

De regeling over *asset stripping* in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn

*Mr. F.G.K. Overkleef, LL.M. **

Inleiding en achtergrond

Er is weer nieuws van het front rond de zogeheten AIFM-Richtlijn (Alternative Investment Fund Managers Directive).¹ Nadat het ministerie van Financiën reeds op 18 augustus een conceptwetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn ter consultatie had gepubliceerd,² is onlangs op 19 april 2012 het definitieve wetsvoorstel bij de Tweede Kamer ingediend (hierna: het Wetsvoorstel).³ Net als bij de publicatie van het conceptwetsvoorstel – een luttele twee maanden nadat de definitieve tekst van de AIFM-Richtlijn was vastgesteld – is ook nu de snelheid van handelen van het ministerie van Financiën bij het opstellen en indienen van het Wetsvoorstel prijzenswaardig. Dat vier dagen na indiening van het Wetsvoorstel het kabinet-Rutte ten val kwam, was uiteraard minder bevorderlijk voor de snelheid van het wetgevingstraject. Bij het afronden van deze bijdrage was nog niet bekend of de Tweede Kamer het Wetsvoorstel controversieel zou verklaren. De deadline voor de implementatie van de AIFM-Richtlijn is en blijft echter 22 juli 2013, dus een snelle hervatting van de parlementaire behandeling van het Wetsvoorstel lijkt uit dit oogpunt gewenst.

De AIFM-Richtlijn is gericht op beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen. Bij alternatieve beleggingsinstellingen

valt met name te denken aan *hedge funds* en *private equity funds*, maar ook andere soorten beleggingsinstellingen worden door de reikwijdte van de AIFM-Richtlijn bestreken. Voor de beheerders van de beleggingsinstellingen die onder het regime van de AIFM-Richtlijn vallen, gaat een groot aantal regels op uiteenlopende terreinen gelden. Zo komt er voor de beheerders een vergunningsplicht, worden de beheerders onderworpen aan bepaalde toezichtverplichtingen op het gebied van de inrichting van hun organisatie en hun bedrijfsvoering en gelden voor beheerders bepaalde meldings- en informatieverplichtingen bij het verwerven van gekwalificeerde belangen in ondernemingen van een bepaalde grootte.⁴ Als gevolg van de AIFM-Richtlijn en het Wetsvoorstel ter implementatie daarvan komt het toezichtlandschap voor de toegang tot de Nederlandse markt voor aanbieders van (alternatieve) beleggingsinstellingen er anders uit te zien. Naar verwachting zullen veel beheerders van beleggingsinstellingen die onder het huidige toezichtregime nog gebruik maken van een uitzondering of vrijstelling op grond van de Wet financieel toezicht (Wft) onder het nieuwe regime vergunningsplichtig worden.⁵ Dit wordt bevestigd in de memorie van toelichting (hierna: MvT) van het Wetsvoorstel: naar verwachting 240 Nederlandse beheerders van beleggingsinstellingen die nu nog niet onder toezicht staan, komen als gevolg van het Wetsvoorstel binnen het bereik van het toezichtregime.⁶

Grof gezegd strekt het Wetsvoorstel zich uit tot alle beleggingsinstellingen die niet kwalificeren als instelling voor collectieve belegging in effecten (hierna: icbe), waarbij ik vanwege de beperkte omvang van deze bijdrage noodgedwongen de territoriale afbakeningskwesaties over 'Nederlandse' beheerders en 'Nederlandse' beleggingsinstellingen buiten beschouwing laat. In het Wetsvoorstel is – in afwijking van het conceptwetsvoorstel – omwille van de overzichtelijkheid ervoor gekozen om de alternatieve beleggingsinstellingen die binnen de reikwijdte van de AIFM-Richtlijn vallen te definiëren met het

* Mr. F.G.K. Overkleef, LL.M. is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

