

Mr. dr. E.M. Vermeulen¹

Financiële assistentie bij de overnames van beurs-NV's Een eerste oplossingsrichting

81

Bij de financiering van aandelen in het kapitaal van een BV wordt vaak gebruik gemaakt van de zogenoemde doorleestructuur. De BV trekt een lening aan van de bank en vestigt tevens zekerheden ten gunste van de bank. De geleende gelden worden ter hoogte van de vrije reserves doorgeleend aan de koper ter financiering van de koopsom. Aldus verstrekt de bank indirect een acquisitiefinanciering die door zekerheden van de doelwit-BV is gedekt. Bij een overname van een beurs-NV is dit nauwelijks mogelijk, omdat voor de doorlening goedkeuring van minimaal 95% van de aandeelhouders is vereist, welke goedkeuring in de regel niet verkregen zal worden. In dit artikel wordt een structuur gepresenteerd waardoor de over te nemen beurs-NV indirect toch zekerheid kan verstrekken voor de financiering van de beursovername. Deze structuur komt in hoofdlijnen op het volgende neer. Direct na de overname neemt de aandeelhoudersvergadering van de beurs-NV een besluit tot uitkering van dividend, dat evenwel slechts wordt uitbetaald onder opschortende voorwaarde (van onder andere kortgezegd insolventie van de beurs-NV of tijdsverloop). Als gevolg daarvan krijgt de koper (de bidder) een vordering onder opschortende voorwaarde op de beurs-NV. De beurs-NV verschafft zekerheden voor deze vordering. De koper verpandt vervolgens de door zekerheden gedekte dividendvordering onder opschortende voorwaarde aan de bank die de acquisitiefinanciering heeft verstrekt. Aldus kan die bank indirect profiteren van door de beurs-NV verschafte zekerheden. Een gevolg daarvan is dat de financiering aanzienlijk goedkoper kan worden en dat anders niet te financieren overnames toch financierbaar worden. De overgenomen beurs-NV kan belang hebben bij het verschaffen van zekerheden voor de voorwaardelijke dividendvordering; het kan financieel-economisch beschouwd aantrekkelijker zijn om zekerheid te verschaffen voor een voorwaardelijke dividendvordering, dan om onvoorwaardelijk dividend uit te moeten betalen (wat toch ook zal moeten worden gefinancierd met een lening die naar verwachting eveneens door zekerheden zal moeten worden gedekt).

1. Inleiding

Een openbaar bod op een beursgenoteerde vennootschap zal in de regel ten dele met eigen en ten dele met vreemd vermogen worden gefinancierd. Het vreemd vermogen kan in de vorm van een lening door een syndicaat van banken ter beschikking worden gesteld. Uiteraard krijgt het syndicaat graag zoveel mogelijk zekerheid voor de terugbetaling van de door

haar verstrekte lening. Daarbij gaat de voorkeur uit naar zekerheden van de over te nemen vennootschap, omdat die vaak over waardevolle activa beschikt. Helaas laat het verbod op het verlenen van financiële assistentie (art. 2:98c BW), ook na de recente wijziging daarvan, het verstrekken van dit soort zekerheden bij publieke overnames nauwelijks toe.

In dit artikel zal een financieringsstructuur worden besproken waarmee het mogelijk is om een publieke overname te financieren, waarbij wel gebruik kan worden gemaakt van door de doelwitvennootschap verschafte zekerheden. Een dergelijke structuur is voor de financieringspraktijk van groot belang. Ten eerste, omdat deze structuur de financiering van publieke overnames mogelijk maakt, die anders niet financierbaar waren. Ten tweede omdat hierdoor wél financierbare publieke overnames aanzienlijk goedkoper worden, hetgeen uit het volgende voorbeeld blijkt.

Bij een publieke overname waarvoor bijvoorbeeld € 1 miljard wordt geleend, krijgen de banken in de regel pas na minimaal zes maanden door herstructurering van de transactie enige greep op de activa van de doelwitvennootschap. Bij de hier gepresenteerde alternatieve structuur zou dat kort na de overname al het geval kunnen zijn. Bijgevolg financieren de banken derhalve gedurende een periode van minimaal zes maanden al gedekt in plaats van ongedekt. Indien de dekking voor de financiering tot gevolg heeft dat de rentemarge 1% lager kan zijn, dan kan dit grofweg gewaardeerd worden op een vermindering van de financieringskosten met € 5 miljoen (1% van € 1 miljard maal 6/12).

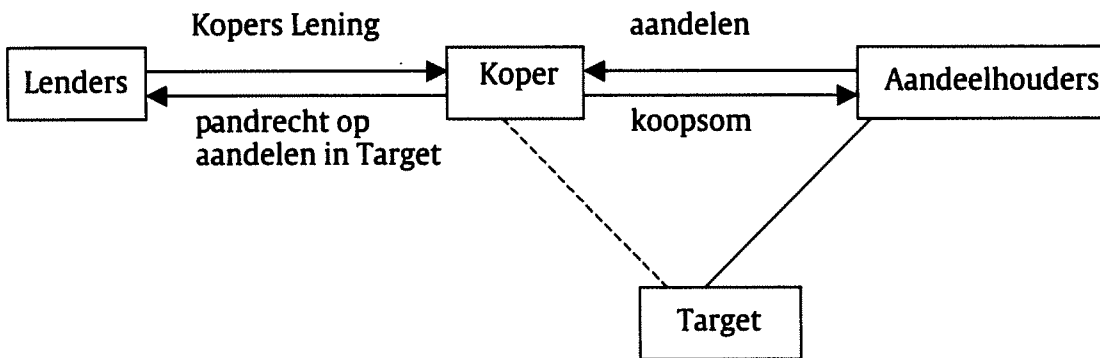
De opbouw van dit artikel is als volgt. In paragraaf 2 zal eerst de algemene structuur van een financiering van een beursgenoteerde vennootschap worden weergegeven. Vervolgens wordt in paragraaf 3, een nieuwe, alternatieve structuur in hoofdlijnen gepresenteerd. Paragraaf 4 behandelt dan enige deelonderwerpen in detail en paragraaf 5 sluit af met een samenvatting en conclusie.

