt voor zichzelf een bevoorrechte positie tegenover hen te creëren.

Met die dubbelzinnige positie van de aandeelhouder-kredietverlener gaan rechtsstelsels op een verschillende manier om. In Duitsland heeft men uiteindelijk voor de radicale weg van de systematische wettelijke achterstelling, van aandeelhoudersleningen in situaties van samenloop gekozen. In de Verenigde Staten daarentegen blijft men zweren bij een op onrechtmatige daad gebaseerde aanpak, waarbij de rechtmatigheid van een constructie geval per geval door de rechters beoordeeld wordt. In België hebben we noch wetgeving, noch (noemenswaardige) rechtspraak, en dat in een jurisdictie waar het leerstuk van de aansprakelijkheid van de kredietverlener, waarmee nochtans evidente parallellen bestaan, wel sedert decennia aandacht geniet in rechtspraak en rechtsleer. Bij de voorbereiding van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen is besproken of een regel inzake automatische achterstelling van aandeelhoudersleningen bij samenloop moest ingeschreven worden. Zulke wettelijke regel is er niet gekomen, in de eerste plaats omdat de beleidsmakers vreesden dat een systematische achterstelling te zeer afschrikwekkend zou werken op aandeelhouders en tot financieringsmoeilijkheden van vennootschappen zou kunnen leiden; Simon Landuyt zou hier wellicht, doorheen een rechtseconomische bril, op antwoorden dat alleen projecten (ondernemingen) met een negatieve netto contante waarde hierdoor niet gefinancierd zouden worden, wat net een globaal positief effect voor de economie zou hebben.

De analyse van Simon Landuyt in dit boek heeft inderdaad een stevige economische fundering, die in deel I grondig wordt uitgewerkt. De stijl is spaarzaam en rigoureuus: er staat geen woord, laat staan zin te veel, de gehanteerde concepten worden precies gedefinieerd, de begrippen zijn helder. Dat maakt dit eerste deel van het proefschrift minder geschikt als bedlectuur, maar des te overtuigender als bron van academische inzichten. De auteur zelf noemt zijn analyse “Posneriaans”; zij gaat in elk geval uit van het bekende Modigliani-Miller-leerstuk dat eigen vermogen en schuld als communicerende vaten opvat: indien de positie van de schuldeisers verzwakt tegenover die van het eigen vermogen, zal de kost van schuldfinanciering toenemen en het gebruik ervan als financieringsbron afnemen. Zoals meestal het geval is met analyses die exclusief focussen op waarde-maximalisatie, bevat ook die van Simon enkele passages en conclusies die bij de klassiek moraliserende jurist tot gefronste wenkbrauwen kunnen leiden, zoals wanneer hij stelt dat het in sommige omstandigheden nuttig kan zijn de aandeelhouders de schuldeisers te laten uitbuiten, wanneer dit nl. leidt tot de realisatie van waardecreërende economische projecten.

Reeds op basis van zijn deze met verve doorgevoerde (rechts)economische analyse komt Simon tot de conclusie dat het aangewezen zou zijn om (onder meer)



in België de achterstelling van aandeelhoudersleningen als suppletiefrechtelijke *default*-regel in de wet in te schrijven.

Maar zoals een fysicus zijn theorieën in de mate van het mogelijke experimenteel moet testen, zo heeft Simon Landuyt er goed aan gedaan in een rechtsvergelijkend Deel II van de thesis te kijken hoe de “*natural experiments*” met verschillende soorten achterstellingsregels in de laboratoria van respectievelijk Duitsland en de Verenigde Staten, hebben uitpakkt. Deze rechtsvergelijking is uiterst grondig doorgevoerd, en men krijgt een genuanceerd beeld van de door de decennia heen evoluerende visie in Duitse en Amerikaanse rechtspraak en rechtsleer. De Duitse en Amerikaanse “experimenten” leverden geen noemenswaardige empirische informatie op over de economische effecten van verschillende achterstellingsregimes, maar boden wel een rijk overzicht van de mogelijke varianten en, voor een jurist niet onbelangrijk, beleidsmatige verantwoording van verschillende mogelijke oplossingen voor de schizofrene rol van de aandeelhouder-schuldeiser. De rechtsvergelijkende analyse bevestigt voor Simon Landuyt de idee dat een automatische achterstelling de meest aangewezen beleidskeuze zou zijn. Het “Belgische perspectief” op de problematiek kon in deel III van het proefschrift dan ook relatief beknopt afgehandeld worden, temeer daar hier te lande zoals gezegd weinig aandacht aan het probleem is besteed. In Deel IV van het proefschrift komt dr. Landuyt dan tot helder uitgewerkte aanbevelingen over de toepassingsmodaliteiten van de ideale achterstellingsregeling.