1. Richtlijn 2011/61 EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van enige andere richtlijnen, PbEU 1 juli 2011, L 174/1 e.v.
2. Hierover F.G.K. Overkleef, Enkele opmerkingen bij het conceptwetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn, V&O 2011, p. 189-193. Zie ook C.W.M. Lieverse & A.B.A. Doodcheefver, De Nederlandse implementatie van de AIFM-richtlijn, TFR 2011, p. 322-325; J. Broekhuizen & J. den Hamer, Voortgang implementatie toezicht op alternatieve investment fund managers, VFG 2012, p. 9-12; en J. Kerkvliet, Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn, O&F 2012, p. 31-42.
3. Wetsvoorstel van 19 april 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek, de Wet op de economische delicten en enige fiscale wetten ter implementatie van richtlijn 2011/61 EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van enige andere richtlijnen, PbEU 1 juli 2011, L 174, Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 1-4.

4. Zie R. Schulten & C. Niggerbrugge, Praktische gevolgen van de AIFM-richtlijn voor beheerders en 'uitgevende instellingen', TvCo 2012, p. 23-27.
5. R.E. Labeur & R.M. Wibier, Kroniek van het financiële recht, NJB 2012, p. 1033. Zie ook Kerkvliet 2012, p. 41-42.
6. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 27 (MvT).

algemeen begrip ‘beleggingsinstelling’.⁷ Hiertoe wordt voorgesteld om de bestaande definitie van beleggingsinstelling van artikel 1:1 Wft zodanig te wijzigen dat icbe’s van de definitie van beleggingsinstelling worden uitgezonderd. Hetzelfde geldt voor het begrip ‘beheerder’, waarbij de bestaande definitie in artikel 1:1 Wft komt te vervallen en wordt vervangen door aparte definities voor ‘beheerder van een beleggingsinstelling’ en ‘beheerder van een icbe’. In deze bijdrage zal ik daarom de alternatieve beleggingsinstellingen die binnen het bereik van het Wetsvoorstel vallen, aanduiden met de term ‘beleggingsinstelling’. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat niet elke beleggings- of investeringsentiteit als beleggingsinstelling in de zin van de AIFM-Richtlijn en het Wetsvoorstel kwalificeert. Zo zijn *family offices* die het privévermogen van beleggers beheren zonder dat daarbij extern kapitaal wordt opgehaald uitgezonderd van de AIFM-Richtlijn.⁸ Ook geldt niet voor alle beleggingsinstellingen hetzelfde toezichtregime. Afhankelijk van de omvang van de beheerde activa en – voor zover het retailfondsen betreft – het aantal personen aan wie deelnemingsrechten worden aangeboden en de waarde van deze deelnemingsrechten kan een beleggingsinstelling in aanmerking komen voor het ‘verlicht’ regime (art. 2:66a Wft).⁹ Men blijve er dus op bedacht dat de ene beleggingsinstelling de andere niet is.

In het navolgende wil ik één markant onderdeel van de AIFM-Richtlijn en het Wetsvoorstel uitlichten: de regeling over *asset stripping*. Deze regeling, opgenomen in artikel 30 AIFM-Richtlijn en de voorgestelde artikelen 4:37v en 4:37z Wft van het Wetsvoorstel, gebiedt de beheerder van een beleggingsinstelling om zich gedurende 24 maanden na het verwerven van controle over een onderneming die qua omvang aan bepaalde drempelwaarden voldoet, te onthouden van het bevorderen, steunen of opdragen van winstuitkeringen, kapitaalverminderingen en inkoopacties van eigen aandelen door die onderneming, voor zover met die handelingen bepaalde financiële grenzen worden overschreden. Deze regeling lijkt in het bijzonder tot *private equity*-fondsen te zijn gericht¹⁰ en beoogt paal en perk te stellen aan het ‘leeghalen’ (strippen) van ondernemingen na een gehele of gedeeltelijke aankoop door een (*private equity*-)beleggingsinstelling.¹¹ De term *asset stripping* is in zekere zin misleidend. Het opschrift van artikel 30 AIFM-Richtlijn luidt weliswaar ‘Verkoop van waardevolle activa’, maar de tekst van de bepaling, alsook de betreffende overweging uit de considerans van de richtlijn (nr. 57) zegt hier niets over. De regeling ziet niet op het afstoten van activa

als zodanig, maar legt wel de mogelijke geldstromen die – als gevolg van deze verkopen – vanuit de onderneming naar de beleggingsinstelling kunnen ontstaan. Toch is de aanduiding *asset stripping* hardnekkig gebleken.¹² In het navolgende zal ik deze term gebruiken als korte verwijzing naar de voorgestelde regeling.

