

MR. R. W. JARIGSMA

Leveraged buy-out & financial assistance

Een benadering vanuit de praktijk

De overname van een onderneming geschiedt in een groot aantal gevallen met behulp van vreemd vermogen, een financiering door een bank. Soms is een financiering noodzakelijk omdat de overnemer niet zelf beschikt over voldoende (eigen) middelen, zoals vaak het geval is bij een management buy-out.¹ In veel gevallen is het de wens van de overnemer om de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen zo groot mogelijk te houden. Dit is met name het geval bij overnames die gedaan worden met de hulp van participatiemaatschappijen. Hoe kleiner het eigen vermogen hoe groter het rendement op dat eigen vermogen. Dat rendement speelt immers een belangrijke rol bij de beoordeling van een project door participatiemaatschappijen.² In het algemeen worden overnames waarbij een relatief groot deel van de overnameprijs gefinancierd wordt met vreemd vermogen aangeduid met *'leveraged overnames'*. De financiering van dit soort overnames wordt – logischerwijs – aangeduid met *'leveraged financiering'*.

De financiering door middel van eigen vermogen blijft buiten beschouwing in deze bijdrage. Waar participatiemaatschappijen betrokken zijn bij de overname, zal een equity kicker voor de bank of een andere vorm van hoogrenderende (mezzanine) financiering door de bank niet haalbaar zijn.³ Participatiemaatschappijen doen mee voor het rendement op de door hen verschaft middelen. Daarin past niet dat de bank eigen vermogen of quasi eigen vermogen verschaft.

Naast bedrijfseconomische overwegingen,⁴ wordt de hoogte van de financiering bepaald door juridische beperkingen, primair de mate waarin aan de bank zekerheden verschaft kunnen worden. Tenzij de overname geschiedt door middel van een overdracht

van activa en passiva, is de mogelijkheid om zekerheden te verschaffen beperkt door de bepalingen van artikel 2:98c BW (voor de NV) en artikel 2:207c BW (voor de BV). Deze artikelen verbieden financiële steunverlening door de doelwitvennootschap bij het verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal. Deze verboden steunverlening wordt meestal (in keurig Nederlands) aangeduid met *'financial assistance'*.

Omdat de *leveraged* overname waarbij de overnemer en de doelwitvennootschap beide BV's zijn het meeste voorkomt, bespreek ik in de eerste plaats artikel 2:207c BW. Het verbod voor de BV is bovendien minder stringent dan dat voor de NV en de wijze van financiering die ik bespreek is niet goed toepasbaar voor de NV (tenzij die eerst wordt omgezet in een BV). In deze bijdrage zal ik aan de hand van een voorbeeld de wijze bespreken waarop de meeste leveraged financieringen in het kader van de beperkingen van artikel 2:207c BW zijn vormgegeven.

Artikel 2:207c BW luidt als volgt:

'1. De vennootschap mag niet, met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal of van certificaten daarvan, zekerheid stellen, een koersgarantie geven, of zich op andere wijze sterk maken of zich hoofdelijk of anderszins naast of voor anderen verbinden. Dit verbod geldt ook voor haar dochtermaatschappijen.

2. Leningen met het oog op het nemen of verkrijgen van aandelen in haar kapitaal of certificaten daarvan, mag de vennootschap slechts verstrekken tot ten hoogste het bedrag van de uitkeerbare reserves en voorzover de statuten dit toestaan.

3. De vennootschap houdt een niet uitkeerbare reserve aan tot het uitstaande bedrag van de in het vorige lid genoemde leningen.'

Leveraged buy-out & financial assistance

Artikel 2:207c BW verbiedt – kort gezegd – het verstrekken van alle vormen van zekerheid met het oog op verkrijging van aandelen in een vennootschap. Voor de NV geldt bovendien dat zij, anders dan de BV, in het geheel geen leningen mag verstrekken in het kader van een overname. Voor de NV zijn twee uitzonderingen gemaakt op het steunverbod. Ten eerste mag de NV zekerheden en leningen verstrekken in verband met het nemen of verkrijgen van aandelen of certificaten door of voor haar werknemers.⁵ Ten tweede geldt het verbod niet voor banken die handelen in de gewone uitoefening van het kredietbedrijf.⁶

De BV mag, blijkens lid 2 van artikel 2:207c BW, wel leningen verstrekken met het oog op verkrijging van aandelen in haar kapitaal, zij het tot het bedrag van de vrij uitkeerbare reserves. De BV dient een reserve aan te houden voor het bedrag van de leningen (lid 3) en de statuten dienen de verstrekking van de leningen toe te staan.

Het steunverbod geldt ook voor dochtermaatschappijen van de betrokken BV of NV. Hoewel lid 2 van artikel 2:207c BW dat niet met zoveel woorden zegt, wordt algemeen aangenomen dat de beperking op het verstrekken van leningen door de BV eveneens geldt voor haar dochtermaatschappijen.⁷

De artikelen 2:98c en 2:207c BW vormen – ook gelet op hun plaatsing in de wet – het sluitstuk van de regels omtrent kapitaalbescherming.⁸ De gedachte was dat de beperking op de inkoop van aandelen of het verminderen van kapitaal niet ontgaan mocht worden door middel van een derde vennootschap. Inmiddels is duidelijk dat het verbod op financiële steunverlening met name beperkingen opwerpt bij de financiering van acquisities. Bij de financiering van acquisities spelen de inkoop van aandelen en kapitaalvermindering geen rol van betekenis en laat ik in deze bijdrage buiten beschouwing.

De achtergrond van het verbod op financiële steunverlening wordt wel als argument gebruikt door sommige schrijvers om het verbod restrictief uit te leggen.⁹ Bij de huidige stand van de techniek dient de praktijk rekening te houden met een ruime strekking en werkingssfeer van het *financial assistance*-verbod.