Simon Landuyt heeft in zijn proefschrift een helder opgebouwd, stevig onderbouwd en bijzonder fijnmazig doorgevoerd onderzoek op overtuigende wijze een lans gebroken voor de principiële achterstelling van aandeelhoudersleningen. Het boek biedt de lezer ook verhelderende inzichten over het wezen van de vennootschap en de financieringsdynamiek van aandeelhouders en schuldeisers. Als promotoren van het proefschrift kunnen we zonder meer trots zijn op het boek dat u in handen houdt: een robuust wetenschappelijk werk, gebouwd op stevige funderingen, en afgewerkt met nuttige beleidsaanbevelingen. Zo hoort een doctoraatsproefschrift te zijn.

Hans DE WULF en Michel TISON



# DANKWOORD

Het is een cliché, maar een doctoraat behaal je niet alleen. Het is maar bij het schrijven van een dankwoord dat men ten volle beseft hoeveel personen hebben bijgedragen aan het project. Ik kan niet iedereen bedanken die dat verdient, maar zal hierna toch een schuchtere poging doen.

In de eerste plaats ben ik de gemeenschap in zijn geheel erkentelijk om mij financieel te hebben ondersteund tijdens het doctoraatstraject. Hoe vaak heb ik door de jaren, vooral tijdens moeilijke momenten, niet gedacht dat er zoveel alternatieve projecten zijn met hogere netto contante waarde waaraan belastingen beter kunnen worden uitgegeven.

Om bij de quasi-metafysische personen te blijven, mijn promotoren, professoren Hans De Wulf en Michel Tison, verdienen uiteraard een bijzondere vermelding. Het buitenaards snelle verstand van Michel gekoppeld aan de ongeëvenaarde encyclopedische kennis van Hans creëerden voor mij een academisch *dreamteam*.

Ook mijn jury verdient uiteraard dank. Voorzitter van mijn jury professor Martyn, die reeds in 2009 de begeleider was van mijn masterproef, en ik hebben een “geschiedenis” die het verst teruggaat. Professor de Weijs wil ik in het bijzonder danken om mij in het begin van mijn onderzoek te hebben overtuigd van de relevantie van het gekozen onderwerp, wat gelet op de recente ophef rond de *absolute priority rule* toch wel een beetje profetische woorden bleken te zijn. Het was ook een hele eer dat professor Wyckaert in mijn begeleidingscommissie en jury wilde zetelen. Ik ben haar in het bijzonder dankbaar voor de tijd die ze uittrok, naast haar vele andere professionele verantwoordelijkheden, om mijn ontwerpen na te lezen en steeds van bijzonder kwalitatief commentaar te voorzien. Professor Houben en professor Bruloot heb ik doorheen de jaren beter mogen leren kennen en ik dank hen voor de vele keren dat ik overvloedig van hun raad mocht gebruikmaken om mijn gedachtenspinsels wat te structureren. Professor Van Der Elst wil ik danken omdat hij mij als student en later doctorandus heeft warm gemaakt voor de rechtseconomische methode die de ruggengraat vormt van mijn doctoraat.