De impact van de bepaling over *asset stripping* overstijgt het financieel toezichtrecht: zij zal ook verdisconteerd dienen te worden in de beraadslaging en besluitvorming over vennootschapsrechtelijke besluiten over uitkeringen aan aandeelhouders in NV’s en BV’s. In het bijzonder behelst deze bepaling een gedragsnorm voor de beheerder van een beleggingsinstelling in de vennootschappelijke sfeer van bepaalde door de beleggingsinstelling gehouden deelnemingen. Als zodanig is de regel over *asset stripping* binnen het geheel van de AIFM-Richtlijn en het Wetsvoorstel dan ook een wat vreemde eend in de bijt. Een aparte bespreking is dus gerechtvaardigd om dit fenomeen goed te kunnen duiden.

In het conceptwetsvoorstel was op het punt van de implementatie van de *asset stripping*-regel van de AIFM-Richtlijn nog voorzien in een *cliffhanger*: het wetsvoorstel bevatte wel het raamwerk voor de implementatie van artikel 30 AIFM-Richtlijn, maar de verdere details zouden nog nader worden uitgewerkt in lagere regelgeving.¹³ In de consultatie is vervolgens aangedrongen op een meer uitgewerkte wettelijke regeling in het Wetsvoorstel en in reactie hierop heeft het ministerie van Financiën in het Wetsvoorstel het voornemen tot nadere uitwerking laten varen.¹⁴ Zodoende bevat het Wetsvoorstel een geheel uitgewerkte regeling, een goede basis dus om in deze bijdrage alvast een tussentijdse balans op te maken. Daartoe zal ik eerst de voorgestelde regeling over *asset stripping* bespreken, om hier vervolgens een aantal kanttekeningen bij te plaatsen. Ik sluit af met de – bescheiden – conclusie dat de daadwerkelijke impact van de *asset stripping*-regeling in de context van door *private equity* gehouden portfolio-ondernemingen wel eens mee zou kunnen vallen, maar dat de regeling toch in ieder geval de aandacht verdient bij het opzetten en structureren van transacties in de praktijk van *private equity*.

De bepalingen over *asset stripping* in het Wetsvoorstel

De regeling over *asset stripping* maakt in het Wetsvoorstel in twee afzonderlijke maar praktisch gelijklopende artikelen deel uit van twee nieuw in te voegen paragrafen in de Wft (4.3.1.4.a en 4.3.1.4.b), lopend van voorgesteld artikel 4:37q Wft tot en met voorgesteld artikel 4:37z Wft. Deze paragrafen kennen een aparte reikwijdtebepaling. De genoemde bepalingen zijn uitsluitend van toepassing op:

- (a) een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling, die

7. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 8 (MvT).

8. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 11 (MvT). Zie ook overweging 7 in de considerans van de AIFM-Richtlijn.

9. Zie ook Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 56-57 (MvT).

10. Schulten & Niggerbrugge 2012, p. 27 en Overkleef 2011, p. 192.

11. Zie voor uitgebreidere beschouwingen over de gevolgen van de AIFM-Richtlijn voor de *private equity*-industrie C.C. Sip, Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen: gevolgen voor de *private equity* industrie, TOP 2011, p. 78-84 en J. Kerkvliet, De gevolgen van de AIFM Richtlijn voor de Nederlandse *private equity*-industrie, V&O 2011, p. 55-59.

12. Zie bijv. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 21, 34 en 92 (MvT).

13. Overkleef 2011, p. 192.

14. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 34 (MvT).

