

Wanneer overschrijdt de bestuurder de vereiste zorgvuldigheid ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit? (I)

E.H. HORLINGS RA

Sinds de uitspraak inzake bestuurdersaansprakelijkheid bij Ceteco ontstaat er een zoektocht naar het moment waarop de bestuurder de vereiste zorgvuldigheid ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit overschrijdt en daarvoor persoonlijk aansprakelijk kan worden gesteld. Dit moment is nog niet zo eenvoudig vast te stellen, zeker niet als ook wordt gekeken naar de liquiditeit en solvabiliteit van vijf in de wereld vooraanstaande ondernemingen en de wijze waarop zij daar mee omgaan. Liquiditeit en solvabiliteit lijken volstrekt afhankelijk te zijn van de ontwikkelingen in de toekomst. Opgebouwde winsten en liquiditeiten uit het verleden zijn vaak gestold in uitgaven voor goodwill: de contante waarde van toekomstige overwinsten. De druk om positieve resultaten te tonen teneinde het vertrouwen van financiers en aandeelhouders te behouden is enorm toegenomen.

In deze zoektocht neem ik de lezer mee naar het bepalen van het moment waarop de ondernemer de afweging maakt om voort te gaan met de onderneming in de wetenschap dat hij het ondernemersrisico feitelijk verlegt naar de crediteuren. De zoektocht begint bij en is geïnspireerd door het proefschrift van Van Eeghen, *Het schemergebied vóór faillissement*, waarin Van Eeghen kort gezegd stelt dat het moment waarop feitelijke insolventie intreedt ligt bij het minimaal benodigde eigen vermogen om de onderneming te mogen voortzetten en daarmee de maximale financiering van de onderneming met vreemd vermogen. Ik maak hier een vereenvoudiging door uit te gaan van het moment waarop het werkkapitaal nihil bedraagt en het eigen vermogen is gedaald tot nihil.¹ De vlottende activa zijn dan ge-

lijk aan de kortlopende schulden en het bedrag van de vaste activa stemt overeen met de leningen op lange termijn. De verhaalsmogelijkheden zijn nog aanwezig op basis van continuïteit. Op basis van discontinuïteit zullen deze niet meer aanwezig zijn vanwege de daarbij optredende liquidatieverliezen. Dit zou het moment zijn waarop de bestuurder in de toekomst bij het voortzetten van de onderneming zonder een duidelijk zicht op winstgevendheid onzorgvuldigheid kan worden verweten nu het risico wordt verlegd naar de crediteuren. Het is het moment waarop het risico in volle omvang verschijnt hoewel er nog geen sprake van is dat verplichtingen niet meer kunnen worden voldaan. Van Eeghen introduceert dit (enigszins door mij vereenvoudigde) moment als de *verlengde* Beklamelnorm.

Er ontstaat een zoektocht naar het moment waarop de bestuurder de vereiste zorgvuldigheid ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit overschrijdt en daarvoor persoonlijk aansprakelijk kan worden gesteld. Dit moment is

¹ L.J. van Eeghen, *Het schemergebied vóór faillissement*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006. De verlengde Beklamelnorm voorziet in een concrete grens: het minimaal benodigde eigen vermogen om de onderneming te mogen voortzetten en daarmee de maximale financiering van de onderneming met vreemd vermogen (p. 513). De grondslagen die Van Eeghen hiervoor hanteert zijn: eigen vermogen=0 en werkkapitaal=0. Dit zijn volgens Van Eeghen de momenten waarop feitelijke insolventie in werking treedt (p. 69 B.1 en B.2 In deze voorbeelden worden de

veronderstellingen weergegeven die de grondslag vormen voor de door Van Eeghen geïntroduceerde verlengde Beklamelnorm).