2. Standaardstructuur, doorleestructuur en *debt push down*

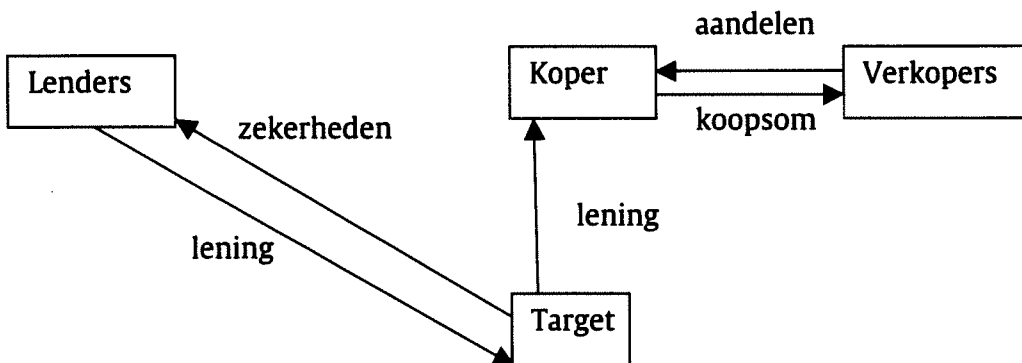
2.1. Standaardstructuur

De standaardstructuur voor de overname van een beursgenoteerde vennootschap is weergegeven in figuur 1. Een speciaal voor de overname opgerichte besloten vennootschap ('Koper') doet een openbaar bod op de aandelen in een doelwit-

1. Mr. dr. E.M. Vermeulen is advocaat in Rotterdam.



Figuur 1: De financiering van een openbaar bod



Figuur 2: De doorleenstructuur bij een besloten vennootschap

vennootschap ('Target'). Koper trekt ter gedeeltelijke financiering van de koopprijs een lening van een bankensyndicaat aan ('Lenders'). Aangenomen wordt dat, zoals gebruikelijk, niet alle bestaande aandeelhouders het bod accepteren en dat zeg 80% van de aandelen aan Koper wordt overgedragen. Na de overname en de overdracht van de aangeboden aandelen zullen Lenders een pandrecht op die aandelen krijgen.

2.2. Geen doorleenstructuur

Het pandrecht op de aandelen biedt Lenders een aanzienlijk minder goede zekerheid dan bijvoorbeeld een pandrecht op de activa van Target. Zou Target een besloten vennootschap zijn (wat een beursgenoteerde vennootschap per definitie niet kan zijn), dan zouden Lenders daar greep op kunnen krijgen door toepassing van de zogenoemde doorleenstructuur, zie figuur 2. Bij de doorleenstructuur financieren Lenders Koper niet direct, maar verstrekken zij een lening aan Target, die de opbrengst daarvan doorleent aan Koper. Anders dan een directe lening aan Koper, mag de lening van Lenders aan Target wel door zekerheden worden gedekt (HR 7 mei 2004, JOR 2004/161 (*Muller/Rabobank*)). Target mag doorlenen aan Koper tot ten hoogste het bedrag van haar vrij uitkeerbare reserves (art. 2:207c lid 2 BW).²

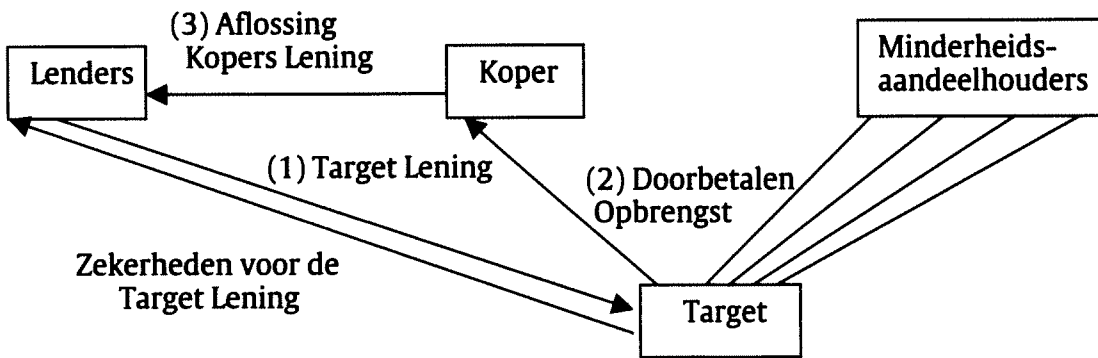
Hoewel de op 11 juni 2008 in werking getreden wijziging van art. 2:98c BW (verbod van financiële assistentie voor de naamloze vennootschap) de doorleenstructuur bij een naamloze vennootschap in beginsel toelaat, zijn de mogelijkheden

daartoe bij een publieke overname beperkt. Dit zal hierna worden toegelicht.