Leveraged financieringen in de praktijk

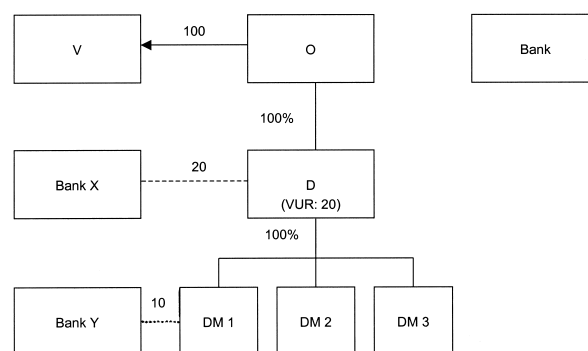
Aan de hand van een voorbeeld, wil ik bespreken hoe – in de praktijk – banken en hun advocaten omgaan met *financial assistance*. Zoals zal blijken zijn de meeste structuren die door juristen zijn bedacht om de beperkingen van de artikelen 2:98c en 2:207c BW te ontgaan niet geschikt voor de praktijk om de eenvoudige reden dat over de geldigheid van die structuren onzekerheid bestaat.¹⁰

Die zekerheid is wel van belang. De bank wenst van de betrokken advocaten een *legal opinion* te ontvangen waarin bevestigd wordt dat de overeenkomsten en zekerheidsdocumentatie geldig is aangegaan en dat de nakoming van de verplichtingen daaronder afdwingbaar is. Waar daarover twijfel bestaat, zal de advocaat een dergelijke opinie niet kunnen geven en de bank niet financieren.

Mijn voorbeeld is ontleend aan Bartmann/Dorresteijn.¹¹ De keuze voor dit voorbeeld is primair ingegeven door het feit dat de besproken situatie heel vaak voorkomt.

Voorbeeld

De aandelen in de doelwitvennootschap D worden gehouden door verkoper V. De overnemer O is een door de overnemers speciaal voor de overname opgerichte BV. De prijs (in het voorbeeld: 100) voor de aandelen van D is hoger dan de vrije reserves (in het voorbeeld: 20) van D. De doelwitvennootschap D is een holding en zij houdt alle aandelen in de dochtermaatschappijen Dm 1–3. Bovendien heeft D een kredietfaciliteit bij een andere bank (bank X) van maximaal 30. Op het moment van de overname is 20



getrokken. Dm 1 heeft daarnaast een lening aangevraagd van (weer) een andere bank (bank Y) van 10.

Uitgangspunten

Op deze plek eerst iets over de wijze waarop de *leveraged* financiering in de praktijk tot stand wordt gebracht. Vaak is het zo dat er in eerste instantie een overbruggingskrediet (de *bridge* financiering) wordt verstrekt voor een periode van, bijvoorbeeld, maximaal 6 maanden. Die financiering wordt verstrekt aan de overnemende vennootschap (O). De enige zekerheden van de bank bestaan in dat geval uit een verpanding van de aandelen van de doelwitvennootschap (D), soms met een garantie of een *comfort-letter* van de moeder van O. De bedoeling is dat deze lening voor het einde van de looptijd wordt vervangen door een lening voor de langere termijn (de *take-out* financiering).

De hoogte van de *bridge* financiering wordt gebaseerd op (een percentage van) de waarde van de aandelen in D (in plaats van de waarde van activa in de groep) en is om die reden, vaak (maar niet altijd) lager dan de *take-out* financiering. Indien de bank op basis van 60% van de waarde van de aandelen wil financieren, dan bedraagt het overbruggingskrediet 60 en dient O zelf 40 te verstrekken.

De *take-out* financiering is mede gebaseerd op de waarde van de individuele activa van D (en Dm 1-3) en de zekerheid die de bank ontvangt op die activa. De mogelijkheid om de lening zoveel mogelijk te verstrekken onder het niveau van O en ook zekerheden te realiseren op de activa van D en/of Dm 1-3 wordt de *'debt pushdown'* genoemd.

Het verstrekken van een *'bridge'* financiering gevolgd door een *take-out* financiering heeft een aantal voordelen: er wordt tijd gewonnen, er spelen minder kip en ei-problemen en tegen de tijd dat over de *take-out* financiering wordt onderhandeld, heeft de overnemer de kans gehad om de situatie bij de doelwitvennootschap D en haar dochters (Dm 1-3) beter te leren kennen.¹² De financiering in twee stappen is overigens niet bedoeld om zo het financial assistance-verbod te omzeilen. Het probleem is louter vooruitgeschoven. Strikt genomen wordt de *take-out* financiering immers aangewend ter aflossing van de *bridge* financiering, niet om de overname te financieren. Sommige schrijvers menen dat door verloop van tijd het 'oogmerk' vervalt en dat wat in eerste instantie verboden is dan wel is toegestaan.¹³ Bij de *bridge* financiering zelf speelt *financial assistance* geen rol. Alleen O stelt zekerheid voor de lening.

De bank wil vanzelfsprekend wel dat de *bridge* financiering wordt afgelost. Het feit dat de *take-out* financiering vaak een hoger kredietbedrag betekent en de rente op de *take-out* financiering lager is, verschaft de bank enige zekerheid dat er een *take-out* financiering komt. Bovendien is in de voorwaarden van de *bridge* financiering vaak voorzien in een *step up* van de rente, het toepasselijke rentepercentage wordt na een bepaalde periode, bijvoorbeeld halverwege de looptijd, verhoogd. Ten slotte wordt dikwijls overeengekomen dat een deel van de *fees* die betaald zijn, terugbetaald worden indien de bank ook de *take-out* financiering arrangeert.

De term *leveraged* financiering suggereert – terecht – dat de bank risicovol financiert, dat wil zeggen: dicht zit tegen de maximale leencapaciteit van de groep. Om dat mogelijk te maken, dient een aantal factoren beheersbaar te zijn.