Mutatie werkkapitaal is CASHFLOW				
	1 januari	1 jan. - 31 dec.		31 december
	Balans	Winst- en verliesrekening		Balans
Vorraden	300			300
Vorderingen	400	Omzet	1000	400
Bank	0	af:		280
		Kosten	700	
Vlottende activa	700	Afschrijvingen	200	980
		Overige kosten	900	
Schulden op korte termijn	700			700
		Bedrijfsresultaat	100	
Werkkapitaal	0			280
		Belasting	20	
		Nettowinst	80	
		CASHFLOW	280	

nog niet zo eenvoudig vast te stellen, zeker niet als ook wordt gekeken naar de liquiditeit en solvabiliteit van vijf in de wereld vooraanstaande ondernemingen en de wijze waarop zij daar mee omgaan. Liquiditeit en solvabiliteit lijken volstrekt afhankelijk te zijn van de ontwikkelingen in de toekomst. Opgebouwde winsten en liquiditeiten uit het verleden zijn gestold in uitgaven voor goodwill: de constante waarde van toekomstige overwinsten. De druk om positieve resultaten te tonen ten einde het vertrouwen van financiers en aandeelhouders te behouden is enorm toegenomen. De code Tabaksblatt eist een 'in control' verklaring ten aanzien van de financiële verslaggevingrisico's. Maar voorkomt een dergelijke verklaring faillissementen zoals deze plaatsvonden bij Vie d'Or, Ceteco of de DSB Bank?

De essentie van financiële besturing ligt in de toekomstige cashflow en de mate van zekerheid daarbij om uit deze cashflow schulden te kunnen aflossen. Het moment waarop de verhouding tussen de cashflow en de schulden overspannen raakt, komt in aanmerking als een mogelijk moment waarop de bestuurder de zorgvuldigheid ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit overschrijdt. Maar van aansprakelijkheid behoeft dan nog helemaal geen sprake te zijn. Mijn conclusie is dat de verhaalsmogelijkheid niet is te meten aan de hand van een eenvoudige rekensom ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit. Het is de toekomstige cashflow die bepaalt of een onderneming nog liquide en solvabel blijft.

Het is logisch dat de wetgever in art. 2:362 BW de eis stelt dat het inzicht zodanig moet zijn dat een verantwoord oordeel omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit van de rechtspersoon kan worden gevormd. Immers, als de rechtspersoon niet meer in staat is om haar rekeningen te kunnen betalen, dan gaat zij failliet.

Ondernemers kunnen liquiditeitsproblemen niet altijd oplossen met het verkrijgen van leningen en kredieten. Dom-

weg omdat het risico van de onderneming zodanig hoog is dat derden geen gelden willen verstrekken. Het kan zijn dat er voor financiers onvoldoende zekerheden aanwezig zijn om een lening of krediet te verstrekken. De onderneming is dan aangewezen op eigen kracht om de liquiditeit te versterken.

Winst maken is de beste methode om aan geld te komen. Winst komt in de vorm van geld op de bank tot uitdrukking. Maar let op, het verschil tussen ontvangsten en uitgaven is nog geen winst. Winst komt tot uitdrukking in de winst- en verliesrekening als resultante van het verschil tussen opbrengsten en de daaraan toe te wijzen kosten. On-

De essentie van financiële besturing ligt in de toekomstige cashflow en de mate van zekerheid daarbij om uit deze cashflow schulden te kunnen aflossen.

der de kosten bevinden zich de afschrijvingen, maar van uitgaven daarbij is geen sprake. De uitgaven waarop de afschrijvingen betrekking hebben zijn al vaak jaren geleden voldaan. Geld komt dus niet alleen terug als winst, maar ook als afschrijving. Winst en afschrijving samen doen in een bepaalde periode de geldhoeveelheid van een onderneming toenemen. Het verbetert de liquiditeit en doet het werkkapitaal toenemen. De omvang van de winst samen met de afschrijvingen is afleesbaar uit de jaarrekening.² Niet altijd zijn de afschrijvingen afzonderlijk vermeld. Een lezer moet dan toe naar het verzicht van de kasstromen om daaruit af te lezen welk bedrag afschrijvingen samen met de nettowinst betreft. Maar in het kader van het verbeteren van de liquiditeit zal enige energie beloond worden met het

² Art. 2:361 BW eist het kasstroomoverzicht.

ontdekken van het begrip waar het in de financiële wereld om gaat: nettowinst en afschrijvingen = de *cashflow*. De *cashflow* verbetert de liquiditeit.