Vóór 11 juni 2008 verbood art. 2:98c BW de naamloze vennootschap kort gezegd alle vormen van financiële assistentie bij de verwerving van aandelen in haar kapitaal (tenzij de aandelen werden verworven door werknemers van de vennootschap of een groepsmaatschappij of de assistentie werd verstrekt door een bank in haar gewone bedrijfsuitoefening). Ook leningen door de naamloze vennootschap aan de koper van haar aandelen waren derhalve niet toegestaan en de doorleenstructuur kon niet worden toegepast.

Op 11 juni 2008 is art. 2:98c BW gewijzigd. Als gevolg daarvan mag een naamloze vennootschap wél een lening te verstrekken met het oog op de financiering van aandelen in haar eigen kapitaal, mits aan een aantal voorwaarden is voldaan. Eén van die voorwaarden is dat het bestuursbesluit tot het verstrekken van de lening is onderworpen aan de voorafgaande goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders. Is de over te nemen vennootschap beursgenoteerd, dan moet het besluit bovendien worden genomen met ten minste 95% van de uitgebrachte stemmen. Aangezien de aandeelhouders die het bod niet hebben geaccepteerd, meestal niet achter de overname staan, zullen zij naar verwachting tegen het goedkeuringsbesluit stemmen. Als gevolg hiervan is niet waarschijnlijk dat de doorleenstructuur bij de financiering van een publieke overname snel zal worden toegepast. Door de

2. Zie voor een uitgebreidere beschrijving van deze structuur, E.M. Vermeulen, *Financiering van Overnames, Deel II*, p. 89 e.v., Uitgeverij Paris.



Figuur 3: De debt push down

wetswijziging zijn de financieringsmogelijkheden voor een publieke overname derhalve niet wezenlijk verruimd.

2.3. Debt push down

Aangezien de doorleenstructuur niet tot de mogelijkheden behoort, moet het syndicaat op zoek naar andere manieren om greep te krijgen op de activa van Target. Dat kan door middel van de zogenoemde *debt push down*, die plaatsvindt, nadat Koper eerst met een lening van het syndicaat is gefinancierd op de manier zoals beschreven in de standaardstructuur en figuur 1. Vervolgens vindt de eigenlijke *debt push down* plaats. De structuur daarvan is weergegeven in figuur 3, waarnaar de hiernavolgende nummers ook verwijzen. Bij een *debt push down* wordt enige tijd na de publieke overname:

1. door Lenders een lening verstrekt aan Target (de 'Target Lening');
2. die de opbrengst daarvan doet toekomen aan Koper;
3. die daarmee de Kopers Lening aflost. Target geeft aan Lenders zekerheden voor de Target Lening.

De *debt push down* heeft haar naam te danken aan het feit dat de schuld in de groep (van Koper en Target) 'naar beneden wordt geduwd'. Voor Lenders is dit aantrekkelijk. De Kopers Lening is immers alleen door een pandrecht op de aandelen in Target gedekt. Echter, Koper kan in de regel juist niet aan haar betalingsverplichtingen onder de Kopers Lening voldoen, indien de financiële positie van Target slecht is. De betalingsverplichtingen van Koper zullen immers ten dele met de opbrengst van de dividenden van Target worden gefinancierd. Juist in dat geval zal helaas ook het pandrecht op de aandelen weinig waard zijn. Bovendien hebben Lenders met een pandrecht op de aandelen in het kapitaal van Target in zekere zin 'een structureel achtergestelde positie': pas nadat de schuldeisers van Target zijn voldaan, zullen er financiële middelen naar de houders van de aandelen, of de pandhouders van die aandelen vloeien. De effectieve 'rang' van Lenders is derhalve aanzienlijk lager dan die van de schuldeisers van Target. Na de *debt push down* hebben Lenders een zekerheidsrecht op de activa van Target en derhalve een hogere rang dan de (gewone) schuldeisers van Target.

De *debt push down* zou kort na de overname kunnen plaatsvinden, indien Target de opbrengst van de Target Lening in de vorm van dividend aan haar aandeelhouders zou uitkeren teneinde daarmee de Koper van de middelen te voorzien om de Kopers Lening af te lossen. Een nadeel daarvan is ech-

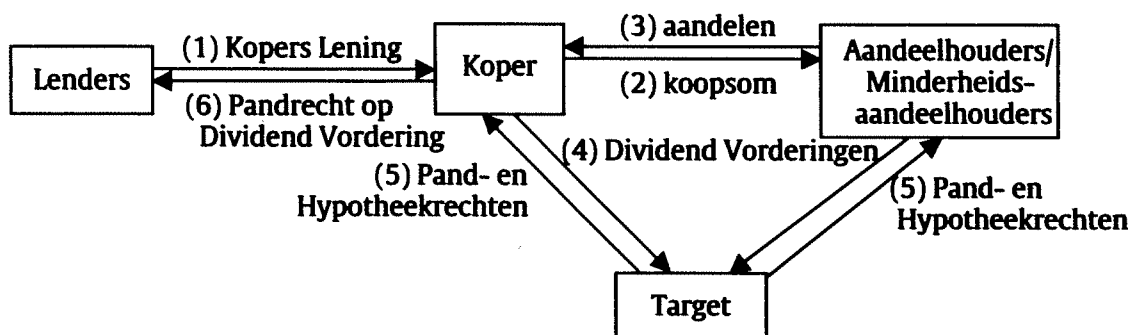
ter het zogenoemde 'dividendlek'. Aangezien niet alle aandeelhouders het bod hebben geaccepteerd, zal er een groep van minderheidsaandeelhouders zijn, die bijvoorbeeld nog 20% van de aandelen houdt. Keert Target dividend uit, dan zal 20% daarvan in handen van de minderheidsaandeelhouders komen en niet ter aflossing van de Kopers Lening kunnen worden aangewend. Dit wordt in de praktijk als nadelig ervaren. Om die reden vindt een *debt push down* met uitkering van dividend meestal pas enige tijd na de overname plaats. Tot die tijd zal Koper zijn relatief dure financiering moeten handhaven.