Het algemene debiteurenrisico wordt gedeeld met andere banken door de lening te syndiceren aan andere banken. Zie over gesyndiceerde leningen

ondermeer de bijdragen van Th. Kliebisch en W.J. Horsten in dit nummer van *O & F*.¹⁴ Om succesvol te kunnen syndiceren dient de (structuur van de) transactie aanvaardbaar te zijn voor de andere banken. Indien een bank te veel risico's neemt bij de financiering of de gekozen structuur te buitenissig is, loopt de bank het risico dat zij met de lening 'blijft zitten'. Ook hier speelt de *legal opinion* van de advocaten een belangrijke rol.

Ook zal de handelingsvrijheid van de groep in grote mate beperkt worden (het zogenaamde *'ringfencen'* van de groep). Dat betekent meestal dat er geen financieringen aangetrokken of zekerheden verstrekt mogen worden. Ook de uitgaven van de groep dienen te worden gebudgetteerd en goedgekeurd. Het aangaan van joint ventures en het overnemen van andere vennootschappen is niet mogelijk zonder toestemming van de bank(en). Onverwachte meevallers (bijvoorbeeld uit de verkoop van een onderdeel) worden niet toegevoegd aan de algemene middelen, maar (gedeeltelijk) aangewend om de lening vroegtijdig af te lossen (de zogenaamde *'cash sweep'*). Deze beperkingen brengen ondertussen wel met zich dat de groep voor haar financiering geheel afhankelijk is van de bank en de bank deze eisen alleen kan stellen indien zij bereid is volledig te financieren. In ons voorbeeld betekent dit dat de bank ook de bestaande kredieten van D (van 20) en Dm 1 (van 10) dient mee te financieren.

Vanuit een *financial assistance* oogpunt, zal de bank dienen uit te gaan van een *worst case* scenario. Dat betekent dat het verbod van artikel 2:207c BW ruim (dus naar haar strekking) zal worden uitgelegd. Vanuit dat perspectief maakt het voor de bank ook niet zoveel uit of de sanctie op een overtreden van artikel 2:207c BW vernietigbaarheid of nietigheid is; zij zal ervan uitgaan dat de sanctie nietigheid is.

Uitwerking in de praktijk

Op basis van die uitgangspunten wordt de *take-out* financiering meestal als volgt gestructureerd. De bank verstrekt drie leningen:

- ten eerste een lening aan de overnemer O (lening 1). Dit is de echte acquisitiefinanciering en dient om de aankoop van de aandelen te betalen (of, indien er eerst een *bridge* financiering was, deze (deels) af te lossen¹⁵). In ons voorbeeld bedraagt deze lening 60;¹⁶
- ten tweede wordt een lening verstrekt aan de doelwitvennootschap D en haar dochtermaatschappijen (Dm 1-3) om een lening of een uitkering aan O te financieren (lening 2). Dit is de *debt pushdown*. O gebruikt de lening of uitkering om de *bridge* financiering deels af te lossen. Welk deel

- van deze lening aan D respectievelijk aan Dm 1-3 wordt uitgekeerd hangt af van de geconstateerde vrij uitkeerbare reserves bij die vennootschappen. In ons voorbeeld namen wij aan dat de vrij uitkeerbare reserves 20 bedroegen. Als die gelijkelijk verdeeld zijn onder D en Dm 1-3 dan neemt elk van de vennootschappen 5 op van lening 2. Bovendien bestaat de lening uit een tranche van 10 om de bestaande lening van Dm 1 af te lossen. De totale lening bedraagt derhalve 30;
- ten derde wordt een werkkapitaalfaciliteit versprekt aan de groep (lening 3). De hoogte van deze lening wordt bepaald door de behoefte van de groep en de ruimte die de bank, gelet op de andere verplichtingen (onder lening 2), wil geven aan de groep.
- Zoals we zullen zien is het voor de bank van belang dat het werkkapitaal ook onderdeel uitmaakt van de take-out financiering. In ons voorbeeld dient de werkkapitaalfaciliteit ten minste 20 te bedragen om de bestaande werkkapitaalfaciliteit te kunnen aflossen en beëindigen. Tenzij er bijzondere plannen zijn, zal de bank een faciliteit van 20 aanbieden. Waar eerst alleen D schuldenaar was onder het bestaande krediet, zullen nu ook Dm 1-3 hoofdelijke aansprakelijkheid moeten aanvaarden voor lening 3.

Lening 1 wordt verzekerd door een pandrecht op de aandelen D. De leningen 2 en 3 worden gedekt door een volledig pakket aan zekerheden.¹⁷

De verpanding van aandelen als zekerheid voor lening 1 is toegestaan. Met betrekking tot lening 3 is de verstrekking van zekerheden onomstreden.¹⁸ Hetzelfde geldt ook voor lening 2, voorzover die wordt aangewend om bestaande schulden af te lossen.¹⁹

De crux van de *take-out* financiering zit in het deel van lening 2 (60) dat wordt aangewend om door te lenen aan O en die mogelijk wordt gemaakt door lid 2 van artikel 2:207c BW.

Leningen mag de vennootschap slechts verstrekken ten belope van het bedrag van de vrij uitkeerbare reserves. Dat brengt met zich mee dat een bank een verklaring van de accountants van de vennootschap zal willen ontvangen waarin de hoogte van vrij uitkeerbare reserves wordt bevestigd. De bank verlaat zich bij het bepalen van de hoogte van de *debt push-down* op een verklaring van de accountants.²⁰

Het voordeel van lening 2 is gelegen in het feit dat de discrepantie tussen schuld en verhaalsmogelijkheid wordt verkleind. Omdat de activa zich 'beneden' in de groep (dus onder het niveau van O) bevinden, dient ook de schuld aan de bank zoveel mogelijk onderin de groep geplaatst te worden.