Bankiers en financiers verstrekken hun gelden uitsluitend met de vraag of de ontvanger van de gelden deze weer terug kan betalen: hoe groot is daarbij het risico en welk bedrag komt jaarlijks ter beschikking voor het aflossen van de lening? De omvang van de *cashflow* en het ondernemersrisico zijn daarbij aan de orde. Is het risico groot dan is sprake van een korte termijn en is het risico klein dan neemt de termijn waarover de lening loopt toe. *Cashflow* en risico bepalen samen de omvang van de kredietverlening. Deze

Bij een overspannen verhouding tussen *cashflow* en schulden gaat de bestuurder al gauw in de fout.

omvang, ook wel de leencapaciteit van de onderneming genoemd, bepaalt de solvabiliteit. Aanwezige zekerheden beperken het risico en ook mag geen sprake zijn van een overmatige interestdruk op het bedrijfsresultaat.

Conclusie: De *cashflow* is de verbinding tussen de liquiditeit en de solvabiliteit. Neemt de *cashflow* toe, dan verbetert de liquiditeit. Maar ook de solvabiliteit neemt toe nu de aflossingscapaciteit van de onderneming toeneemt en daarmee de leencapaciteit.

In het onderstaande voorbeeld is de mutatie van het werkkapitaal gelijk aan de omvang van de *cashflow*. De liquiditeit per 1 januari is slecht te noemen. Alle risico's worden opgevangen door de schulden op korte termijn. Hoe anders is het na een jaar waarin de *cashflow* stijgt naar 280. De liquiditeit is op eigen kracht aanzienlijk verbeterd.

Het bestuur dient voldoende zorgvuldig te handelen in het handhaven van de liquiditeit en solvabiliteit van de rechtspersoon. Het is zoeken naar het moment waarop de bestuurder deze zorgvuldigheid overschrijdt en persoonlijk aansprakelijk kan worden gesteld.

Voor de beoordeling hiervan heeft de rechter een richting aangegeven die de wereld is ingegaan als de Beklamel-norm.³ Aan de hand van de Beklamel-norm wordt getoetst

of het bestuur voldoende zorgvuldig heeft gehandeld bij het aangaan van verplichtingen. Zo niet, dan is het hoofdelijk en persoonlijk aansprakelijk voor de bij faillissement geconstateerde tekorten.

De essentie van de Beklamel-norm is:

- Er moet sprake zijn van het niet nakomen van verplichtingen.
- Er moet sprake zijn van een voldoende ernstig persoonlijk verwijt.
- Er moet wetenschap bestaan dat de rechtspersoon de aangegane verplichting niet (tijdig) zal kunnen nakomen.
- Er is geen verhaal mogelijk voor de schade die de derde lijdt ten gevolge van de wanprestatie van de bestuurder.

Jaarrekeningen worden opgesteld uitgaande van het continuïteitsprincipe (art. 2:385 lid 3 BW). Het 'Beklamel moment' wordt bepaald op basis van dit principe. Bij het optreden van discontinuïteit ontstaat er een liquidatieverlies. Dergelijke verliezen zijn veelal al zo groot dat veel bestuurders bereid zijn ver te gaan in het voortzetten van de onderneming en daarbij bewust risico's aanvaarden in afwachting van betere tijden. Is overschrijding van de grens van de verlengde Beklamel-norm een aanwijzing om bestuurdersaansprakelijkheid te introduceren? De ondernemer verlegt het risico weliswaar bij overschrijding naar de crediteuren, maar voortzetting van de onderneming houdt ook in dat de realisatie van vaak grote liquidatieverliezen wordt opgeschort.

De grootste liquidatieverliezen schuilen vooral in de afwaardering van de investeringen en voorraden. Voortzetting van de onderneming creëert de mogelijkheid om de afschrijvingen terug te verdienen en voorraden tegen normale prijzen te verkopen. Weliswaar kan hieruit een verliesgevende exploitatie ontstaan, maar de *cashflow* kan positief zijn. Met de vrijkomende middelen uit de *cashflow* kan de ondernemer aflossen op financiers en crediteuren. Met het voortzetten van de onderneming na het moment van de verlengde Beklamel-norm daalt het liquidatieverlies nu de ondernemer de waardedaling van de vaste activa terugverdiend uit de exploitatie. Het liquidatieverlies wordt aanzienlijk beperkt door het (gedeeltelijk) omzetten van de waardedaling (afschrijvingen) in geld, waardoor de verliezen bij crediteuren en financiers beperkt blijven. Zolang de onderneming een positieve *cashflow* realiseert is voortzetting verantwoord, dus ook als er geen uitzicht meer is op een rendabele toekomst. De bestuurder handelt dan nog steeds zorgvuldig.

