

# 1354. De impact van *asset stripping*-regels op private equity transacties

MR. DRS. M.R. HOEKSTRA EN MR. A.J. STEGENGA

Over de bedoeling en reikwijdte van de *asset stripping*-regels is, voorafgaand aan de invoering van de Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen die op 22 juli 2013 in Nederland in werking is getreden, veel geschreven. Sindsdien wordt de praktijk geconfronteerd met een regeling die wat betreft (geografische) reikwijdte en strekking vragen oproept. In deze bijdrage bespreken wij die vragen en hoe daar in de praktijk mee kan worden omgegaan.

## Inleiding

Nu private equity zich in toenemende mate beweegt op het internationale toneel van grote fusies en overnames, neem bijvoorbeeld de recente overname van de VIVAT groep door Athora – met daarachter Apollo – waar ook Blackstone als bieder in de race was, staat ook de uitleg van de *asset stripping*-regels opnieuw in de belangstelling. Over de bedoeling en reikwijdte van de *asset stripping*-regels is voorafgaand aan de invoering van de Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: AIFM-richtlijn) die op 22 juli 2013 in Nederland in werking is getreden,<sup>1</sup> veel geschreven.<sup>2</sup> En destijds waren de meningen al verdeeld over bijvoorbeeld de vraag of de *asset stripping*-regels<sup>3</sup> een verbod op *asset stripping* bewerkstelligen of slechts een gedragsinstructie zijn voor de beheerder van een beleggingsinstelling<sup>4</sup> en in hoeverre de *asset stripping*-bepalingen doorwerken in het (Nederlandse) vennootschapsrecht.<sup>5</sup> Die onduidelijkheden zijn sindsdien niet weggenomen, met als gevolg dat de praktijk (nog steeds) geconfronteerd wordt met een regeling die wat betreft (geografische) reikwijdte en strekking vragen oproept. Over die vragen en hoe daar in de praktijk mee kan worden omgegaan, gaat deze bijdrage.

## De bepalingen over *asset stripping*

Ter geheugensteun: het verbod inzake *asset stripping* is opgenomen in art. 4:37v en 4:37z van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) en richt zich tot beheerders van beleggingsinstellingen in de zin van de Wft. Het gebiedt (samengevat) de vergunningplichtige beheerder van een beleggingsinstelling om zich gedurende 24 maanden na het verkrijgen van controle in een andere onderneming, te onthouden van het bevorderen, steunen of opdragen van dividenduitkeringen, kapitaalvermindering of verkrijging van aandelen, voor zover daarmee bepaalde financiële grenzen worden overschreden. De regeling is zowel van toepassing op niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen als beursgenoteerde uitgevende instellingen, maar zal in de praktijk met name voor de eerste categorie ondernemingen van belang zijn.<sup>6</sup>

Nu private equity zich in toenemende mate beweegt op het internationale toneel van grote fusies en overnames, staat ook de uitleg van de *asset stripping*-regels opnieuw in de belangstelling

In de considerans van de AIFM-richtlijn is onder meer overwogen dat naast de kennisgevings- en openbaarheidsplicht bij het verwerven van zeggenschap in een (niet-beursgenoteerde) onderneming, specifieke maatregelen nodig waren om de verkoop van waardevolle activa te voorkomen (*'asset stripping'*).<sup>7</sup> In een onderzoek van

1 Implementatiewet AIFMD in Wft.

2 Zie bijv. mr. F.G.K. Overkleef, LL.M., 'De regeling over *asset stripping* in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn', V&O 2012, nr. 6 ('Overkleef').

3 Art. 30 AIFM-richtlijn.

4 Zie bijv. prof. mr. B. Bier, "No *asset-stripping*?", Wet implementatie AIFM-richtlijn: bijzondere gedragsinstructies in verband met uitkeringen voor Nederlandse beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen', *Ondernemingsrecht* 2013/74 ('Bier').

5 Zie bijv. mr. J. Barneveld, 'De AIFM-richtlijn: geen verbod op *asset stripping*, maar een bestuursrechtelijke uitkeringsregeling', *WPNR* 23 februari 2013/6963 ('Barneveld').