- (b1) het beheer voert over één of meer beleggingsinstellingen die alleen of gezamenlijk op grond van een overeenkomst, dan wel
- (b2) op grond van een overeenkomst samenwerken met een andere beheerder van een beleggingsinstelling, waarbij de door hen beheerde beleggingsinstellingen gezamenlijk
- (c) 'controle' verkrijgen in
- (d1) een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling (art. 4:37r Wft) of
- (d2) een uitgevende instelling (art. 4:37x Wft), waarbij de bepalingen echter niet gelden indien de betreffende niet-beursgenoteerde uitgevende instelling dan wel de betreffende uitgevende instelling
- (e1) minder dan 250 werkzame personen heeft en een jaaromzet van minder dan EUR 50 miljoen of een jaarlijks balanstotaal van minder dan EUR 43 miljoen heeft (art. 4:37r lid 3 onder a en 4:37x lid 2 onder a Wft); of
- (e2) het een entiteit betreft die is opgericht met het doel om vastgoed te kopen, te bewaren of te beheren (art. 4:37r lid 3 onder b en 4:37x lid 2 onder b Wft).

Uit bovenstaand schema wordt – na enig herhaald lezen – reeds het nodige duidelijk over de reikwijdte van de *asset stripping*-bepaling uit het Wetsvoorstel. Zo is de regel blijkens onderdelen (e1) en (e2) hierboven alleen van toepassing op transacties met betrekking tot 'grote' ondernemingen. Uit onderdelen (d1) en (d2) volgt dat het hierbij zowel om uitgevende instellingen (beursvennootschappen) kan gaan, als ook om niet-beursgenoteerde ondernemingen, een categorie die ietwat krampachtig in de Wft-terminologie is ingepast met de introductie van het inherent tegenstrijdige begrip 'niet-beursgenoteerde uitgevende instelling'. De betreffende onderneming kan in elke lidstaat haar statutaire zetel hebben. Ook gelden de bepalingen gelet op onderdeel (a) alleen voor 'Nederlandse' beheerders van beleggingsinstellingen, waarvoor in het Wetsvoorstel een specifieke definitie is opgenomen. Onderdelen (b1) en (b2) geven een nadere afbakening voor het geval de Nederlandse beheerder van de beleggingsinstelling samen met andere partijen optrekt: de bepaling is niet van toepassing op de beheerder respectievelijk de beleggingsinstelling die samenwerkt met een partij die geen beheerder dan wel beleggingsinstelling is, althans indien zonder deze samenwerking de drempel van 'controle' niet wordt bereikt.¹⁵

Hiermee is meteen onderdeel (c) aangestipt: het criterium van het verkrijgen van 'controle'. Dit is het enige wezenlijke punt waarop de reikwijdte van de *asset stripping*-bepaling voor uitgevende instellingen en niet-beursgenoteerde ondernemingen uiteenloopt. Van controle bij een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling is sprake wanneer de beleggingsinstelling(en) rechtstreeks of middellijk meer dan 50% van de stemrechten kan (kunnen) uitoefenen in de algemene vergadering (art. 4:37q Wft). Bij een (beursgenoteerde) uitgevende instelling is sprake van controle wanneer de drempelwaarde voor

het verplicht openbaar bod – zoals vastgesteld door de lidstaat waarin de onderneming is gevestigd op grond van artikel 5 lid 3 van de Overname Richtlijn¹⁶ – wordt overschreden (art. 4:37w Wft). In Nederland is deze grens voor overwegende zeggenschap vastgesteld op het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in de algemene vergadering (art. 1:1 Wft). Voor het overige is het toepassingsbereik van de regeling inzake *asset stripping* voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen gelijk. In het navolgende ga ik derhalve uit van de situatie van een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling (art. 4:37q Wft), te weten een Nederlandse BV die ook qua grootte aan de drempelwaarden van artikel 4:37r lid 2 onder a Wft voldoet. Deze onderneming zal ik hierna voor het gemak aanduiden als de 'BV'. Ook ga ik uit van een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling in de vorm van een *private equity*-fonds die aan alle vereisten van artikel 4:37r Wft voldoet. Dit *private equity*-fonds zal ik hierna aanduiden als 'het fonds' en de beheerder ervan als de 'fondsmanager'.