Crediteuren hebben geen inzicht in de aanwezigheid van een positieve *cashflow* en de omvang van de liquidatieverliezen. Er is wat hen betreft vaak sprake van een informatie

neergelegd, wordt ook wel de Beklamel-norm genoemd."

3 J.P.D. van de Klift, 'Bestuurdersaansprakelijkheid', *Bb* 2008, p. 52: "In het Beklamel-arrest uit 1989 heeft de Hoge Raad geoordeeld dat op een bestuurder een bijzondere zorgplicht jegens de "nieuwe" schuldeisers van de rechtspersoon komt te rusten vanaf het moment dat hij wetenschap had – in de zin van wist of redelijkerwijze had behoren te weten – van de feitelijke insolventie van de rechtspersoon. Met "nieuwe" schuldeisers wordt bedoeld op die schuldeisers die na dat moment – ook wel de peildatum genoemd – een vordering op de feitelijk insolvente rechtspersoon hebben verkregen. Deze zorgplicht brengt met zich dat een namens de rechtspersoon handelende bestuurder vanaf dat moment passende maatregelen moet nemen om deze "nieuwe" schuldeisers te beschermen, bij gebreke waarvan hem een ernstig verwijt treft en hij op grond van onrechtmatige daad als geregeld in artikel 6:162 BW jegens deze "nieuwe" schuldeisers aansprakelijk is. De norm die in deze uitspraak is

Balans per 31 december 2009	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
	\$ millions	€ miljard	€ millions	\$ millions	\$ millions
Goodwill	20.190	5.769	12.464	8.620	3.140
Overige immateriële activa	2.513	4.063	4.583	11.548	2.216
Totaal immateriële activa	22.703	9.832	17.047	20.168	5.356
Vaste activa	37.384	10.330	9.158	148.147	190.368
Vlottende activa	48.935	4.689	10.811	67.653	96.457
Schulden op korte termijn	-36.002	-5.221	-11.599	-59.320	-84.789
Werkkapitaal	12.933	-532	-788	8.333	11.668
Totaal geïnvesteerd	73.020	19.630	25.417	176.648	207.392
Eigen vermogen	22.755	3.841	12.536	102.113	138.135
Schulden lang	50.266	15.756	12.881	74.535	69.257
Totaal gefinancierd	73.020	19.630	25.417	176.648	207.392
Nettowinst	13.425	2.175	3.659	16.759	12.718
Afschrijvingen	4.994	2.342	1.032	14.439	14.458
Cashflow	18.419	4.517	5.210	28.865	33.599

asymmetrie. Zij beschikken vaak per definitie over minder informatie dan bijvoorbeeld de bank. De vraag is of het omkeerpunt van de bewijslast bij de bestuurder komt te liggen zodra liquiditeit en solvabiliteit tot nihil zijn gedaald en de voortzetting op grond van een positieve cashflow verantwoord is.

De verlengde Beklamefnorm houdt naar mijn mening dus niet op bij een stand van nihil van het eigen vermogen en het werkkapitaal. Wel geeft deze stand een buitengewoon helder signaal af. Het antwoord daarop is de schatting van de liquidatieverliezen versus de te behalen positieve cashflow bij voortzetting van de onderneming, ondanks de verliesgevende situatie. Tijd winnen kan ook betekenen dat zich situaties gaan voordoen waardoor de vooruitzichten op winst verbeteren. Menig ondernemer zal los van de kans op winst verder gaan zolang er sprake is van een positieve cashflow. Een positieve cashflow in een verliesgevende situatie klinkt altijd enigszins merkwaardig maar is het niet. Zelfs als er verlies is kan er nog een positieve cashflow zijn. Vooral bij kapitaalintensieve⁴ bedrijven is sprake van afschrijvingen. Al is er dan sprake van een verliesgevende exploitatie, dan kan het zo zijn dat vanuit de cashflow het werkkapitaal aanzienlijk toeneemt en er een aanzienlijke

hoeveelheid liquide middelen ter beschikking komt.

De begrippen liquiditeit en solvabiliteit lijken een objectief criterium te bieden voor de vaststelling van het moment waarop de bestuurder dient te beslissen of voortzetting gerechtvaardigd is nu het verhaalsrisico naar crediteuren wordt verlegd. Maar dat gebeurt dan wel op basis van een

Het is logisch dat de wetgever in art. 2:362 BW de eis stelt dat het inzicht zodanig moet zijn dat een verantwoord oordeel omtrent de solvabiliteit en de liquiditeit kan worden gevormd.

analyse waarin continuïteit wordt verondersteld: er is zicht op rendement in de toekomst.