Tegen het lenen door D en Dm 1-3 van de bank om het bedrag van de lening door te lenen aan O bestaan wel enige (theoretische) bezwaren:

- ten eerste zou de lening aan O kunnen leiden tot doeloverschrijding als geregeld in artikel 2:7 BW (*ultra vires*). Echt problematisch is dat, vanuit het perspectief van de bank, niet. Het bestuur van D en/of Dm 1-3 zal zich niet beroepen op de vernietigbaarheid en, in een faillissementssituatie, leidt een succesvol beroep tot een vordering van D en/of Dm 1-3 op (de eveneens failliete) O. Desalniettemin wordt door de bank altijd gevraagd om een verklaring van het bestuur van de vennootschappen waarin het belang voor de vennootschap van het verstrekken van de lening wordt aangegeven en bevestigd;
- ten tweede kan het lenen aan O onrechtmatig zijn jegens de crediteuren van D en/of Dm 1-3 indien door de lening de vennootschap over dusdanig weinig middelen beschikt dat haar voortbestaan in gevaar komt.²¹ Bovendien kan het bestuur van de vennootschap aansprakelijk zijn voor het verstrekken van de lening, indien die niet zakelijk verantwoord was.²²
- onzeker is ten slotte of D en Dm 1-3 zekerheden mogen verschaffen aan de banken voor een lening als lening 2. Er wordt wel betoogd dat de zekerheid (indirect) wordt verstrekt 'met het oog' op de verwerving van aandelen in D. Aan de andere kant wordt de zekerheid verschaft voor een lening die op zichzelf is toegestaan en ook de lening aan O is toegestaan.

De zekerheidsverschaffing lijkt te worden gesanctioneerd in een uitspraak van de Rechtbank Breda in de zaak 'King Air'.²³

Op 21 juli 1989 verstrekt de Rabobank een krediet van f 145.000 aan L.A. Gravemaker, King Air Holding B.V. en King Gravemaker B.V., als hoofdelijk schuldenaren. Het krediet is, zo blijkt uit de kredietovereenkomst, uitsluitend bedoeld om de aankoop door King Gravemaker B.V. van de aandelen in King Air Holding B.V. te financieren. Op dezelfde dag wordt er hypotheek verleend door King Air Holding B.V. op haar bedrijfspand voor een bedrag van f 145.000 (en met een opslag van 35% voor rente en kosten). De hypotheek wordt verleend tot zekerheid van 'al hetgeen Rabobank uit welken hoofde ook' van King Air Holding B.V. te vorderen heeft (een zogenaamde 'bankhypotheek'). Op 26 februari 1990 verleent de Rabobank een nieuw krediet aan L.A. Gravemaker, King Air Holding B.V. en King Gravemaker B.V., als hoofdelijk schuldenaren. Ditmaal

betreft het een werkkapitaalfaciliteit van f 170.000. King Air Holding B.V. faillieert en de curator vordert een verklaring van recht dat de hypotheek ten gunste van de Rabobank nietig is wegens strijd met artikel 2:207c BW. De rechtbank is van oordeel dat, hoewel de hypotheek niet los gezien kan worden van het eerste krediet dat is verstrekt 'met het oog op' de verwerving van de aandelen in King Air Holding B.V., de hypotheek niet nietig is omdat die, blijkens haar bewoordingen, strekt tot al hetgeen de bank te vorderen heeft. Daarbij is de rechtbank van oordeel dat een bankhypotheek uit de aard der zaak niet onder het verbod van artikel 2:207c BW valt. Voorzover de Rabobank uit hoofde van het tweede krediet (de werkkapitaalfaciliteit) een vordering heeft op King Air Holding (of de andere schuldenaren), is de hypotheek geldig. Ook ten aanzien van het eerste krediet zou de hypotheek geldig zijn geweest, indien King Air Holding over voldoende vrij uitkeerbare reserves had beschikt en ook een reserve had aangehouden voor het bedrag van de lening aan King Gravemaker.

Praktisch heeft de uitspraak voor de structurering van lening 2 en de zekerheden daarvoor de volgende gevolgen gehad:

- ten eerste bevestigt de uitspraak dat het verstreken van zekerheid voor een lening die wordt aangewend voor een lening aan de overnemer geldig is.²⁴ Overigens baseert de rechtbank zich daarbij op de aanname dat een bankhypotheek, gelet op haar bewoordingen, nooit met het oog op een verwerving van aandelen in de onderzettende vennootschap kan worden geacht te zijn verstrekt en derhalve nooit verboden kan zijn door artikel 2:207c BW. Dat is een onjuiste aanname. Het was in de gegeven situatie duidelijk dat de hypotheek in eerste instantie was verstrekt met het oog op de verwerving van de aandelen in King Air Holding. Op zichzelf zou het naar mijn mening niet moeten uitmaken of de zekerheid is gegeven met het oog op een specifieke lening in het kader van een overname of dat de zekerheid ook voor toekomstige doeleinden (andere of toekomstige kredieten) wordt verstrekt;²⁵
- ten tweede lijkt de rechtbank uit te gaan van een partiële nietigheid van de hypotheek. De rechtbank zegt dat niet met zoveel woorden, maar het effect van de uitspraak komt neer op een partiële nietigheid.²⁶ Om die reden wordt in de zekerheidsdocumentatie opgenomen dat de zekerheid verstrekt wordt 'voorzover dat in verband met artikel 2:207c BW is toegestaan' om daarmee partiële nietigheid mogelijk te maken. Mocht de zekerheid in strijd blijken met artikel 2:207c BW

en toch niet voor lening 2 verschaft mogen worden, dan is de zekerheid in ieder geval voor lening 3 geldig verstrekt. Deze toevoeging lijkt overbodig gelet op artikel 3:41 BW dat partiële nietigheid regelt. Het belang van deze bepaling ligt in de *legal opinion*. Door deze toevoeging kan een *clean opinion* worden afgegeven op de zekerheid. Deze opinie luidt dat de zekerheid de geldige verplichtingen van D en/of Dm 1-3 behelst 'in overeenstemming met de bepalingen van de zekerheidsdocumentatie'.²⁷ Deze bepalingen voorzien nu expliciet in de mogelijkheid van partiële nietigheid. Zonder de toevoeging zou in de *legal opinion* een voorbehoud gemaakt moeten worden ten aanzien van artikel 2:207c BW. De zekerheid wordt er op zichzelf niet geldiger ('*extra legal*') door, maar het probleem van de *financial assistance* is verschoven van de opinie naar de documentatie;

- ten derde wordt in de zekerheidsdocumentatie expliciet vermeld dat het om een bankhypotheek of bankverpanding gaat ('*all monies security*'). Het nut hiervan is betrekkelijk, omdat de stelling van de rechtbank op dit punt, naar mijn mening zoals ik hierboven aangaf, onjuist is.