3. Een alternatieve structuur

Uiteindelijk wordt op enig moment na de publieke overname, wel op een of andere manier (via een *debt push down*, juridische fusie of anderszins) de positie van Lenders versterkt. In de regel zal dat – zeker als een *squeeze out* (uitkoop van minderheidsaandeelhouders) nodig is – pas tussen de zes maanden en twee jaar na de overname gebeuren. Voor Lenders is het echter gezien de reductie van hun risico aantrekkelijk om de *debt push down* zo snel mogelijk te laten plaatsvinden. Ook voor Koper en Target heeft dit de voorkeur omdat de rente op de Target Lening, gezien het lagere risico, lager zal zijn dan de rente op de Kopers Lening.

Hierna wordt daarom een nieuwe, alternatieve structuur gepresenteerd waardoor het Target mogelijk wordt gemaakt om reeds kort na de publieke overname financiële assistentie aan Koper te verlenen. De structuur bestaat uit twee fasen. De eerste fase is gelijk aan die van de standaardstructuur: Lenders verstrekken een lening aan Koper (de 'Kopers Lening'), waarmee de koopprijs voor de aandelen (gedeeltelijk) wordt gefinancierd (zie figuur 1 hiervoor).

De tweede fase, die juridisch beschouwd direct na de overname mag plaatsvinden, bestaat uit een besluit om dividend uit te keren, maar om dit slechts uit te betalen nadat één of meer opschortende voorwaarden (*conditions precedent*, 'CP's') zijn vervuld. Als gevolg hiervan krijgen de aandeelhouders derhalve vorderingen onder opschortende voorwaarden op Target. Als CP's gelden onder andere een aanzienlijke vermindering van de kredietwaardigheid van Target (zoals bijvoorbeeld een surséance van betaling of een faillissementsaanvraag), alsmede het niet nakomen door Koper van zijn verplichtingen onder de Kopers Lening. De CP's zijn alternatieve



Figuur 4: De alternatieve structuur

CP's: vervulling van één van de CP's is voldoende om de vordering tot uitbetaling van het dividend onvoorwaardelijk te maken. Er is derhalve geen sprake van cumulatieve CP's, waarbij alle CP's moeten zijn vervuld wil de rechtshandeling onvoorwaardelijk worden. Als 'catch all' CP kan tevens de voorwaarde worden opgenomen dat, zeg, vijf jaar verstreken is na de datum van het aandeelhoudersbesluit, zodat in ieder geval zeker is dat het dividend ooit wordt uitgekeerd.

Een gevolg van dit besluit is derhalve dat zowel Koper als de resterende minderheidsaandeelhouders een voorwaardelijke vordering op Target hebben (de 'Dividend Vorderingen'). Tot zekerheid van de betaling van de Dividend Vordering van Koper, vestigt Target pand- en hypotheekrechten ten gunste van Koper. Koper kan vervolgens haar Dividend Vordering openbaar aan Lenders verpanden tot zekerheid van de terugbetaling van de Kopers Lening. Aldus kunnen Lenders indirect profiteren van de door Target verstrekte zekerheden.

Samenvattend is de structuur weergegeven in Figuur 4. De hiernavolgende nummers verwijzen naar de nummering in de figuur.

- (1) Lenders verschaffen de Kopers Lening aan Koper.
- (2) Koper betaalt de koopsom voor de aandelen aan de aandeelhouders.
- (3) Een gedeelte van de aandelen wordt aan Koper overgedragen.
- (4) De aandeelhouders nemen een besluit tot uitkering van dividend, alsmede tot uitbetaling daarvan onder de opschortende voorwaarde van de vervulling van één of meer van de CP's met betrekking tot Target. Hierdoor ontstaan de voorwaardelijke Dividend Vorderingen.
- (5) Target verschaft zekerheden voor de Dividend Vorderingen (desgewenst ook aan de minderheidsaandeelhouders).
- (6) Koper verpand haar Dividend Vordering aan Lenders.

Indien Koper haar verplichtingen onder de Kopers Lening niet zou nakomen, is sprake van de vervulling van een CP onder haar Dividend Vordering. De Dividend Vordering wordt dan onvoorwaardelijk en Koper krijgt derhalve een onmiddellijk opeisbare, onvoorwaardelijke vordering tot uitkering van het dividend op Target. Deze vordering is door zekerheden van Target gedekt. Lenders die een pandrecht hebben op de Dividend Vordering kunnen deze innen en indien Target niet zou betalen, de door Target gegeven zekerheden uitwinnen. Dat Lenders via het pandrecht op de Dividend Vordering van de

door Target gegeven zekerheden kunnen profiteren, volgt onder andere uit HR 11 maart 2005, JOR 2005/131 (*Rabobank/Stormpolder*) en de noot van Kortmann daarbij.