Hoe grillig is vaak de werkelijkheid. Lehman Brothers ging failliet ondanks de aanwezigheid van een eigen vermogen dat in procenten van het balanstotaal voldoende solvabiliteit conform de bestaande regelgeving aangaf. Maar het vertrouwen in de bank ontbrak. Fokker, ooit de enige vliegtuigfabriek in Nederland, gaf ten tijde van het faillissement een positief werkkapitaal weer. Maar de ontwikkelingskosten van een nieuw Fokkervliegtuig waren onder de vlottende activa geboekt en maakten daardoor deel

⁴ Kapitaalintensieve bedrijven; bedrijven met veel productiemiddelen zoals bijv. olieraffinaderijen, autofabrieken of bouwondernemingen.

uit van het werkkapitaal zonder dat deze kosten op korte termijn liquide konden worden gemaakt. Voor het inzicht in de liquiditeit en de solvabiliteit ware het beter geweest deze ontwikkelingskosten op te nemen onder de immateriële vaste activa. Om maar niet te spreken over de andere

Hoe grillig is vaak de werkelijkheid. Lehman Brothers ging failliet ondanks de aanwezigheid van een eigen vermogen.

vormen van 'creative accounting' die misleidend werken op het verkrijgen van het juiste inzicht.

De liquiditeit en solvabiliteit van vijf in de wereld vooraanstaande ondernemingen en de wijze waarop zij daar mee omgaan

Ik heb een aantal jaarrekeningen van ondernemingen aan een nader onderzoek onderworpen. De balansen van IBM, KPN, Unilever, BP en Royal Dutch zijn naast elkaar gezet. Specifiek heb ik tot uitdrukking gebracht de post goodwill en de cashflow. Het waarom daarvan zet ik nader uiteen.

De liquiditeitstest komt tot de volgende uitkomsten:⁵

	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
Liquiditeit	1,4	0,9	0,9	1,1	1,1

Uitsluitend IBM heeft qua omvang een redelijk werkkapitaal. Het overtreft de kortlopende schulden met ca. 40%. KPN en Unilever hebben meer kortlopende schulden dan vlottende activa. Het verhaalsrecht van de kortlopende schuldeisers hangt bij hen volledig af van de solvabiliteit. Bij BP en RD is kennelijk een werkkapitaal waarbij de vlottende activa 10% hoger zijn dan de schulden op korte termijn voldoende. Of daarmee het verhaalsrecht van de kortlopende schulden voldoende is gedekt hangt ook hier af van de solvabiliteit.

De solvabiliteitstest geeft de volgende uitkomsten:

	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
Solvabiliteit	31	20	49	58	67

IBM en KPN hebben een afwijkende solvabiliteit ten opzichte van Unilever en de olie-industrie. Deze laatsten hebben relatief weinig geleend op lange termijn.

	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
Schulden lang in % van totaal geïnvesteerd vermogen	69	80	51	42	33

Naarmate dit percentage lager is neemt het verhaalsrisico van financiers en crediteuren af.

Opvallend is dat de aard van de investeringen bij bovenstaande ondernemingen nogal verschilt. En dan vooral als het gaat om de investering in goodwill.

	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
Goodwill	20.190	5.769	12.464	8.620	3.140
in % van totaal geïnvesteerd vermogen	28	29	49	5	2

Goodwill is de betaalde prijs voor de gekapitaliseerde verwachte overwinst in de toekomst. De toekomst is bepalend voor de waardering van de goodwill.

Het eigen vermogen van een onderneming wordt gevormd door het door aandeelhouders in het verleden ter beschikking gestelde risicodragende vermogen vermeerderd met de ingehouden winsten.

De in het verleden opgebouwde liquiditeiten worden bij aankoop van goodwill omgezet in toekomstig te ontvangen liquiditeiten. De mate waarin dit gebeurt wordt zichtbaar indien de waarde van de goodwill wordt afgezet tegen de waarde van het eigen vermogen.