6 Gelet op het uitkeringsverbod bij de NV.

7 Considerans par. 58.



van de gedragsinstructies<sup>14</sup> die zijn gericht aan de beheerder van de beleggingsinstelling. In art. 4:37v lid 3 en 4:37z lid 3 Wft wordt expliciet gemaakt dat indien de beheerder stemrecht heeft in de vergaderingen van de (bestuurs) organen van de portfoliovennootschap, de beheerder niet vóór uitkeringshandelingen stemt. Lid 4 van deze artikelen gaat nog een stap verder en bepaalt dat de beheerder zich inspant om de door de regeling bestreken uitkeringen te verhinderen.<sup>15</sup> Wat voor andere gedragsinstructies de (Europese) wetgever voor ogen heeft gestaan met de regeling inzake *asset stripping* wordt op grond van de tekst van de bepaling niet duidelijk.

### En wat nu, indien een buiten de EU gevestigde beheerder een in een EU lidstaat gevestigde portfoliovennootschap verkrijgt? Geldt het uitkeringsverbod in die situatie?

Ten tweede is van belang om vast te stellen welke uitkeringshandelingen onder het verbod vallen. De wettelijke regeling spreekt van winstuitkeringen, kapitaalvermindering, terugbetaling op eigen aandelen en verkrijging van eigen aandelen.<sup>16</sup> De winstuitkering zal in de praktijk de belangrijkste positie innemen en kent een dubbele uitkeringstoets. Deze houdt in dat (i) het eigen vermogen van de portfoliovennootschap niet mag dalen beneden het bedrag van het geplaatste kapitaal, vermeerderd met de wettelijke en statutaire reserves en (ii) de uitkering niet hoger mag zijn dan het resultaat over het laatste boekjaar, vermeerderd met de winstreserves en andere vrij uitkeerbare reserves en verminderd met het overgebrachte verlies en de bedragen die aan de wettelijke of statutaire reserves moeten worden toegevoegd. Indien aan één van beide elementen niet is voldaan, is de uitkering op basis van de *asset stripping*-bepalingen niet toegestaan. Overigens zal deze uitkeringstoets vooral ingrijpen in het BV-recht, nu deze striktere grenzen oplegt dan het huidige art. 2:216 BW.<sup>17</sup> Het NV-recht kent in art. 2:105 lid 2 BW al een vennootschapsrechtelijk uitkeringsverbod dat overeenkomt met art. 4:37z lid 1 onder a sub 1 Wft. Ook een kapitaalvermindering valt onder de verboden uitkeringshandelingen, tenzij met deze kapitaalvermindering verliezen worden aangezuiverd of het vrijgekomen bedrag in een reserve wordt opgenomen, waarbij deze reserve weer niet groter mag zijn dan 10% van het verminderde geplaatste kapitaal. De verkrijging van eigen aandelen is niet toegestaan voor zover het eigen vermogen onder de grens daalt die gelijk is aan onderdeel (i) van de eerder besproken uitkeringstoets. Nu een terugbetaling op aandelen als een vorm van kapitaalvermindering wordt

beschouwd, heeft deze uitkeringshandeling in Nederland geen zelfstandige betekenis.<sup>18</sup>

De regelingen voor de niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen en uitgevende instellingen zijn overigens nagenoeg gelijk, maar hanteren ieder een eigen definitie van het begrip aandeel en het begrip controle. Voor een verdere uitwerking van de regeling inzake *asset stripping* en de verschillen in definities verwijzen wij graag naar de overige publicaties die hierover reeds zijn verschenen.<sup>19</sup> Hierna gaan wij in op enkele onduidelijkheden van de regeling inzake *asset stripping* voor de praktijk.