Aldus strekken de activa van Target indirect tot zekerheid van de Kopers Lening zonder dat sprake is van een verboden lening, of een dividenduitkering met een dividendlek. De dekking door zekerheden op de activa van Target vermindert het kredietrisico van Lenders, waardoor de overname eerder financieerbaar zal zijn en de financiering bovendien minder zal kosten. Een vereiste voor de structuur is dat Target voldoende vrije reserves heeft om de dividenduitkering te doen.

4. Enige onderwerpen in detail beschouwd

De alternatieve structuur is hiervoor in hoofdlijnen weergegeven. In deze paragraaf zullen de volgende deelonderwerpen daaruit in detail worden besproken: de strekking van art. 2:98c BW; het dividendbesluit; het dividendlek; de gelijke behandeling van aandeelhouders en de praktische toepassing van deze structuur.

4.1. De strekking van art. 2:98c BW

Art. 2:98c BW is per 1 september 1981 ingevoerd ten gevolge van de Wet aanpassing tweede EEG-richtlijn. Het artikel strekt ertoe te voorkomen dat door het verlenen van geldelijke steun aan derden tijdens de vennootschap of haar dochtermaatschappijen de verscherpte regeling omtrent het nemen of verkrijgen van aandelen wordt ontgaan, terwijl door die steun het vermogen van de vennootschap toch risico's zou lopen.³ Dit komt op het volgende neer. Krachtens art. 2:98 BW mag een NV slechts onder bepaalde voorwaarden (bijvoorbeeld het hebben van voldoende vrije reserves) aandelen in haar eigen kapitaal verkrijgen. Dit artikel nu zou eenvoudig kunnen worden omzeild, indien de NV wel zonder meer aan een derde een lening zou mogen verschaffen (of anderszins financiële steun zou verlenen), waarmee die derde de aandelen in het kapitaal van die NV zou kunnen kopen. Om die reden verbiedt art. 2:98c BW het een NV om financiële steun te verstrekken bij de verkrijging van haar aandelen door een

3. Zie Asser-Maeijer 2-III, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en Rechtspersoon, Deel III, De naamloze en de besloten vennootschap*, tweede druk, nr. 163, bewerkt door J.M.M. Maeijer, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.

derde en stelt zij aan een lening met dat doel nadere voorwaarden.

Aangezien bij de hier voorgestelde structuur slechts het kapitaal van de NV vermindert voor een bedrag dat niet hoger is dan haar vrij uitkeerbare reserves, en in deze structuur slechts een dividendbesluit wordt genomen dat de aandeelhouders ook zonder meer mochten nemen, is de structuur niet in strijd met de strekking van art. 2:98c BW. Bovendien mag de NV in beginsel het hele dividend direct uitbetalen. In deze structuur wordt overeengekomen dat (i) het dividend slechts hoeft te worden uitbetaald, indien één of meerdere van de opschortende voorwaarden zijn vervuld en (ii) de NV wel zekerheid voor de dividendbetaling moet stellen. Vanuit de positie van de NV gezien, wordt daarmee het 'mindere' gevraagd. In het eerste geval moet de NV immers zelfs het dividend uitbetalen en staan de financiële middelen haar niet meer ter beschikking (of moet een lening worden opgenomen om het dividend te kunnen betalen); in het tweede geval heeft de NV slechts een dividendschuld en moet zij zekerheid verschaffen (bijvoorbeeld door de anders uit te betalen dividendgelden nu te storten op een depot en dat te verpanden aan de aandeelhouders). Aangezien wie het meerdere mag, ook het mindere mag, is niet in te zien waarom de NV deze rechtshandelingen niet zou mogen verrichten.

4.2. Het dividendbesluit

In de regel zal Koper zoveel aandelen hebben verworven dat hij in een aandeelhoudersvergadering de vereiste meerderheid heeft voor het nemen van het dividendbesluit. Hetzelfde geldt voor het (onderdeel van het) besluit om het dividend slechts uit te betalen indien één of meer CP's zijn vervuld. In aanvulling daarop zou Target zekerheden voor de toekomstige Dividend Vordering van Koper kunnen verschaffen. Of de aandeelhouders een dergelijke besluit mogen nemen (namelijk: tot uitkering van dividend en betaalbaarstelling daarvan onder opschortende voorwaarde, waardoor een vordering onder opschortende voorwaarde op Target ontstaat) hangt onder andere van de statuten van Target af. In dit artikel is aangenomen dat in de statuten is bepaald dat de winst ter vrije beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders staat. In dat geval staat naar mijn oordeel niets aan een dergelijk besluit in de weg. Ter zake van de winstbestemming heeft de algemene vergadering van aandeelhouders immers de nodige vrijheid. Zo kan zij bijvoorbeeld vrijelijk besluiten tot (gehele of gedeeltelijke) reservering, of tot (gehele of gedeeltelijke) uitkeringen aan aandeelhouders of anderen. Door de algemene vergadering van aandeelhouders aan wie de winst statutair ter beschikking staat, kan ook een later tijdstip worden bepaald waarop het dividend opeisbaar is.⁴ Naar mijn oordeel hoeft dit latere tijdstip niet een gefixeerde datum te zijn, maar mag genoemd tijdstip ook worden bepaald door het te relateren aan de vervulling van opschortende voorwaarden. Steun voor dit oordeel kan worden ontleend aan HR 23 februari 1955, *BNB* 1955/129. In dit arrest honoreerde de Hoge Raad een dividendbesluit dat nog aan een voorwaarde was verbonden. Hoewel deze beslissing voor een Belgische 'compagnie' was gegeven, is niet in te zien waarom deze niet ook zou gelden voor een naar Nederlands recht opgerichte naamloze vennootschap, aldus A.J. van Soest

in zijn noot onder dit arrest. Naar mijn oordeel geldt dit ook nog steeds voor een tegenwoordige naamloze vennootschap.