	IBM	KPN	Unilever	BP	RD
Eigen vermogen minus goodwill	2.565	-1.928	72	93.493	134.995
in % totaal geïnvesteerd	3.5	-9.8	0.3	52.9	65.1

In een aantal gevallen (IBM, KPN, Unilever) is het eigen vermogen zo goed als geheel weggevalen in de goodwill. Het in het verleden opgebouwde risicodragende vermogen is geheel uitgegeven (geïnvesteerd) in te verwachten overwinst in de toekomst. De toekomst moet het risico dragen. Is daarmee het eigen vermogen verdwenen? Neen, zeggen de optimisten, de goodwill heeft een eigen marktwaarde. De goodwill kan aan derden worden verkocht. Pessimisten stellen dat met het verkopen van de goodwill ook de cashflow ervan verdwijnt. Maar een feit is dat de verhaalsinsolventie volstrekt afhankelijk is van toekomstige overwinsten indien de geactiveerde goodwill wegvalt tegen het eigen vermogen.

Hoe anders is dat met BP en Royal Dutch. Deze twee ondernemingen hebben hun eigen vermogen volledig aangewend voor financiering van investeringen in vaste activa en werkkapitaal. De waarde van deze investeringen gaat niet teniet indien er geen sprake is van overwinsten en ook in minder goede jaren blijven de activa en hun waarde intact. Een uitstekend uitgangspunt voor de toekomst van de onderneming. In tegenstelling tot de ondernemingen die hun volledige risicodragende vermogen in goodwill hebben geïnvesteerd.

⁵ Berekening liquiditeit: vlottende activa gedeeld door schulden op korte termijn. Berekening solvabiliteit: eigen vermogen in % van het balanstotaal.

Nu het voortbestaan van menige onderneming zo overduidelijk afhankelijk wordt van de toekomst, dient bij de berekening van de verhaalsinsolventie ook de toekomst te worden betrokken. Welke liquiditeiten stromen in de toekomst terug de onderneming in? En hoe verhoudt deze cashflow zich ten opzichte van alle schuldenaren?

In deel 2 van dit artikel ga ik daar verder op in. Dan komt aan de orde hoe de verhouding cashflow/schulden is bij de onderzochte ondernemingen. Ik laat u zien dat Vie d'Or en Ceteco aan de criteria voor liquiditeit en solvabiliteit voldeden niet ver voor het moment van faillissement maar bij beide toch sprake was van bestuurdersaansprakelijk-

heid. Bij Ceteco gaat de rechtbank in haar toetsingskader in op de vraag of bestuurders en commissarissen zich bij aanvang van de voorgenomen groei bewust waren van het gevaar van "overstretching" waarmee in de procedure bedoeld wordt: het oprekken van de financiële spankracht van Ceteco.

Over de auteur

E.H. Horlings RA, openbaar accountant te Amsterdam sinds 1973, directeur van Horatio Assurance Group BV, is reeds 15 jaar als docent verbonden aan de Grotius Academie opleiding Insolad. Hij is door de jaren heen gespecialiseerd geraakt in conflictsituaties op het gebied van waarderen, financieren en herstructurering.

Actueel, compleet, overzichtelijk



Sdu Commentaar Insolventierecht

Sdu Commentaar Insolventierecht bevat praktisch en diepgaand commentaar op artikelen uit de Faillissementswet en alle andere belangrijke wet- en regelgeving op het gebied van insolventie. Dit naslagwerk geeft u volledige informatie over de kern van elk artikel, de relevante jurisprudentie en de samenhang met andere artikelen.

Redactie: prof. mr. N.E.D. Faber, mr. M.J.M. Franken, mr. M.A.J.G. Janssen, mr. P.J. Peters en prof. mr. B. Wessels

Prijzen

Abonnement op Sdu Commentaar Insolventierecht
€ 262,50 per persoon (exclusief btw) voor de online met een geactualiseerd boek. Bestelcode: COMINS2010.

(Extra) los exemplaar Sdu Commentaar Insolventierecht
€ 175,- (inclusief btw). Bestelcode: 978 90 12 38432 2.

E-book Sdu Commentaar Insolventierecht
€ 196,46 (inclusief btw). Bestelcode: 978 90 12 38503 9.
Te bestellen via o.a. Jongbloed.nl

Bestel via www.sdu.nl of bel 070-378 98 80.
Onze uitgaven zijn ook verkrijgbaar in de boekhandel.

Sdu UITGEVERS

Sdu Commentaar