### Enkele onduidelijkheden in de reikwijdte van de bepalingen

Hoewel de regeling op het eerste gezicht duidelijk is geformuleerd, rijzen er in de praktijk vragen ten aanzien van de geografische reikwijdte van de *asset stripping*-bepalingen. Art. 4:37r lid 1 en 4:37x lid 1 Wft bepalen dat de *asset stripping*-bepalingen uitsluitend van toepassing zijn op de Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling.<sup>20</sup> De gedragsinstructie richt zich dus nadrukkelijk tot de beheerder en geeft een duidelijke geografische afbakening waar de beheerder moet zijn gevestigd. Voor wat betreft de onderneming waarover zij controle verkrijgt, vereist de Wft dat het gaat om een (niet-beursgenoteerde) uitgevende instelling *in een lidstaat*.<sup>21</sup> Vanwege de territoriale werkingsfeer van het EU-recht is het ook begrijpelijk dat de *asset stripping*-bepalingen geen extraterritoriale reikwijdte hebben.

De vraag is hoe deze interpretatie uitwerkt in een internationale setting waarbij een in Nederland gevestigde beheerder bijvoorbeeld aandelen verkrijgt in een buiten de EU gevestigde (niet-beursgenoteerde) onderneming. Geldt het *asset stripping*-verbod dan wel of niet? In dat kader is het interessant om de gevolgen van Brexit<sup>22</sup> als voorbeeld te nemen voor dit gedachte-experiment. In het geval van een harde Brexit zullen Nederlandse beheerders niet langer gebonden zijn aan de *asset stripping*-bepalingen uit de AIFM-richtlijn indien zij controle verwerven in een Engelse portfoliovennootschap. Na het terugtreden van het Verenigd Koninkrijk uit de EU, kwalificeert het Verenigd Koninkrijk immers als derde land en vinden de AIFM-bepalingen niet langer toepassing aangezien die portfoliovennootschap geen in een lidstaat gevestigde vennootschap (meer) is. Ook wanneer een beheerder controle verkrijgt in een groepsvennootschap die zowel in het Verenigd Koninkrijk als in andere lidstaten

14 Zie ook Bier.

15 Art. 4:37v lid 4 en 4:37z lid 4 Wft.

16 Art. 4:37v lid 1 en 4:37z lid 1 Wft.

17 Zie ook Barneveld.

18 *Kamerstukken II* 2011/12, 33235, nr. 3, p. 94 (MVT).

19 Zie o.m. Overkleef, Barneveld 2013, Bier 2013 en mr. dr. R. Mellenbergh, 'Kan overtreding van het "verbod op asset stripping" leiden tot een vordering uit onrechtmatige daad', *Ondernemingsrecht* 2018/106.

20 Art. 1:1 Wft bepaalt dat hieronder wordt verstaan een beheerder van een beleggingsinstelling, welke beheerder: a. zetel in Nederland heeft; b. een vergunning als bedoeld in art. 2:65 Wft en zetel heeft in een staat, niet zijnde een lidstaat, die niet door de Minister van Financiën op grond van art. 2:66 is aangewezen; of c. Nederland in overeenstemming met art. 2:69a Wft heeft aangewezen als de referentielidstaat.

21 Art. 4:37q en 4:37w Wft.

22 Het Verenigd Koninkrijk hanteert overigens een van de AIFM-richtlijn afgeleide regeling die wij hier verder onbesproken laten.

actief is, zorgt dit ervoor dat goed gekeken dient te worden op welke (delen van) vennootschappen binnen de groep de *asset stripping*-bepalingen beperkingen opleggen ten aanzien van voorgenomen uitkeringen en waar niet.

En wat nu, in hetzelfde Brexit gedachte-experiment, indien een buiten de EU gevestigde beheerder een in een EU lidstaat gevestigde portfoliovennootschap verkrijgt? Geldt het uitkeringsverbod in die situatie? Nu de *asset stripping*-regels een (gedrags)instructie aan de (Nederlandse) beheerder zijn die is onderworpen aan de AIFM-richtlijn, zijn de *asset stripping*-regels naar onze mening in dat geval niet van toepassing. In diezelfde lijn gelden de *asset stripping*-regels dan ook niet voor beheerders die onder het registratieregime<sup>23</sup> vallen, nu zij niet zijn onderworpen aan de AIFM-richtlijn en geen Wft vergunning als beheerder hebben. Of deze uitleg strookt met de bedoeling van de wetgever is maar zeer de vraag, de gedachte was immers om verkoop van waardevolle activa tegen te gaan, ter bescherming van het financiële systeem. Een verdere bespreking van de positie van de zogenaamde ‘kleine beheerder’ valt buiten het bereik van deze bijdrage.