Het verstrekken van zekerheden door Target kan ook gerechtvaardigd worden. Het vennootschappelijk belang van Target is immers meer gediend met de situatie dat (A) het hiervoor genoemde dividendbesluit wordt genomen en dat Target zekerheden voor Dividend Vordering moet stellen, dan met de situatie dat (B) een besluit wordt genomen tot uitkering van dividend dat direct moet worden uitbetaald. In dat laatste geval zal Target in de regel immers toch ook een lening bij een bank moeten sluiten (om aan de liquide middelen voor de uitkering van dividend te komen) en ook daarvoor zekerheden moeten geven. Situatie (B) is derhalve meer bezwarend voor Target dan situatie (A). Het is dan ook niet in te zien waarom Target, voor de keuze gesteld, niet aan situatie (A) zou mogen meewerken door zekerheid voor de Dividend Vordering te stellen.

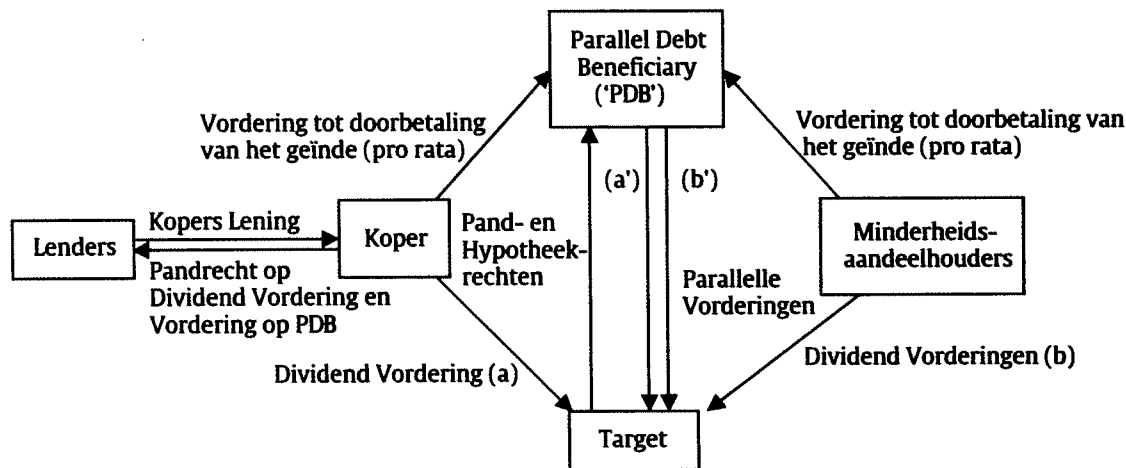
Hoewel het buiten het bestek van dit artikel gaat om te beschrijven hoe deze transactie in de jaarrekening moet worden verwerkt, zij opgemerkt, dat Target in haar jaarrekening in ieder geval tot uitdrukking moet brengen dat haar vrije reserves als gevolg van het dividendbesluit zijn afgenomen, alsmede dat haar vreemd vermogen is toegenomen met het bedrag van de schuld aan de aandeelhouders.

Een variant op de hier gepresenteerde structuur, waarmee het beoogde doel niet wordt bereikt, is die waarbij de aandeelhouders het dividendbesluit zelf onder opschortende voorwaarde nemen. Alsdan hebben de aandeelhouders een relatief toekomstige vordering op Target. Deze kan weliswaar eveneens door zekerheden worden gedekt, maar daarvoor geldt ook dat het dividendbesluit pas onvoorwaardelijk wordt op het moment van het vervullen van de CP's en goed verdedigbaar is dat Target dan op dat (in de toekomst gelegen moment) voldoende vrije reserves moet hebben. In dit verband kan verwezen worden naar het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 29 november 2000, *JOR* 2001/79 (*ING/Mr Draaisma q.q.*), waarin door de rechtbank voor een besloten vennootschap werd geoordeeld dat er op het moment dat de voorwaarde waaronder het dividendbesluit is genomen, wordt vervuld, moet zijn voldaan aan art. 2:216 lid 2 BW (het hebben van voldoende vrij uitkeerbare reserves). Aangezien een belangrijke CP een verslechtering van de financiële toestand van Target is, zal de structuur dan niet de gewenste zekerheid bieden, omdat juist op het moment dat de CP in vervulling gaat er te weinig vrije reserves zullen zijn.

4.3. Het dividendlek

Hiervoor is vermeld dat bij de alternatieve structuur geen dividendlek optreedt. Dat is juist, omdat er in beginsel geen dividend wordt uitgekeerd. Uiteraard zal wel sprake zijn van een dividendlek indien één van de CP's wordt vervuld en er daadwerkelijk dividend wordt uitgekeerd. Echter, dat zal zich

4. Asser-Maeijer 2-III, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en Rechtspersoon, Deel III, De naamloze en de besloten vennootschap*, tweede druk, nr. 449, bewerkt door J.M.M. Maeijer, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000.