Na al deze afbakeningsbeslommeringen dan nu iets over de *asset stripping*-bepaling zelf (art. 4:37v Wft). Op grond van deze bepaling heeft de fondsmanager zich gedurende 24 maanden na het tijdstip waarop het fonds de controle verkrijgt in de BV te onthouden van het bevorderen, steunen of opdragen van bepaalde in artikel 4:37v lid 1 Wft omschreven rechtshandelingen met betrekking tot – kort gezegd – allerlei soorten uitkeringen. Indien de fondsmanager namens het fonds stemrecht heeft in de vergaderingen van 'bestuursorganen' van de BV, mag de fondsmanager gedurende dezelfde periode van 24 maanden ook niet vóór besluiten tot dergelijke uitkeringen stemmen (art. 4:37v lid 3 Wft). Daarboven is de fondsmanager tot slot gehouden om zich – wederom gedurende dezelfde periode van 24 maanden – in te spannen om dergelijke uitkeringen te verhinderen (art. 4:37v lid 4 Wft).

De bepaling van artikel 4:37v Wft bestrijkt vier soorten uitkeringen die tot een ongewenste vermindering van het vermogen van de BV kunnen leiden: winstuitkeringen, kapitaalverminderingen, terugbetalingen op aandelen en verkrijging van eigen aandelen door de BV. Hierbij moet worden opgemerkt dat de categorie terugbetaling op aandelen in de Nederlandse context geen zelfstandige betekenis heeft, nu dit als vorm van kapitaalvermindering wordt aangemerkt.¹⁷ Voor de overige drie categorieën bevat artikel 4:37v lid 1 (buitengrenzen voor winstuitkeringen en kapitaalverminderingen) en 2 (specifieke uitzonderingen voor verkrijging eigen aandelen) Wft handvaten om te beoordelen of een voorgenomen uitkering in de gegeven omstandigheden is toegestaan. Vindt een niet-toegestane uitkering plaats, dan leidt de inbreuk op artikel 4:37v Wft niet tot een aantasting van de rechtsgeldigheid ervan (art. 1:23 Wft). Wel krijgt de Autoriteit Financiële Markten op grond van het Wetsvoorstel de bevoegdheid om in dergelij-

15. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 89 (MvT).

16. Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU 2004, L 142 / 1 e.v.

17. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 94 (MvT).

ke gevallen handhavend op te treden tegen de fondsmanager door het opleggen van een last onder dwangsom (art. 1:79 Wft) dan wel een bestuurlijke boete (art. 1:80 Wft).¹⁸

Voor wat betreft winstuitkeringen (art. 4:37v lid 1 onder a Wft) is bij de buitengrenzen aangesloten bij de betreffende bepalingen van de Tweede Richtlijn (77/91 EG), die in Nederland zijn geïmplementeerd in artikel 2:105 Burgerlijk Wetboek (BW) voor de NV en in navolging daarop zijn opgenomen in het huidige artikel 2:216 BW voor de BV.¹⁹ Voor kapitaalverminderingen – door intrekking van aandelen (art. 2:99/208 BW) of door vermindering van de nominale waarde van aandelen (art. 2:100/209 BW) – geldt dat deze niet zijn toegestaan, behalve wanneer de vermindering tot doel heeft om verliezen aan te vullen of wanneer het kapitaal wordt opgenomen in een niet-uitkeerbare reserve (art. 4:37v lid 1 onder b Wft). Een volledige bespreking van de bepalingen inzake de verkrijging van eigen aandelen (art. 4:37v lid 1 onder d en lid 2 Wft) gaat het beperkte bestek van deze bijdrage te buiten.