In mijn voorbeeld dekken de zekerheden in ieder geval de werkkapitaalfinanciering (lening 3), het deel van lening 2 dat is aangewend ter aflossing van bestaande leningen en voorzover lening 2 is aangewend voor een winstuitkering aan O conform artikel 2:216 BW.²⁸ Hoewel de geldigheid van de zekerheid voor een deel van lening 2 onzeker is (en de waarde van de gezeekerde activa normaliter het bedrag van de betrokken leningen ver te boven gaat), heeft de gekozen zekerheidsstructuur een aantal voordelen:

- ten eerste heeft de zekerheid een psychologisch effect. Het maakt dat de grip op de onderneming maximaal is. Alle inkomsten zijn bijvoorbeeld verpand en lopen dus via gecontroleerde rekeningen. De zekerheid voorkomt dat de onderneming in de verleiding komt om vrije activa te verpanden in het kader van een – niet toegestaan – aanvullend krediet bij een andere financiële instelling. De zekerheid schrikt dus andere crediteuren af. Hetzelfde geldt voor de registratie van de hypotheek in het Kadaster;
- ten tweede houdt de bank het initiatief bij de uitwinning van haar zekerheden. De verpanding van aandelen in de dochters maakt het mogelijk voor de bank om effectief controle uit te kunnen oefenen in situaties waar de uitwinning van afzonderlijke activa nog niet aan de orde is (bij een herstructurering van de groep bijvoorbeeld). Ook

Leveraged buy-out & financial assistance

- heeft de bank als eerste het recht om de zekerheden uit te winnen (zelfs als zij maar gedeeltelijk iets te vorderen heeft voor die zekerheden). Op die manier heeft de bank het voortouw en hoeft zij niet te wachten op andere crediteuren of een eventuele curator;
- ten derde is een volledig zekerheidspakket van belang op de langere termijn. De meeste *leveraged* financieringen voorzien in een agressief aflossingschema (inclusief verplichte vervroegde aflossingen). Er ontstaat na verloop van tijd vrije ruimte en die kan benut worden voor aanvullende werkkapitaal financiering of, bijvoorbeeld, de financiering van een volgende overname. In dat opzicht is het vestigen van bankzekerheid wel weer nuttig.

Voor de vennootschap maakt het economisch niet zoveel uit of de zekerheid nu voor het geheel van de verzekerde vorderingen geldig is of slechts gedeeltelijk.

De beschreven structuur heeft met andere constructies gemeen dat, zolang de Hoge Raad zich daarover niet heeft uitgesproken, onzeker is of zij geldig is. De andere constructies hebben een aantal nadelen die de beschreven structuur niet heeft. Voor een uitgebreide bespreking van die andere structuren, verwijs ik naar Bartmann/Dorresteyn en Oostwouder.²⁹ Sommige constructies zijn gebaseerd op de letterlijke tekst van artikel 2:207c BW en zijn alleen geldig bij een restrictieve uitleg van artikel 2:207c BW (dit geldt bijvoorbeeld voor de 'kruisconstructie' en het 'kasrondje'). Andere constructies vereisen een ingrijpende wijziging van de vennootschapsstructuur ('juridische fusie'-constructie en de 'ontdochterde dochter') of de bedrijfsvoering van de groep ('*sale and leaseback*'-constructie). In sommige gevallen leidt de constructie tot nieuwe risico's voor de bank (zoals bij de 'ontdochterde dochter' en het 'kasrondje', waarbij de bank een tijd zonder zekerheid zit). Bovendien geldt voor de meeste constructies dat, indien zij niet geoorloofd blijken, de bank met lege handen staat. Van de andere constructies geldt de juridische fusie nog als de meest veilige, waarbij dan wordt aangenomen dat met het volgen van de voorgeschreven procedures ter bescherming van crediteuren ook de bepalingen ten aanzien van kapitaalbescherming zijn gedekt.³⁰ Mocht, na het voltooien van een juridische fusie, succesvol een beroep op artikel 2:207c BW worden gedaan dan is de vraag wat voor gevolgen dat heeft voor de zekerheid van de bank. Overzichtelijk zal de situatie niet zijn.

Andere aandachtspunten

Artikel 2:207c lid 1 BW verbiedt, zo blijkt uit de tekst, alle vormen van zekerheid. Het afgeven van garanties en het aanvaarden van hoofdelijke aansprakelijkheid (persoonlijke zekerheden) worden met zoveel woorden genoemd. Alle vormen van verpanding of verhypothekeren (zakelijke zekerheden) van roerende en onroerende zaken en andere goederen (zoals vorderingen of intellectuele eigendomsrechten en aandelen) zijn ook taboe.

De enige uitzondering op het verbod zou kunnen bestaan uit het afgeven van '*letters of comfort*', zolang daaruit maar niet het recht ontstaat van direct verhaal op de activa van de vennootschap.