Figuur 5: De parallel debt structuur

bij de meerderheid van de financieringen niet voordoen. Lenders moeten er wel rekening mee houden dat indien ook de Dividend Vorderingen van de minderheidsaandeelhouders door zekerheden zijn gedekt, een deel van de opbrengst van de zekerheden (ter grootte van het percentage minderheidsaandeelhouders) niet in handen van Koper komt en daarmee evenmin in handen van Lenders. In de regel zal het dan echter om minder dan 20% gaan. Indien het dividend gelijk is aan de vrij uitkeerbare reserves, betekent dit in zo'n geval dat de Lenders een pandrecht krijgen op een door zekerheden gedekte vordering ter hoogte van minimaal 80% van de vrij uitkeerbare reserves. Door deze belangrijke zekerheid zal de door Koper aan de Lenders te vergoeden rente aanzienlijk kunnen worden gereduceerd.

Overigens neemt door deze transactie – het betaalbaar stellen van dividend onder opschortende voorwaarde en het verschaffen van zekerheid voor de Dividend Vorderingen – de waarde van de aandelen, en dus ook van de door de minderheidsaandeelhouders gehouden aandelen wel toe.

4.4. Gelijke behandeling van aandeelhouders

In het voorgaande is beschreven dat Target zekerheden voor de Dividend Vordering aan Koper verschaft. In beginsel zou gesteld kunnen worden dat Target op grond van de gelijke behandeling van aandeelhouders, soortgelijke zekerheden aan de minderheidsaandeelhouders moet verschaffen. Voor zover de minderheidsaandeelhouders ook zekerheden zouden verlangen, zou de volgende structuur kunnen worden gehanteerd.

Een belangrijk aandachtspunt bij deze structuur is dat de personen van de minderheidsaandeelhouders na de publieke overname kunnen wijzigen doordat de aandelen in Target nog steeds ter beurze worden verhandeld. Daarom is het praktisch om de zekerheden voor de Dividend Vorderingen niet direct ten gunste van Koper en de minderheidsaandeelhouders te vestigen, maar om gebruik te maken van een zogenoemde *parallel debt structuur* die in de financieringspraktijk veelvuldig wordt gebruikt, zie figuur 5.⁵

In dit geval wordt de *parallel debt structuur* geïmplementeerd door allereerst een Parallel Debt Beneficiary in de vorm van bijvoorbeeld een stichting op te richten. Vervolgens komt Target met de Parallel Debt Beneficiary, Koper en de minderheidsaandeelhouders overeen dat de Parallel Debt Beneficiary

bedragen ter grootte van de bedragen van de Dividend Vorderingen en onder dezelfde voorwaarden als de Dividend Vorderingen mag opeisen van Target. Hierdoor krijgt de Parallel Debt Beneficiary eigen zelfstandige vorderingen op Target (de 'Parallele Vorderingen'). In zekere zin worden derhalve de vorderingen op Target 'gedubbeld'. Bovendien wordt overeengekomen dat voor zover Target de Parallele Vorderingen voldoet hij de Dividend Vorderingen niet meer behoeft te voldoen en *vice versa*.

In figuur 5 is dit weergegeven door de oorspronkelijke Dividend Vordering van Koper aan te duiden met '(a)' en de oorspronkelijke Dividend Vorderingen van de Minderheidsaandeelhouders met '(b)', terwijl de Parallele Vorderingen zijn aangeduid met respectievelijk '(a)' en '(b)'.

Target vestigt vervolgens de zekerheden ten gunste van de Parallel Debt Beneficiary tot zekerheid van de Parallele Vorderingen. Bovendien wordt tussen Koper, de minderheidsaandeelhouders en de Parallel Debt Beneficiary overeengekomen dat de Parallel Debt Beneficiary door haar ontvangen bedragen, al dan niet na uitwinning van de zekerheden, naar rato van hun aandelenbelang zal verdelen over Koper en de minderheidsaandeelhouders. In figuur 5 is dit weergegeven door de 'Vorderingen tot doorbetaling van het geïnde (pro rata)' van respectievelijk Koper en de minderheidsaandeelhouders op de Parallel Debt Beneficiary. Aldus kunnen de minderheidsaandeelhouders ook van het gevestigde zekerheidsrecht profiteren en worden zij niet door de alternatieve structuur benadeeld. Wordt gebruik gemaakt van de *parallel debt structuur* dan moet de vordering op de Parallel Debt Beneficiary ook aan Lenders worden verpand.

4.5. Praktische toepassing

In het voorgaande is de structuur in een zeer abstracte vorm gepresenteerd. In de praktijk kan men zich afvragen of een dividenduitkering en -betaling ter hoogte van de vrije reserves steeds is toegestaan. Daar staat echter tegenover dat er ook veel gevallen zijn waar een uitkering ter hoogte van (een gedeelte van) de vrije reserves goed tot de mogelijkheden lijkt te behoren en dit met name niet wordt gedaan omwille van

5. Meer basisinformatie over de *parallel debt structuur* is te vinden in *Financiering van Overnames*, Deel 1, p. 100 e.v.

het dividendlek. In een zodanig geval kan de hier gepresenteerde structuur wel worden gebruikt om in ieder geval de rentelast te verlagen.