Daarnaast wil al mijn goede collega's van de vakgroep en van op de gang danken voor de heerlijke sfeer waarin ik mocht werken. Ik vrees dat ik niet genoeg ruimte heb om voor iedereen afzonderlijk te schrijven hoe belangrijk jullie voor mij waren, maar Ana, Asli, Bart, Charlotte, Dallas, Delphine, Felix, Jarich, Jasper,

Jonathan, Julie, Kristof, Laura, Liselotte, Louis, Maarten, Maya, Niels Olivier, Reinhard, Sandra, Silke, Simon en alle anderen, jullie zijn topcollega's. In het bijzonder gaat mijn dank uit naar Evarest, bureaugenoot Renzo en Tijn voor de vele intellectuele en – misschien nog veelvuldigere – minder intellectuele conversaties die we door de jaren hebben gehouden.

Maar doctoreren was niet mijn enige professionele activiteit. Ik ben ook steeds – zij het wat minder maar met periodes soms wat meer – advocaat gebleven. Dank aan Pieter om mij die mogelijkheid te geven en mij samen met Koen het vak van advocaat te leren. Ook mijn andere collega's hebben mij steeds gefaciliteerd, zodat ik die combinatie kon maken. En ze waren natuurlijk ook gewoon leuk. Dank daarvoor aan David, Elias, Isabelle, Jeroen, Olivier, Marc, Pauline, Sara, Stephanie en de vele anderen. De komende jaren kijk ik ernaar uit om bij Stibbe met onder meer Jan, Wouter, Pieter en Sinan verder te bouwen aan mijn ontwikkeling als jurist. Dank dat jullie met mij in zee willen gaan.

Ook vrienden en familie zijn uiteraard onontbeerlijk. Het is opnieuw niet mogelijk om iedereen apart te danken. Maar een bijzondere vermelding gaat toch naar Wim en Charlotte, om het nodige vastgoed ter beschikking te stellen zodat Yole en ik met mooi uitzicht aan ons doctoraat konden schrijven. Dank ook aan mijn voltallige schoonfamilie om zo vaak voor onze kleintjes te zorgen zodat wij zorgeloos konden werken.

Ook mijn eigen familie verdient een woordje van dank natuurlijk. In de eerste plaats aan mijn ouders om mij vormen tot wie ik vandaag ben en omdat ze mij steeds hebben ondersteund. Papa, dank om mij te motiveren om door te zetten wanneer ik iets te lastig vond: dat bleek een nuttige eigenschap te zijn bij het schrijven van een doctoraat. Ook mijn zus en schoonbroer Arne verdienen dank. Hoe jullie erin slagen om alles te combineren met soms onze kindjes er nog eens bovenop is bewonderenswaardig.

Ten slotte wil ik Yole bedanken. Je bent niet alleen de mama van onze twee lieve kindjes, Elliot en Willow, maar ook de vrouw die mij elke dag opnieuw gelukkig maakt.

# INHOUD

<i>Woord vooraf</i> .....	vii
<i>Dankwoord</i> .....	xi
INLEIDING .....	1
<b>I. Situering en verantwoording van het onderzoek</b> .....	9
<b>II. Onderzoeksvragen, methodologie en opbouw</b> .....	21
<b>III. Begrippenapparaat</b> .....	29
III.1. Rechtspersoonlijkheid .....	29
III.2. Beperkte aansprakelijkheid .....	33
III.3. Aandeelhouders .....	36
III.3.1. Het nettorecht van de aandeelhouder .....	38
III.3.2. Het controlerecht van de aandeelhouder .....	43
III.3.3. Niet alle aandeelhouders zijn aandeelhouders .....	43
III.4. Schuldeisers .....	46
III.5. Aandeelhoudersleningen .....	51
III.6. Achterstelling .....	51
PROLOOG	
DE HISTORISCHE WORTELS VAN DE ACHTERGESTELDE POSITIE VAN DE AANDEELHOUDER .....	59
DEEL I.	
DE ECONOMISCHE GRONDSLAG VOOR DE AUTOMATISCHE ACHTERSTELLING VAN AANDEELHOUDERSLENINGEN .....	67
<b>I. De theoretische irrelevantie van de kapitaalstructuur</b> .....	73
<b>II. De persoons(on)afhankelijke en prioriteits(on)afhankelijke eigenschappen van vreemd en eigen vermogen</b> .....	77
II.1. Persoonsonafhankelijke en prioriteitsonafhankelijke eigenschap- pen van vreemd vermogen: belastingen en <i>free cash flows</i> .....	77