Enkele kanttekeningen

Het is positief dat het Wetsvoorstel op het punt van de *asset stripping*-regel al een uitgewerkte regeling, inclusief de bijbehorende toelichting, bevat. De beschikbaarheid van de volledige regeling bij aanvang van de parlementaire behandeling zal de kwaliteit van de beraadslagingen over het Wetsvoorstel zeer waarschijnlijk ten goede komen. Ook voor de uitvoeringspraktijk biedt deze opzet de mogelijkheid om de behandeling van de *asset stripping*-regeling nauwgezet te blijven volgen gedurende het wetgevingsproces. Tot slot biedt deze timing de kans om in de loop van de parlementaire behandeling nog een aantal zaken in verband met de voorgestelde bepalingen van artikel 4:37v en 4:37z Wft te verduidelijken of nader toe te lichten. De onderstaande kanttekeningen zijn dan ook bedoeld als suggestie voor mogelijke onderwerpen waaraan in dit verband aandacht besteed zou kunnen worden.

Een eerste vraag is hoe de voorgestelde regeling zich verhoudt tot *private equity*-acquisitiestructuren. Op het eerste gezicht lijkt de regeling in het Wetsvoorstel uit te gaan van de situatie dat de beleggingsinstelling (het *private equity*-fonds) rechtstreeks aandelen houdt in de BV, terwijl een fonds in de praktijk vaak zal deelnemen via een tussenholding of via een uitgebreidere acquisitiestructuur. Het Wetsvoorstel bevat wel aanknopingspunten om aan te nemen dat ook handelingen op het niveau van de BV die indirect door het fonds via de tussengelegen vennootschappen of entiteiten worden bewerkstelligd, binnen de reikwijdte van de *asset stripping*-regeling vallen. Zo zijn de termen 'bevorderen, steunen en opdragen' open gedragsnormen die zich niet tot één juridische laag beperken en verwijst de definitie van 'controle' (art. 4:37q Wft) naar het 'rechtstreeks of middellijk' kunnen uitoefenen van stemrechten in de algemene vergadering. Deze 'middellijke' nuance is

echter niet terug te vinden in de bepaling over het uitoefenen van stemrecht over uitkeringen (art. 4:37v lid 3 Wft): hier gaat het om het kunnen uitoefenen van stemrechten 'namens de beleggingsinstelling'. Bij deze bepaling is overigens ook niet duidelijk of de algemene vergadering van aandeelhouders moet worden gezien als 'bestuursorgaan' in de zin van dit artikel; de toelichting bij het Wetsvoorstel lijkt hier wel van uit te gaan.²⁰ Het verdient dus de aanbeveling om de doorwerking van de gebods- en verbodsbepalingen van de *asset stripping*-regeling in acquisitiestructuren te verduidelijken.

Hetzelfde geldt voor de situatie waarin een *private equity*-fonds een minderheidsbelang in een BV neemt en daarbij met andere partijen samenwerkt. Zoals hierboven bij onderdelen (b1) en (b2) aangegeven, is de *asset stripping*-bepaling bij een gezamenlijke deelneming alleen van toepassing als het fonds gezamenlijke controle in de zin van artikel 4:37q Wft verkrijgt op grond van een overeenkomst met één of meer andere fondsen, dan wel als de fondsbeheerder op grond van een dergelijke overeenkomst samenwerkt met één of meer andere fondsbeheerders, waarmee de door hen beheerde fondsen gezamenlijke controle verkrijgen. Ook hier is niet duidelijk hoe de regeling zich verhoudt tot acquisitiestructuren waarin gebruik wordt gemaakt van entiteiten die zelf geen beleggingsinstellingen zijn of de situatie waarin door een fonds een minderheidsbelang wordt genomen in samenwerking met het zittend management. Meer in het algemeen kan worden geconstateerd dat de voorgestelde bepaling van artikel 4:37r Wft in combinatie met de definities van artikel 4:37q Wft in de praktijk mogelijk tot onduidelijkheden gaat leiden bij de afbakening van de reikwijdte. Feitelijk wordt hiermee de bestaande problematiek over de bepaling of binnen beursvennootschappen al dan niet sprake is van overwegende zeggenschap in de zin van artikel 5:70 jo. artikel 1:1 Wft, in het bijzonder de onduidelijkheid over *acting in concert*, in soortgelijke vorm geëxporteerd naar niet-beursgenoteerde ondernemingen waarin een *private equity*-partij participeert of wil gaan participeren. De praktijk zal uitwijzen in hoeverre dit tot problemen in de toepassing kan leiden.