Als voorbeeld kan gedacht worden aan de regelmatig voorkomende situatie dat de Koper niet in het gehele concern van Target is geïnteresseerd en dat daarom kort na de overname van Target een concernonderdeel aan een derde wordt verkocht. Alsdan heeft Target in concreto ook voldoende liquide middelen om een dividenduitkering te doen. Dat kan met het oog op het dividendlek nadelig zijn en die middelen worden dan ook wel op een deposito gezet. Toepassing van de hier gepresenteerde structuur door een besluit tot uitkering van dividend ter hoogte van het kasgeld in depot en betaling daarvan op een later moment met als zekerheid een pandrecht op het depot biedt dan een mogelijkheid. De Dividend Vordering kan immers aan Lenders worden verpand, waardoor zij een indirecte zekerheid op de gelden in depot hebben gekregen, hetgeen zich voor Koper kan vertalen in een lagere rente, omdat Lenders minder risico lopen.

5. Samenvatting en conclusie

Financiering van de overname van een beursvennootschap kan zeker in de huidige markt problematisch zijn. Met name

het verbod voor de over te nemen vennootschap om zekerheden te verschaffen voor de acquisitiefinanciering werkt belemmerend. In het voorgaande is daarom een alternatieve financieringsstructuur gepresenteerd. Eén van de voorwaarden voor deze structuur is dat de over te nemen vennootschap voldoende vrije reserves heeft. Is dat het geval, dan kan de algemene vergadering van aandeelhouders (in feite: de koper) na de overname een dividendbesluit nemen en tevens besluiten om het dividend slechts uit te betalen na de vervulling van één of meer opschortende voorwaarden, waaronder de voorwaarde dat de koper in financiële moeilijkheden komt. Een voordeel van deze structuur is dat de koper een voorwaardelijke vordering op de doelwitvennootschap krijgt, welke vordering door zekerheden van de doelwitvennootschap mag worden gedekt. Koper kan vervolgens deze voorwaardelijke vordering aan de financierende banken verpanden tot zekerheid van de acquisitiefinanciering. Aldus kunnen deze banken toch profiteren van door de doelwitvennootschap te verstrekken zekerheden. Een gevolg hiervan is dat overnames die anders niet te financieren waren, mogelijk toch financierbaar worden, alsmede dat wel financierbare overnames goedkoper worden, omdat de acquisitiefinanciering door zekerheden is gedekt.

Actualiteiten

Jaarverslag 2008 van de AFM

82

1. Meer media-aandacht voor presentatie dan voor inhoud van jaarverslag

Zoals gebruikelijk werd in april weer het jaarverslag van de AFM over het voorafgaande kalenderjaar gepresenteerd. De presentatie deed in de media direct de nodige stof opwaaien.¹ Niet vanwege hetgeen in het jaarverslag staat maar vanwege uitlatingen van de voorzitter van de AFM bij de presentatie van het jaarverslag, namelijk dat de AFM voornemens is de regels voor hypotheekverstrekking aan te scherpen en wel zodanig dat maximaal 100% van de woningwaarde gefinancierd mag worden. De aanscherping is volgens de AFM-voorzitter nodig om te voorkomen dat consumenten in de problemen komen vanwege te hoge hypotheeklasten en het risico op te hoge restschulden. De reacties kwamen van diverse kanten. Al de volgende ochtend liet het Ministerie van Financiën weten dat de wijze van invulling door de AFM van de open norm van verantwoorde kredietverlening² niet alleen een aanscherping van het huidige toezichtsbeleid zou betekenen, maar ook dat 'in de regel dit beleid tot stand komt in nauw contact met het Ministerie van Financiën en de sector'. Het voorstel van de AFM zal, aldus het persbericht, door het ministerie bestudeerd worden waarbij gelet zal worden op de maatschappelijke en economische gevolgen 'in het bijzonder

op het voorkomen van ongewenste gevolgen voor de huizenmarkt'. Met andere woorden, de AFM-voorzitter liep te hard van stapel.³ Al dan niet als (relativerende) reactie gaf de AFM op dezelfde dag informatie over de hoofdlijnen van haar voorstel en deelde mee dat in mei 2009 duidelijkheid zal komen hoe de aanscherping vorm zal krijgen binnen de bestaande wettelijke kaders, dat 'alle betrokken partijen, zoals gebruikelijk bij beleidswijzigingen, in een consultatie van deze regels de mogelijkheid krijgen om hierop te reageren' en dat de aanscherping van de regels in nauw overleg met het Ministerie van Financiën en de sector vorm zal krijgen. Inmiddels waren ook Kamervragen gesteld en moties ingediend⁴ en zond de Staatssecretaris van Financiën daags erna aan de Tweede Kamer een brief waarin onder is opgemerkt dat de 'doelstelling en denkriching' van de AFM worden onderschreven maar dat 'uiteraard er ook oog moet zijn voor de effecten op de woningmarkt'.⁵

Afgezien van de vraag of het voornemen van de AFM nu wel of niet ongewenste gevolgen heeft voor de huizenmarkt, kan

1. Zie onder meer het *Financieele Dagblad* en het *NRC Handelsblad* van 21 en 22 april 2009 met 'pakkende' koppen als 'AFM maakt einde aan tophypotheek' en 'AFM slaat onverhoeds toe'.
2. Zie noot 20.
3. Zie ook het *Financieele Dagblad* van 23 april 2009 'Financiën haalt AFM-aanval op tophypotheek volledig onderuit'.
4. *Kamerstukken II 2008/09*, Vragen 2009Z08014 en 2009ZO 0813 en de moties *Kamerstukken II 2008/09*, 29 507, nr. 80 tot en met 84.
5. *Kamerstukken II 2008/09*, 29 507, nr. 85.