En wat nu als de portfoliovennootschap wordt verkregen door een entiteit, tussenholding, die zelf niet als beleggingsinstelling kwalificeert? Strikte lezing van de relevante artikelen zou de conclusie kunnen brengen dat ook in dat geval de *asset stripping*-regels niet van toepassing zijn. Immers, die richten zich tot beheerders van beleggingsinstellingen met als uitgangspunt dat de *beleggingsinstelling* controle verkrijgt in een (niet-beursgenoteerde) onderneming. Wij menen echter dat het in deze situatie prudent is om de bepalingen zo uit te leggen dat onder controle zowel direct als indirect verkregen controle wordt verstaan. De verwijzing in de definitie van ‘controle’ in art. 4:37q Wft waarin zowel rechtstreeks als middellijk uitoefenen van stemrecht wordt gevangen en de relatief open normen van ‘bevorderen’, ‘steunen’ en ‘opdragen’, wijzen ook in die richting.<sup>24</sup>

Een andere implicatie van de huidige regeling is dat zij verplichtingen oplegt aan de Nederlandse *beheerder* van een beleggingsinstelling en niet aan de beleggingsinstelling zelf. Indien de beheerder dus in een andere lidstaat is gevestigd dan de beleggingsinstelling – wat regelmatig voorkomt – betekent dit naar onze mening dat de *asset stripping*-bepalingen van de lidstaat waar de beheerder is gevestigd moeten worden toegepast. Niet alleen de nationale implementatiewetgeving, maar ook beleidsregels van de toezichthouder waar de beheerder is gevestigd gaan in dat geval voor de wetgeving en uitleg daarvan van de lidstaat waar de beleggingsinstelling is gevestigd. In een transactie waarbij een Nederlandse beleggingsinstelling feitelijk de entiteit is die de controle verkrijgt in een portfoliovennootschap zorgt dit ervoor dat de *asset stripping*-bepalingen moeten worden toegepast van de lidstaat waar de beheerder is gevestigd. Hoewel de verschillen in de praktijk beperkt zouden moeten zijn,<sup>25</sup> zou het aanbeveling verdie-

nen dat op Europees niveau, bijvoorbeeld door ESMA of de Europese Commissie, wordt verduidelijkt hoe met eventuele verschillen in (de uitleg van) nationale regelgeving moet worden omgegaan en overigens ook gekeken wordt naar de uitwerking van de *asset stripping*-regels op het vennootschapsrecht van de verschillende lidstaten; de AIFM-richtlijn immers richt zich tot de beheerder en niet tot de (portfolio)vennootschap. In de praktijk blijkt bijvoorbeeld dat het Verenigd Koninkrijk, nu nog een EU-lidstaat, op sommige punten anders aankijkt tegen de vraag wat als ‘verboden’ uitkering kwalificeert en op grond van welke informatie moet worden vastgesteld wat de voor uitkering vatbare winst (en kapitaal) is van de portfoliovennootschap.

### Gevolgen bij niet-naleving van de bepalingen

De naleving van de *asset stripping*-regels kan door de toezichthouder, in Nederland: de Autoriteit Financiële Markten (AFM), bestuursrechtelijk worden gehandhaafd. Daarbij kan een last onder dwangsom<sup>26</sup> of bestuurlijke boete<sup>27</sup> worden opgelegd aan de *beheerder*. Ook kan de AIFM-vergunning van de beheerder worden beperkt of zelfs worden ingetrokken. In beginsel heeft elke lidstaat-toezichthouder deze bevoegdheid en kan dus handhavend optreden richting de beheerder.