In zekere zin zijn de verklaringen die de doelwitvennootschap doet in de financieringsdocumentatie over de staat van de vennootschap, haar onderneming en haar dochters (de '*representations and warranties*') te vergelijken met *letters of comfort*. Dat geldt met name in verklaringen waar de doelwitvennootschap toezegt ervoor te zullen zorgen dat haar dochters, voorzover niet zelf partij bij de overeenkomst, bepaalde gedragingen achterwege zullen laten. Met Maeijer³¹ zou ik willen aannemen dat dergelijke verklaringen niet in strijd zijn met het zekerheidsverbod van lid 1 van artikel 2:207c BW, hoewel er ook wel wat voor te zeggen is dat deze 'garanties' betreffen, zoals de aanduiding '*warranties*' suggereert.³²

Een andere vraag die wel aan de orde komt is of de doelwitvennootschap de *fees* van de banken en de adviseurskosten, gemaakt in het kader van de financiering, mag betalen.³³ Deze *fees* en kosten worden immers gemaakt 'met het oog op' de verwerving van de aandelen in de doelwitvennootschap.³⁴ De vraag is in zoverre relevant dat deze kosten en *fees* aanzienlijk kunnen zijn en de overnemer meestal geen of onvoldoende eigen middelen heeft. Indien de doelwitvennootschap de kosten niet zelf mag betalen en zij voor die kosten een lening dient te verstrekken aan de overnemer (conform artikel 2:207c BW), dan gaat dat ten koste van de *debt pushdown*. Deze lening gaat dan immers ten koste van de vrij uitkeerbare reserves.

De oplossing die wel wordt gekozen en die mijns inziens verdedigbaar is, is dat de kosten door de doelwitvennootschap worden voldaan voorzover het krediet haar (en haar dochters) ten goede is gekomen. In het voorbeeld betekent dit dat, bij een krediet van in totaal 110, dat D en Dm 1-3 een gedeelte van de kosten, gelijk aan 50/110 van het krediet, mogen betalen. Een gedeelte, gelijk aan 60/110, dient door O te worden betaald (of geleend). Een rechtvaardiging hiervoor is gelegen in het feit dat voorzover elk van

die leningen separaat geldig is verstrekt de vennootschap de kosten daarvan zou mogen vergoeden. Die kosten, vastgelegd in een *'fee letter'* en declaraties van de advocaten en andere adviseurs, zijn meestal niet uitgesplitst naar elke deellening, vandaar dat een forfaitaire toerekening naar omvang van het krediet een redelijke methode lijkt. Overigens leidt deze toerekening weer tot een andere vraag: lening 2 is voor een deel (20) bedoeld om door te lenen aan O; in hoeverre kan nu gezegd worden dat deze lening ten goede is gekomen aan D en Dm 1-3.

Het verbod van lid 1 van artikel 2:207c BW geldt, als gezegd, ook voor de dochtermaatschappijen van de vennootschap. Bij een overname van een internationale onderneming met aan het hoofd een Nederlandse moeder, betekent dat, dat het Nederlandse recht ten aanzien van *financial assistance* van toepassing is, ook op dochters die buiten Nederland gevestigd zijn.³⁵ Dat kan nog wel tot verwarring leiden. Hoewel artikel 2:207c BW een uitvoering is van een Europese regelgeving, is de uitwerking in de lidstaten niet altijd hetzelfde geschied. Er bestaat dan nog wel eens de neiging om aan te nemen dat er een cumulatie van eisen is. Dat is mijns inziens niet juist, omdat het verbod zich primair richt op de doelwitvennootschap en, afgeleid daarvan, haar dochtermaatschappijen. Het verbod richt zich niet rechtstreeks op een (buitenlandse) dochter en kan dus niet op haar van toepassing zijn, tenzij het de doelwitvennootschap is.

Wel zou daardoor bij een *leveraged* financiering gebruik gemaakt kunnen worden van de verschillen in wetgeving tussen de lidstaten (door als doelwitvennootschap te kiezen voor een vennootschap gevestigd in een land met aantrekkelijke *financial assistance* wetgeving). Zo is in het Verenigd Koninkrijk gekozen voor een procedure vergelijkbaar met ons artikel 2:209 BW (procedure bij kapitaalvermindering). Door gebruik te maken van deze zogenaamde *white-wash*-procedure kan onzekerheid over de toelaatbaarheid van zekerheidsverschaffing door de vennootschap worden voorkomen. Het zou zelfs mogelijk moeten zijn om als doelwitvennootschap te kiezen voor een vennootschap die gevestigd is in een jurisdictie die geen *financial assistance* wetgeving kent. Of in dat geval niet toch de Nederlandse wetgeving ten aanzien van *financial assistance* op de (Nederlandse)

dochtermaatschappij (en de 'eigenlijke' doelwitvennootschap) van toepassing is, omdat het 'tussenschuiven' van een buitenlandse holding is geschied 'met het oog op' het omzeilen van artikel 2:207c BW, is onduidelijk.³⁶

Conclusies

Uit oogpunt van efficiëntie en (relatieve) zekerheid, kiezen banken bij de *leveraged* financiering van een overname voor een lening bestaande uit drie onderdelen, bestaande uit:

- 1 een lening aan de overnemer (de echte overnamefinanciering);
- 2 een lening aan de doelwitvennootschap en/of haar dochters voor winstuitkering of doorlening (binnen de grenzen van 207c lid 2 BW) aan de overnemer en aflossing van bestaande leningen; en
- 3 een werkkapitaalfaciliteit.

De lening onder (1) is verzekerd met een pandrecht op aandelen in de doelwitvennootschap. De leningen onder (2) en (3) zijn gedekt door een volledig pakket aan zekerheden. Hoewel over de geldigheid van de zekerheid voor de lening onder (2) geen definitief uitsluitsel bestaat, is dit – gelet op de bezwaren tegen de in de literatuur besproken constructies – de meest veilige structuur. Bovendien kan op deze structuur, met enige aanpassing in de documentatie, een schone *legal opinion* worden afgegeven, wat met name bij gesyndiceerde leningen van groot belang is.

De structuur benut optimaal de vrij uitkeerbare reserves (en leidt derhalve tot een maximale *debt pushdown*) en geeft, in combinatie met de *ringfence* van de groep, een zodanige grip op de groep dat de bank weinig hoeft te vrezen van concurrerende crediteuren.

In het slechtste geval is de zekerheid voor de lening onder (2) gedeeltelijk nietig, maar van de zekerheid gaat ook een psychologisch effect uit. Na verloop van tijd kan de zekerheid ook dienst doen voor andere kredieten door de bank verstrekt (als de overnamefinanciering (deels) is afgelost).

Mr. R.W. Jarigsma is advocaat bij **Loyens & Loeff** te Amsterdam.

Leveraged buy-out & financial assistance

- 1 Zie voor een uitgebreide beschrijving van de management buy-out het proefschrift van W.J. Oostwouder, *Management Buy-Out*, Kluwer, 1996.
- 2 De mogelijkheid om een rendement te realiseren op de gedane investering wordt bepaald door de 'exit strategie', de wijze waarop na verloop van tijd het belang in de onderneming te gelde kan worden gemaakt, bijvoorbeeld door een beursgang.
- 3 Voor een bespreking van deze vormen van financiering, zie Oostwouder, a.w., p. 237 e.v.
- 4 Zie Oostwouder, a.w., p. 233 e.v.
- 5 Zie lid 2 van artikel 2:98c BW. Ondertussen kan de financiering door de vennootschap van de verwerving van aandelen door een stichting waarbij werknemers slechts een financieel belang van 0,5% hebben wel wanbeleid opleveren, zoals bleek in de Gucci-beschikkingen (Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 mei 1999, NJ 1999, 487).
- 6 Zie lid 3 van artikel 2:98c BW.
- 7 Zie artikel 2:24a BW voor de wettelijke definitie van dochtermaatschappij.
- 8 Naast de verboden steunverlening zijn dat de regels omtrent inkoop van aandelen (artikelen 2: 98-98b, 98d, 207-207b en 207d BW) en de kapitaalvermindering (artikelen 2: 99-100 en 208-209 BW). De regels omtrent juridische fusie en splitsing geven weliswaar regels ter bescherming van crediteuren van de vennootschap, maar ik beschouw die niet als zuivere kapitaalbeschermingsregels. Het lijkt er overigens op dat binnen de rechtspraak er een tendens is om kapitaalbeschermingsbepalingen naar hun strekking en doelstelling te interpreteren. Zie de Gucci-beschikkingen. Zie ook de opmerking van AG Langemeijer in het Montedison-arrest (HR 28 april 2000, NJ 2000, 411).
- 9 Zie bijvoorbeeld P.van Schilfgaarde (Van de NV en de BV) en J.B. Huizink ('Verboden handelingen bij verkrijging van aandelen', in: *Kapitaalbescherming*). Zij beogen een restrictieve uitleg van artikel 2:207c BW die (louter) als verlengstuk van de inkoopbepalingen gelezen moet worden.
- 10 Deze stelling geldt primair voor de financiering van grote overnames. Het kan heel goed zijn dat banken in kleinere overnames bereid zijn meer risico te nemen op dit punt.
- 11 Bartmann/Dorresteijn, *Van het Concern*, 2000, p. 282. Zij ontleen het voorbeeld weer aan R.W.Th. Norbruis, *De NV*, 1990, p. 98.
- 12 In verband met de voordelen: overnames gebeuren doorgaans onder grote tijdsdruk en dan is het lastig om twee parallelle processen, de overname en de financiering, te managen. Om een uitgebalanceerde financiering te bewerkstelligen is van belang dat de doelwitvennootschap meepraat. Hoe kan bijvoorbeeld een deel van de lening (zoals, als vaak, de werkkapitaalfaciliteit) verstrekt worden en zekerheid daarvoor gegeven worden op een moment dat de vennootschap nog niet aan tafel zit. Soms loopt er nog een uitkoopprocedure, waardoor de overnemer direct na de overname nog geen 100% aandeelhouder is. Kennis over de vennootschap is essentieel voor de bank. De bank wenst dat er op de doelwitvennootschap toegesneden *representations* and *warranties* worden opgenomen in de overeenkomst van geldlening alsmede bepaalde *covenants*. De overnemer zou zich ten tijde van de overname (wellicht terecht) kunnen beroepen op onwetendheid ten aanzien van de doelwitvennootschap. Een essentieel voordeel is ook dat de leningen toegestaan door artikel 2:207c lid 2 BW niet worden gegeven aan een vreemde (de overnemer is immers op dat moment nog geen moeder) maar aan de moeder (dit in verband met de problematiek van artikel 2:7 BW (*ultra vires*)).
- 13 Zie voor een recent voorbeeld J.J. Pors, in: *V&O* 2001, nr. 4, p. 65-67, die lijkt te suggereren dat structuren waarin een verboden steunverlening pas na verloop van tijd wordt gegeven, zijn toegestaan.
- 14 Banken lijken zich steeds meer te concentreren op *fees* voor de bemiddeling bij een transactie, in plaats van de rentevergoeding bij traditionele kredietverlening. Dit heeft te maken met de eigen rendementseisen van banken. Uitstaande kredieten leggen beslag op het eigen vermogen (vanwege de solvabiliteitseisen van De Nederlandsche Bank), advisering niet. Het gevolg hiervan kan zijn dat de oorspronkelijke bank niet zelf meer deelneemt in het krediet omdat die alles heeft uitgesyndiceerd.
- 15 Bij een aflossing van de *bridge* financiering dient de bank nauwkeurig in de gaten te houden en te administreren wat nu door welke lening wordt afgelost; vaak is de *take-out* financiering groter dan de *bridge* financiering (ook omdat die een werkkapitaal financiering omvat); daardoor is niet altijd goed zichtbaar hoe de *bridge* financiering wordt afgelost. Banken eisen daarom vaak dat O of zijn adviseurs een *flow of funds*-overzicht opstelt, vergezeld van een stappenplan op de dag van uitbetaling. Daarmee is de aanwending van gelden uit het krediet goed gedocumenteerd.
- 16 Dit bedrag is uiteraard enigszins theoretisch. De bank zal – in beginsel – niet 100% van de overnameprijs financieren.
- 17 Dat houdt in een hypotheek op alle registergoederen, verpanding van alle roerende zaken (inventaris en voorraad), verpanding van vorderingen (waaronder verzekeringsuitkeringen, voorzover niet al gedekt door de hypotheek), verpanding van intellectuele-eigendomsrechten, verpanding van alle bankrekeningen en verpanding van de aandelen in Dm 1-3.
- 18 In de *legal opinion* dient overigens wel een aanname te worden opgenomen met betrekking tot de feitelijke aanwending van de financiering; met andere woorden dat die niet toch 'met het oog op' is aangewend.
- 19 Dit komt vrij vaak voor, hetzij omdat een bepaalde dochter zelf ooit is overgenomen met een bestaande schuld, hetzij omdat er geen centrale financiering van de groep plaatsvindt. Ook hier zal de *legal opinion* een aanname bevatten ten aanzien van de aanwending van het krediet. Overigens zal de bank zich ervan willen vergewissen dat de bestaande schuld na uitbetaling van de lening niet meer bestaat.
- 20 Ik kan mij voorstellen dat fouten gemaakt bij het opstellen van dergelijke verklaringen nog tot aansprakelijkheidsprocedures aanleiding zullen geven. Zie ook M.M. Tuytel, 'Balansgaranties', in: *V&O* 2001, p. 174-179, in verband met onder meer de aansprakelijkheid van adviseurs bij overnames in verband met fouten in de jaarstukken.
- 21 Vergelijk de Hoge Raad (HR 8 november 1991, NJ 1992, 174 (Nimox-Auditrade)) ten aanzien van het uitkeren aan de aandeelhouders van dividendreserves.
- 22 Dat is bijvoorbeeld zo indien de debiteur dubieus is (zie Hof Arnhem 14 april 1998, JOR 1998, 76, als besproken door P.J. van de Grampel, in: *V&O* 1998, afl. 9, p. 97 e.v.), wat bij een holding, als O, wellicht sneller aangenomen moet worden.
- 23 Rb. Breda 3 november 1992, NJ 1993, 427.
- 24 De kredietovereenkomst was overigens niet duidelijk op dit punt. De partijen waren hoofdelijk aansprakelijk en nergens bleek dat bedoeld was dat King Air Holding een lening had opgenomen om die vervolgens door te lenen aan King Grave-maker. We moeten aannemen dat de rechtbank heeft geredeneerd dat het economisch effect hetzelfde was. Immers als King Air Holding aansprakelijk was zonder zelf draagplichtig te zijn, had zij een regresvordering gehad op King Gravemaker (zie artikel 6:10 BW).