Dan iets over de bepaling over uitkeringen. De voorgestelde bepaling in het Wetsvoorstel (art. 4:37v lid 1 onder a Wft) spreekt van 'winstuitkeringen', terwijl artikel 30 AIFM-Richtlijn ongeclausuleerd verwijst naar 'uitkeringen'. Door de term 'winstuitkeringen' te gebruiken is niet duidelijk of de regeling alleen ziet op een jaarlijkse uitkering van de winst zoals die uit de jaarrekening blijkt of dat ook andere soorten uitkeringen onder de bepaling vallen. Te denken valt aan uitkeringen van reserves of uitkeringen in natura.²¹ Tegen de achtergrond van de AIFM-Richtlijn lijkt het antwoord duidelijk, maar het Wetsvoorstel en de bijbehorende toelichting geven hier geen nader uitsluitsel over. Hetzelfde geldt voor het onderscheid

18. Zie ook Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 93 (MvT).

19. Ibid.

20. Ibid.

21. Voor een overzicht zie B. Bier, *Uitkeringen aan aandeelhouders* (diss. Rotterdam), Serie Instituut voor Ondernemingsrecht nr. 42, Deventer: Kluwer 2003.

tussen (winst)uitkeringen in de vorm van een jaarlijks dividend enerzijds en tussentijdse uitkeringen in de vorm van interim-dividend anderzijds. Een nadere toelichting bij het Wetsvoorstel lijkt op dit punt gewenst.

Tot slot nog een opmerking over de samenloop tussen de *asset stripping*-regeling enerzijds en de herziene bepaling van artikel 2:216 BW over uitkeringen bij BV's zoals voorgesteld in het kader van het wetsvoorstel tot vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht (Kamerstuk 31 058) anderzijds. Zoals bekend zal de uitkeringsregeling voor de 'flex-BV' worden gewijzigd, waarbij het huidige op de NV geënte regime wordt vervangen door een uitkeringstest om te bepalen of de vennootschap na de uitkering kan voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden. Het bestuur van de BV dient te bepalen of in de gegeven omstandigheden aan dit criterium is voldaan en dient haar wettelijk vereiste goedkeuring van het uitkeringsbesluit te weigeren indien dit niet het geval is (voorgesteld art. 2:216 lid 2 BW). Bij een BV die door één of meer fondsen wordt gecontroleerd, ontstaat aldus de merkwaardige situatie dat de drempel voor uitkeringen zoals voorgeschreven in het huidige artikel 2:216 BW komt te vervallen, terwijl diezelfde drempel – de ondergrens voor uitkeringen zoals bepaald in de Tweede Richtlijn – via de achterdeur van artikel 4:37v lid 1 onder a Wft bij deze BV alsnog wél van toepassing is. In de toelichting bij het Wetsvoorstel wordt deze samenloop onderkend, waarbij wordt overwogen:

'De beheerder [de fondsmanager; FGKO] van de beleggingsinstelling [het fonds; FGKO] die aandeelhouder van de niet-beursgenoteerde bv [de B.V.; FGKO] is, zal dan moeten nagaan of de uitkering aan de uitkeringstest voldoet en ook voldoet aan de grenzen die op grond van de [Tweede; FGKO] richtlijn gelden voor de uitkering. Is dat niet het geval, dan mag de beheerder de uitkering niet bevorderen.'²²

Bovenstaande toelichting geeft weliswaar enige richting over hoe met deze samenloop moet worden omgegaan, maar daarmee is nog niet alle onduidelijkheid weggenomen. De norm van artikel 2:216 lid 2 BW richt zich tot het bestuur van de BV, terwijl de norm van artikel 4:37v Wft zich richt tot het fonds in zijn hoedanigheid van (indirect) aandeelhouder van de BV. Op grond van artikel 4:37v lid 4 Wft rust op het fonds een inspanningsverplichting om niet-toegestane uitkeringen te verhinderen. Daarnaast mag het een dergelijke uitkering niet bevorderen, opdragen of steunen (art. 4:37v lid 1 Wft) en mag het zijn stemrechten niet daartoe aanwenden (art. 4:37v lid 3 Wft). Feitelijk gezien zal de uitkeringsnorm voor het fonds op grond van artikel 4:37v Wft mede moeten worden opgelegd aan het bestuur van de BV en zal het bestuur de norm van artikel 4:37v Wft dienen te verdisconteren in de uit te voeren uitkeringstest. Juridisch gezien levert dit een wat gewrongen situatie op. Ook uit een oogpunt van handhaving is de situatie

niet helder. Levert een uitkering in strijd met artikel 4:37v Wft alleen administratiefrechtelijke sancties op voor het fonds of kleurt deze inbreuk mede de wijze waarop het bestuur de in artikel 2:216 lid 2 BW opgedragen taak heeft vervuld? Hoe dan ook lijkt het wenselijk om het uitkeringsregime voor de situatie van een door *private equity* gecontroleerde flex-BV wat nader uit te diepen.

Afronding

Het mag duidelijk zijn dat de implementatie van de AIFM-Richtlijn in het algemeen en de implementatie van de *asset stripping*-regeling in het bijzonder de Nederlandse wetgever voor flinke uitdagingen stelt. Ook de uitvoeringspraktijk zal het nodige gaan merken van de AIFM-Richtlijn. Een groot deel van de gevolgen ligt op het terrein van het financieel toezichtrecht, maar zoals de bovenstaande beschouwing over de *asset stripping*-regeling laat zien, heeft de AIFM-Richtlijn ook een niet onbelangrijke *spillover* naar de ondernemingsrechtelijke praktijk op het gebied van *private equity*. De praktijk zal hieraan moeten wennen en het zal mogelijk even duren voordat de markt hierop volledig is ingespeeld.

Of de regeling over *asset stripping* in het Wetsvoorstel in de praktijk tot grote veranderingen gaat leiden, valt nog te bezien. In ieder geval gaat op grond van het Wetsvoorstel ten opzichte van de huidige regels een aanvullende beperking gelden voor kapitaalverminderingen (art. 4:37v lid 1 onder b Wft) die van invloed kan zijn op de wijze van structureren.²³ Ook zal moeten worden bezien hoe de regelingen omtrent uitkeringen (art. 4:37v lid 1 onder a Wft) en de verkrijging van eigen aandelen door de vennootschap (art. 4:37v lid 1 onder d Wft) praktisch gezien gaan uitwerken. Toch lijkt de algemene verwachting te zijn dat de daadwerkelijke impact van de *asset stripping*-regeling op de *private equity*-praktijk nog wel eens mee zou kunnen vallen. Hierbij moet ook worden bedacht dat de veel herstructureringen en/of herfinancieringen die zich op het niveau van de BV kunnen voordoen en waarmee geldstromen richting de aandeelhouders zijn gemoeid in de praktijk op een later moment dan binnen twee jaar na aankoop zullen plaatsvinden.²⁴

Dit alles neemt niet weg dat de bepalingen over *asset stripping* in de AIFM-Richtlijn en het Wetsvoorstel zeker de aandacht verdienen van de *private equity*-praktijk. Zoals hierboven uiteengezet, kunnen zich in dit kader van de toepassing van deze regeling de nodige vragen voordoen waarop de praktijk bij de vormgeving en structureren van *private equity*-transacties zal moeten anticiperen. Ook wordt het interessant om te zien hoe de marktpraktijk zich zal gaan ontwikkelen gedurende het leerproces om met de AIFM-Richtlijn om te gaan. Voor een jurist werkzaam in de *private equity*-praktijk is het dus raadzaam om al deze ontwikkelingen op de voet te blijven volgen.

22. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 93 (MvT).

23. In dezelfde zin Sip 2011, p. 83-84.

24. Kerkvliet 2011, p. 58-59.