### Het zou het naar onze mening prudent kunnen zijn om de bedoeling van de *asset stripping*-regels mee te nemen bij de structurering van de transactie

Ook wordt algemeen aangenomen dat overtreding van de Wft – in beginsel – kan leiden tot aansprakelijkheid van de beheerder op grond van onrechtmatige daad wegens schending van de (bijzondere) zorgplicht van de beheerder. Het instellen van een vordering op deze gronden is echter geen gelopen race.<sup>28</sup> Tot op heden is ons overigens geen situatie bekend waarin de toezichthouder op dit specifieke onderwerp handhavend heeft opgetreden. Los van het aansprakelijkheidsrisico en het risico op een dwangsom of bestuurlijke boete, is er een voor de praktijk minder vaak besproken maar niet te onderschatten risico op reputatieschade; geen enkele (private equity) partij wil negatieve publiciteit over vermeende overtreding van het *asset stripping*-verbod, met name niet in transacties waar grote media-aandacht naar uitgaat.

### Aanbevelingen voor de praktijk

De onduidelijkheden in de wetgeving en de uitleg daarvan in de verschillende lidstaten, zeker in het geval van een acquisitie in een internationale setting, biedt de praktijk in

23 Het registratieregime als bedoeld in art. 2:66a Wft.

24 Zie ook Overkleef.

25 Nu de AIFM-richtlijn maximumharmonisatie is.

26 Art. 1:79 Wft.

27 Art. 1:80 Wft.

28 Zie hierover bijv. Mellenbergh.

beginsel de mogelijkheid om de *asset stripping*-regels in het eigen voordeel uit te leggen. En een slimme jurist structureert überhaupt vrij makkelijk om de *asset stripping*-regels heen, denk bijvoorbeeld aan het gebruik van een (*arm's length*) lening tussen de beleggingsinstelling – of tussenholding – en de portfoliovennootschap en andere *debt push down*-structuren die in sommige gevallen uitkomst bieden. Ondanks de geconstateerde onduidelijkheden, is de bedoeling van de wetgever echter duidelijk: private equity zou zich rekenschap moeten geven van het belang van de onderneming, de werknemers en de reële (Europese) economie en zou zich ook moeten inzetten voor de continuïteit van de onderneming. In de praktijk zouden beheerders naar ons idee dan ook moeten handelen naar die bedoeling van de wet. Dat die wet uiteindelijk geïnterpreteerd kan worden als een gedragsinstructie en inspanningsverplichting in plaats van als een ge- of verbod, zou niet moeten uitmaken. Een prudente uitleg van de *asset stripping*-regels brengt naar ons idee dan ook mee dat in een Europese context ernaar gestreefd moet worden zowel de *asset stripping*-regels zoals geïmplementeerd in het land waar de beheerder is gevestigd, als het land waar de portfoliovennootschap is gevestigd, na te leven. Ook de toezichthouder zal het verbod als zodanig *kunnen* interpreteren en dus de ruimte kunnen nemen om de mate waarin de beheerder zich van

haar inspanningsverplichting heeft gekweten, te toetsen aan de politieke bedoeling van de *asset stripping*-regels.

Voor de situatie waarin de beheerder buiten de EU is gevestigd en de portfoliovennootschap zich in een EU-lidstaat bevindt, biedt de huidige wetgeving geen concrete aanknopingspunten om de *asset stripping*-regels van toepassing te verklaren. Vanuit een *level playing field*-gedachte zou dat wel redelijk zijn en daar ligt dan ook een taak voor de EU-wetgever. Tot die tijd, zou het naar onze mening in die situatie alsnog prudent *kunnen* zijn om de (bedoeling van de) *asset stripping*-regels mee te nemen bij de structurering van de transactie. Bij uitstek immers speelt in dat geval het belang van de reële Europese economie een rol. Al was het alleen maar om de private equity-sector als zodanig niet in diskrediet te brengen en eventuele reputatieschade tegen te gaan. Dit lastig te kwalificeren en kwantificeren risico moet door de sector niet worden onderschat.

#### Over de auteurs

**Mr. drs. M.R. (Minke) Hoekstra**

Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek.

**Mr. A.J. (Abe) Stegenga**

Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek.