

## Concernfinanciering: verboden financiële assistentie bij verkrijging van aandelen

### Inleiding

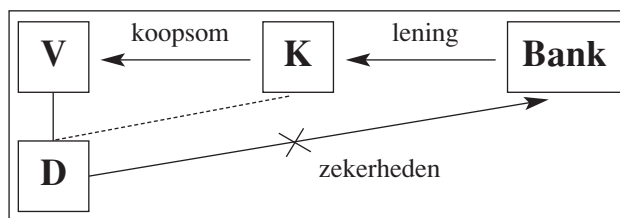
Indien een groep van ondernemingen wordt gefinancierd door middel van vreemd vermogen, dan zullen de vreemd - vermogen - verschaffers voor de terugbetaling van het ter beschikking gestelde vermogen – zakelijke en/of persoonlijke – zekerheden verlangen van de verschillende vennootschappen die onderdeel (gaan) uitmaken van de groep. Hierbij zal moeten worden bepaald welke vennootschappen debiteur zullen worden en welke vennootschappen welke zekerheden zullen geven, waarbij partijen vrij zijn om binnen het kader van de toepasselijke regelgeving de gewenste financieringsstructuur te kiezen. Financiering met eigen vermogen blijft in dit artikel buiten beschouwing.

Bij het bepalen van de financieringsstructuur zal in ieder geval rekening moeten worden gehouden met artikel 2:207c BW, waarin het verbod van financiële assistentie bij verkrijging van aandelen in een besloten vennootschap is neergelegd. Artikel 2:98c BW bepaalt iets soortgelijks voor de naamloze vennootschap, maar blijft in deze bespreking buiten beschouwing. Artikel 2:207c BW zal met name een rol spelen bij een overnamefinanciering. Over de betekenis van en de onduidelijkheden over dit artikel is inmiddels het nodige geschreven. In de praktijk zijn verschillende structuren bedacht die wel zijn toegestaan. Hierna zal een aantal van deze structuren de revue passeren, waarbij zal worden aangegeven welke bezwaren aan de structuren verbonden kunnen zijn. Daaraan voorafgaand zal kort worden weergegeven welke financieringsstructuren niet zijn toegestaan.

### Artikel 2:207c BW

Artikel 2:207c lid 1 BW bepaalt kort gezegd dat een besloten vennootschap geen financiële assistentie mag verlenen met het oog op het verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal. Artikel 2:207c lid 2 BW bepaalt, in afwijking van het eerste lid, dat een besloten vennootschap leningen mag verstrekken met het oog op het verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal, voorzover de statuten dit toestaan en de leningen het bedrag van de uitkeerbare reserves niet te boven gaan.

Dit betekent bijvoorbeeld dat, indien vennootschap K met een lening van de bank van vennootschap V de aandelen in het kapitaal van vennootschap D koopt, laatstgenoemde vennootschap geen zekerheden mag geven voor de terugbetaling van de lening. In een figuur kan dit als volgt worden weergegeven:



Het moge duidelijk zijn dat bij een overnamefinanciering de wens kan ontstaan om de activa van de overgenomen vennootschap(en) te laten dienen tot zekerheid van de financiering, terwijl dit in beginsel echter is verboden.

### Financieringsstructuren

Hierna komt aan de hand van bovenstaande figuur in willekeurige volgorde een vijftal structuren aan de orde waarbij mogelijk toch gebruik kan worden gemaakt van de in de overgenomen vennootschap(en) aanwezige activa. Dit overzicht is niet bedoeld om uitputtend te zijn, maar geeft een kort overzicht van de meest voorkomende alternatieven.

#### *Vennootschap D leent aan vennootschap K*

De eerste mogelijkheid is dat vennootschap D op grond van artikel 2:207c lid 2 BW eenvoudigweg een lening verstrekt aan vennootschap K en vennootschap K de bedragen aanwendt voor de betaling van de koopsom. Deze structuur is mogelijk indien vennootschap D voldoende vrij uitkeerbare reserves heeft en haar statuten dit toelaten.

Aan deze structuur zijn in beginsel geen bezwaren verbonden, maar vennootschap D dient wel over voldoende liquide middelen te beschikken. Is dat niet het geval, dan wordt dit in de praktijk wel opgelost doordat vennootschap D een bedrag van de bank leent, gedekt door zekerheden en dit bedrag vervolgens doorleent aan vennootschap K. De vraag of het doorlenen is toegestaan, is naar mijn mening wederom afhankelijk van de vraag of vennootschap D voldoende vrij uitkeerbare reserves heeft en of haar statuten dit toelaten.

Valt het verstrekken van zekerheden door vennootschap D onder het verbod van artikel 2:207c BW?

Indien de zekerheden worden verstrekt in het kader van een normale bedrijfsfinanciering waarbij een gedeelte van het krediet wordt doorgeleend, wordt in het algemeen aangenomen dat dit niet het geval is. Ook de Rechtbank Breda (Rb. Breda 3 november 1992, NJ 1993, 427, King Air) oordeelde bij een soortgelijke constructie dat een meer algemene bankhypotheek niet valt onder het verbod van artikel 2:207c BW.

Hierbij moet echter worden bedacht dat het zeer wel denkbaar is dat in een concreet geval het verstrekken van zekerheden door vennootschap D wel degelijk geacht wordt onder het verbod van artikel 2:207c BW te vallen. Met name wanneer er sprake is van een samenstel van transacties is het twijfelachtig of het verstrekken van zekerheden wel is toegestaan. In de literatuur (zie bijvoorbeeld Asser-Maeijer 2-III, nr. 164, J.B. Huizink, *Verboden rechtshandelingen bij verkrijging van aandelen*, in: *Tot vermaak van Slagter (Slagter-bundel)*, Deventer 1988, p. 92) wordt verschillend gedacht over de situatie waarbij vennootschap D een lening gedekt door zekerheden afsluit enkel en alleen omdat zij niet beschikt over voldoende liquiditeiten en het bedrag geheel doorleent aan vennootschap K.

Om in het hiervoor genoemde geval aantasting op grond van artikel 2:207c BW te voorkomen wordt wel betoogd dat vennootschap K voor korte duur zonder zekerheden het bedrag van de koopsom zou moeten lenen om daarmee de aandelen in het kapitaal van vennootschap D te kopen. Na verloop van een bepaalde periode worden dan alsnog de gevraagde zekerheden gevestigd. Indien deze periode lang genoeg is, zouden de zekerheden niet meer geacht kunnen worden te zijn verstrekt 'met het oog op'. Overigens wordt in de praktijk ook wel een korte-termijn-financiering zonder zekerheden verschaft, omdat er bij een acquisitie onder tijdsdruk simpelweg geen tijd is om zekerheden te vestigen.

Overigens is het ook twijfelachtig of deze structuur helemaal veilig is. Zo verdedigen sommigen, mijns inziens ten onrechte, een zeer strikte uitleg van artikel 2:207c BW waar bij iedere herfinanciering gekeken moet worden naar de oorspronkelijke leningen en/of schulden. Daarnaast kan men zich afvragen hoeveel tijd er nu moet verstrijken alvorens men tot herfinanciering kan overgaan zonder tegen het verbod van artikel 2:207c BW aan te lopen. Ten slotte moge duidelijk

zijn dat de bank bij deze constructie gedurende een zekere periode risico loopt. Immers, zij heeft dan geen zekerheden.

#### *Vennootschap D keert dividend uit aan vennootschap K*

De tweede mogelijkheid is dat vennootschap D dividend uitkeert aan vennootschap K, waarna vennootschap K de bedragen aanwendt voor de betaling van de koopsom.

Voor deze structuur gelden soortgelijke overwegingen als voor de hiervoor genoemde structuur. Ook deze structuur is slechts mogelijk indien vennootschap D voldoende vrij uitkeerbare reserves heeft, haar statuten dit toelaten en vennootschap D over voldoende liquide middelen beschikt. Teneinde voldoende liquide middelen te krijgen kan vennootschap D weer een lening gedekt door zekerheden afsluiten bij de bank. Bij deze structuur gelden mijns inziens dan dezelfde overwegingen als hiervoor met betrekking tot het verkrijgen van liquide middelen voor het doorlenen.

#### *Vennootschap D keert dividend uit aan vennootschap V*

De derde mogelijkheid is een structuur waarbij vennootschap D, voorafgaand aan de transactie, dividend uitkeert aan vennootschap V met als gevolg dat de koopprijs van de aandelen in het kapitaal van vennootschap D daalt.

Aan deze structuur zijn geen juridische bezwaren verbonden. Een probleem zou kunnen zijn dat vennootschap D niet over voldoende liquide middelen beschikt om dividend uit te keren. Vennootschap D zou dan de betaling van dividend schuldig kunnen blijven. Na de transactie zou een mogelijk door zekerheden gedekte herfinanciering door een bank moeten plaatsvinden, waarbij de schulden van vennootschap D aan vennootschap V worden afgelost.

Voor vennootschap V betekent deze structuur dat zij een (beperkt) risico loopt dat zij haar schuld niet betaald krijgt. Het risico van aantasting van deze structuur op grond van artikel 2:207c BW lijkt beperkt.

#### *Juridische fusie*

De vierde mogelijkheid wordt genoemd door Slagter (W.J. Slagter, *Unfriendly take-over*, of: *tender is the (k)night*, in: *De Maris-bundel*, Deventer 1989, p. 193) en bestaat uit de volgende structuur. Vennootschap K leent voor korte duur zonder zekerheden het bedrag

van de koopsom en koopt daarmee de aandelen in het kapitaal van vennootschap D. Vervolgens gaan vennootschap K en vennootschap D een juridische fusie aan op grond van artikel 2:333 BW (concernfusie), waarbij vennootschap K (of een nieuw op te richten vennootschap) alle activa en passiva van vennootschap D verkrijgt. Na de transactie zou een herfinanciering moeten plaatsvinden waarbij de oorspronkelijke activa van vennootschap D in zekerheid kunnen worden gegeven aan de bank. Mits de juridische fusie en de herfinanciering direct na de overname plaatsvinden, loopt de bank slechts voor een korte periode risico, te weten de periode waarin zij geen zekerheden heeft.

Slagter noemt op dezelfde plaats een tweetal bezwaren van deze structuur. De gespreide aansprakelijkheid van vennootschap K en vennootschap D gaat verloren en daarnaast zouden schuldeisers in verzet kunnen komen tegen de juridische fusie. Afgezien van deze praktische bezwaren betreft het hier naar mijn mening een redelijk veilige structuur. Bovendien heeft deze structuur als voordeel dat niet is vereist dat vennootschap D voldoende vrij uitkeerbare reserves heeft en zij over voldoende liquide middelen beschikt.

### *Internationale verhoudingen*

De vijfde mogelijkheid is gebaseerd op de uitleg van de begrippen 'vennootschap' en 'dochtermaatschappij' in artikel 2:207c BW. Het verbod van financiële assistentie geldt ook voor de vennootschap en haar dochtermaatschappijen. Met de vennootschap wordt bedoeld de vennootschap, opgericht naar Nederlands recht.

Betekent dit dat artikel 2:207c BW niet van toepassing is indien een buitenlandse vennootschap en/of haar dochtermaatschappijen financiële assistentie verlenen bij verkrijging door een koper van aandelen in haar kapitaal? Ik meen dat dit het geval is. De vraag of er sprake is van verboden financiële assistentie wordt in dat geval beoordeeld naar het recht van het land waar de buitenlandse vennootschap is opgericht.

Niet ondenkbaar is dat vennootschap V de aandelen in vennootschap D overdraagt aan een nieuw op te richten holding H in het buitenland, waarna vennootschap K de aandelen in het kapitaal van holding H koopt. De vraag of holding H en haar deelnemende vennootschap D financiële assistentie mogen verlenen, wordt mijns inziens beoordeeld naar het recht van het land

waar holding H is opgericht. In dit verband is van belang om op te merken dat in ieder geval alle lidstaten van de Europese Unie vergelijkbare regelgeving kennen op het gebied van financiële assistentie.

Indien een buitenlandse dochtermaatschappij financiële assistentie verleent bij verkrijging door een Nederlandse vennootschap van aandelen in haar kapitaal, meen ik met Schutte-Veenstra (Schutte-Veenstra, TVVS 1994, p. 241) dat onder dochtermaatschappijen ook de buitenlandse dochtermaatschappijen dienen te worden verstaan. Immers, dochtermaatschappijen zijn op grond van artikel 2:24 BW rechtspersonen, waaronder ook buitenlandse rechtspersonen worden verstaan.

### **Conclusie**

Het moge duidelijk zijn dat er uiteindelijk vele mogelijkheden zijn om ter financiering van een overname gebruik te maken van de in de overgenomen vennootschap(en) aanwezige activa. Naast de hiervoor besproken structuren zijn in de literatuur andere structuren behandeld, welke op deze plaats niet meer aan de orde konden komen. Daarnaast komt men in de praktijk ongetwijfeld vele andere structuren tegen om hetzelfde doel te bereiken.

Is er een bepaalde structuur die de voorkeur verdient boven de andere? Ik zou menen dat de hiervoor besproken derde (D keert dividend uit aan V) en vierde (juridische fusie) mogelijkheid redelijk 'veilig' zijn, in die zin dat het risico van strijd met artikel 2:207c BW beperkt is. Bovendien heeft laatstgenoemde structuur als voordeel dat niet is vereist dat vennootschap D voldoende vrij uitkeerbare reserves heeft.

*Mr. A.J.J. Pors  
NautaDutilh*