Leveraged buy-out & financial assistance

- 25 Wellicht was dit oordeel ingegeven door het feit dat niet uit de kredietovereenkomst bleek dat, zoals ik in noot 24 aangeef, er een lening was verstrekt door King Air Holding aan King Gravemaker.
- 26 De rechtbank zegt: 'Een zodanig verhaal (tot terugbetaling van de lening aan King Gravemaker op de opbrengst van de uitwinning van de hypotheek; RWJ) zou, mede gelet op een mogelijke benadeling van de overige crediteuren, in strijd met de redelijkheid en billijkheid komen'.
- 27 In het Engels luidt de tekst als volgt: 'the [naam van de overeenkomst] constitutes the legal, valid and binding obligations of the Companies, enforceable against the Companies in accordance with its terms'.
- 28 De beperkingen van artikel 2:207c BW (en daarbij behorende onzekerheden) gelden immers alleen voor leningen aan de overnemer; niet voor winstuitkeringen conform artikel 2:216 BW.
- 29 Bartmann/Dorresteyn, a.w.; Oostwouder, a.w.
- 30 Dat lijkt geoorloofd, gelet op het arrest van Hof Arnhem (14 april 1998, JOR 1998, 76) dat oordeelde dat de kapitaalbeschermingsregels ook bedoeld zijn ter bescherming van crediteuren. Indien door het Hof bedoeld is dat de regels 'twee meesters dienen', namelijk dat zij naast de kapitaalbescherming ook de crediteuren beschermen dan dekken de procedures niet beide belangen.
- 31 Zie *Asser-Maeijer 2-III*, nr. 164.
- 32 Helemaal zeker is dat tegenwoordig niet meer, gelet op de uitspraak van de Rechtbank Roermond (Rb. Roermond 10 juli 1997, JOR 1997, 97). In het geschil dat aanleiding gaf tot de uitspraak ging het over de vraag of een verkoper van aandelen toestemming van zijn echtgenoot had moeten hebben in verband met zekere *representations and warranties* gedaan in een koopcontract. De rechtbank oordeelde dat dit inderdaad het geval was, omdat die dienden te worden aangemerkt als een garantie als bedoeld in artikel 1:88 BW. Zie ook HR 4 mei 2001, JOR 2001, 124 waar een *representation* ten aanzien van de balans, in verband met kredietverlening, als garantie in de zin van artikel 1:88 BW werd aangemerkt.
- 33 Deze kwestie komt niet altijd aan het licht omdat bijvoorbeeld bij uitbetaling van de lening het bedrag van de *fees* van de bank wordt ingehouden. Wie dan feitelijk de *fees* heeft betaald is niet direct inzichtelijk. Ook in dit kader is het *flow of funds*-overzicht nuttig (zie noot 15). Het is uitgemaakt dat de betaling van *fees* door de vennootschap niet in strijd is met artikel 2:7 BW (vennootschappelijk belang), maar dat is een andere toetsing; zie HR 20 september 1996, NJ 1997, 149 (Playland).
- 34 Maeijer meent overigens dat de doelwit-vennootschap deze kosten en *fees* mag betalen (*Asser-Maeijer 2-III*, nr. 164).
- 35 Zie J.N. Schutte-Veenstra, 'Financiële steunverlening door een buitenlandse dochter', in: *TIVS* 1994, nr. 94/9, p. 241-242.
- 36 Pors, a.w., meent dat dit mogelijk moet zijn, zonder dat artikel 2:2707c BW van toepassing is op de Nederlandse dochter.