II.1.1.	De invloed van belastingen . . . . .	77
II.1.2.	Invloed van <i>free cash flows</i> . . . . .	78
II.2.	Persoonsonafhankelijke en prioriteitsonafhankelijke eigenschappen van vreemd vermogen: transactiekosten . . . . .	80
II.3.	Persoonsonafhankelijke en prioriteitsafhankelijke eigenschappen van eigen vermogen: de faillissementskosten . . . . .	82
II.4.	Prioriteitsonafhankelijke eigenschappen van eigen vermogen. . . . .	83
II.5.	Persoonsonafhankelijke en prioriteitsonafhankelijke eigenschappen van vreemd vermogen: informatieasymmetrieën. . . . .	85
<b>III.</b>	<b>Persoonsonafhankelijke economische effecten van rangdiversificatie. . . . .</b>	<b>91</b>
III.1.	Agencykosten . . . . .	92
III.1.1.	<i>Risk alteration</i> en <i>overinvestment</i> . . . . .	96
III.1.1.1.	Inleiding. . . . .	96
III.1.1.2.	<i>Asset substitution</i> en <i>claim dilution</i> . . . . .	98
III.1.1.3.	<i>Non-adjusting creditors</i> . . . . .	104
III.1.1.4.	De <i>agency cost of debt</i> is soms persoonsonafhankelijk. . . . .	110
III.1.1.5.	De negatieve effecten van de achterstelling op <i>risk alteration</i> . . . . .	112
III.1.2.	<i>Underinvestment</i> . . . . .	117
III.1.3.	De balans tussen <i>over-</i> en <i>underinvestment</i> . . . . .	122
III.1.3.1.	Het model van Kanda en Levmore . . . . .	123
III.1.3.2.	Relativering van de problematiek van <i>debt overhang</i> . . . . .	125
III.1.3.3.	Aandeelhoudersleningen en de <i>trade-off</i> . . . . .	127
III.1.4.	<i>Asset dilution</i> . . . . .	133
III.1.5.	Achterstelling als middel tot ‘efficiënte’ externalisatie . . . . .	139
III.2.	Monitoringkosten . . . . .	143
III.3.	Diversificatie . . . . .	146
III.4.	Risicopreferentie. . . . .	147
III.5.	Informatiekosten . . . . .	154
III.6.	Heterogene investeerdersverwachtingen . . . . .	159
<b>IV.</b>	<b>Achterstelling als <i>default</i> dan wel <i>mandatory rule</i>. . . . .</b>	<b>161</b>
IV.1.	De <i>hypothetical bargain</i> in het vennootschapsrecht. . . . .	161
IV.2.	Automatische achterstelling als gewenste <i>default</i> ? . . . . .	165
IV.3.	Prevalentie van de conventionele achterstelling van aandeelhoudersleningen . . . . .	167
IV.4.	Een verplichte achterstelling van aandeelhoudersleningen? . . . . .	173

V. Gerechtelijke of automatische achterstelling, <i>standard of rule?</i> . . . . .	181
VI. Achterstelling en beperkte aansprakelijkheid. . . . .	189
VII. Achterstelling en minimumkapitaal. . . . .	201
VIII. Onderscheid met andere situaties waarin het economisch risico van het aandeel wordt overgedragen . . . . .	207
IX. Tussenbeschouwingen . . . . .	211
DEEL II.	
RECHTSVERGELIJKENDE ANALYSE. . . . .	217
I. Duitsland. . . . .	221
I.1. Juridisch-technische ontwikkeling van het <i>Recht der Gesellschaft-terfremdfinanzierung</i> . . . . .	222
I.1.1. Rechtspraak van het <i>Reichsgericht</i> . . . . .	222
I.1.2. Rechtspraak van het <i>Bundesgerichtshof</i> . . . . .	224
I.1.3. Codificatie en <i>zweistufiges Eigenkapitalersatzrecht</i> . . . . .	228
I.1.4. MoMiG . . . . .	235
I.2. Rechtvaardigingsgronden. . . . .	241
I.2.1. Rechtsmisbruik en financieringsvrijheid . . . . .	243
I.2.2. De dubbele positie van de aandeelhouder-schuldeiser . . . . .	245
I.2.3. Eerlijke verdeling van risico's en winstkansen . . . . .	246
I.2.4. Controle door de kredietmarkt. . . . .	248
I.2.5. <i>Insolvenzverschleppung</i> en sanctie voor nominale onderkapitalisatie . . . . .	250
I.2.6. Foutief wekken van schijn door aandeelhoudersleningen . . . . .	254
I.2.7. <i>Finanzierungs(folgen)verantwortung</i> als ultieme legitimatie . . . . .	259
I.3. Toetsing van het Duitse recht aan het economisch normatief kader. . . . .	262
II. Verenigde Staten. . . . .	269
II.1. Ontstaan en ontwikkeling van <i>equitable subordination</i> . . . . .	270
II.1.1. De <i>founding fathers</i> . . . . .	270
II.1.1.1. <i>Taylor v. Standard Gas &amp; Electric Company</i> . . . . .	271
II.1.1.2. <i>Pepper v. Litton</i> . . . . .	273
II.1.1.3. <i>Comstock v. Group of Institutional Investors</i> . . . . .	275
II.1.2. Codificatie . . . . .	276
II.1.3. De <i>Mobile Steel</i> criteria. . . . .	278
II.1.3.1. <i>Inequitable conduct</i> . . . . .	279

II.1.3.1.1.	Onderscheid insider-outsider. . . . .	280
II.1.3.1.2.	Inhoudelijke betekenis van het begrip <i>inequitable conduct</i> . . . . .	282
II.1.3.2.	<i>Injury</i> or <i>unfair advantage</i> . . . . .	286
II.1.3.3.	Strijdigheid met de <i>Bankruptcy Act</i> . . . . .	287
II.2.	<i>Debt recharacterization</i> . . . . .	288
II.3.	Clark en de normatieve grondslag voor <i>equitable subordination</i> . . . . .	293
II.4.	Tussenbeschouwingen bij <i>equitable subordination</i> en <i>debt recharacterization</i> . . . . .	299
III.	<b>Overige jurisdicties</b> . . . . .	303
DEEL III.		
HET BELGISCHE PERSPECTIEF. . . . . 309		
I.	<b>Herkwalificatie van een aandeelhouderslening als inbreng</b> . . . . .	313
II.	<b>Oprichtersaansprakelijkheid</b> . . . . .	323
III.	<b>Het gemene recht: rechtsmisbruik en onrechtmatige daad</b> . . . . .	331
III.1.	Rechtsmisbruik. . . . .	334
III.1.1.	Inleiding . . . . .	334
III.1.2.	Toepassingsvoorwaarden en aandeelhoudersleningen . . . . .	337
III.1.3.	Schadeherstel, onderkapitalisatie en achterstelling . . . . .	344
III.2.	Onrechtmatige daad . . . . .	350
IV.	<b>Tussenbeschouwingen bij het Belgische recht</b> . . . . .	359
DEEL IV.		
MODALITEITEN EN TOEPASSINGSGEBIED VAN DE AUTOMATISCHE ACHTERSTELLING VAN AANDEELHOUDERSLENINGEN. . . . . 365		
I.	<b>Personeel toepassingsgebied</b> . . . . .	369
I.1.	Vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid . . . . .	369
I.2.	Controle en residuele rechten. . . . .	370
I.3.	Onrechtstreekse controle en onrechtstreekse residuele rechten. . . . .	376
I.4.	Reddingsoperaties . . . . .	381



II. Materieel toepassingsgebied.....	383
II.1. Oorzaak.....	383
II.2. Voorwerp.....	386
II.3. Door zekerheden gedekte aandeelhoudersleningen.....	392
III. Temporeel toepassingsgebied.....	405
IV. Rangdoorbraak en aandeelhoudersleningen.....	409
V. Tussenbeschouwingen bij de modaliteiten van een automatische achterstelling.....	417
ALGEMEEN BESLUIT .....	421
<i>Bronnen</i> .....	431

