



ILLUSTRATIE: RHONALD BLOMMESTIJN

Genuanceerde normen voor bedrijven beter dan absolute regels in nieuwe wetgeving

Poging om uitwassen private equity aan te pakken dreigt onvoldoende recht te doen aan concrete gevallen

Jaap Barneveld

Een oude discussie laait op. PvdA-Kamerlid Henk Nijboer wil de uitwassen van private equity aanpakken. In 2007 deed de kortstondige participatie van een durfinvesteerder in het krantenconcern PCM stof opwaaien. Nu verwijst Nijboer naar Hema, NRC Media en V&D. Private-equityinvesteers zouden bedrijven opzadelen met een onredelijke schuldenlast. Het Kamerlid is daarom voornemens nieuwe wetgeving te introduceren waarin een wettelijke grens wordt gesteld aan de mate waarin aandeelhouders dividenduitkeringen mogen financieren met vreemd vermogen. Voorts wenst hij een wettelijk maximum voor het gebruik van schulden bij de financiering van overnames en een vergroting van de aansprakelijkheid van bestuurders en aandeelhouders. Volgens Nijboer kan Nederland daarbij inspiratie opdoen in Duitsland. De excessen van durfinvesteers vragen echter om een genuanceerde reactie om enerzijds het goede van private equity te bewaren, en anderzijds het slechte te neutraliseren. Op de Duitse regels valt het nodige af te dingen en het bestaande Nederlandse recht dat de financieringsvrijheid van de aandeelhouder beperkt, doet daar zeker niet voor onder.

Nijboer suggereert dat Nederland

inspiratie zou kunnen ontleen aan de regel in Duitsland dat bepaalde dividenduitkeringen aan private-equityaandeelhouders gelimiteerd zijn in de eerste twee jaar na de aankoop van een bedrijf. Maar een dergelijke regel bestaat al in Nederland. Sinds de recente implementatie van de Europese AIFM-richtlijn (die juist ook ziet op private-equityfondsen) is wettelijk bepaald dat bepaalde investeerders de eerste twee jaar na de overname van een bedrijf geen vermogen mogen onttrekken indien dat resulteert in een te klein eigen vermogen. Deze regeling beoogt, net als Nijboer, te voorkomen dat investeerders na een overname de activa van een bedrijf te gelde maken om de opbrengst aan zichzelf uit te keren. De regeling bereikt echter niet het beoogde doel. Zij werpt uitsluitend grenzen op voor formele dividenduitkeringen gebaseerd op de formele cijfers uit de jaarrekening. Zij voorkomt dus niet dat de bezittingen van het bedrijf worden verkocht en staat er evenmin aan in de weg dat aandeelhouders op andere manieren vermogen onttrekken.

Naar aanleiding van het voorstel van Nijboer is er ook op gewezen dat het in

Op grond van de wet moesten levensvatbare Duitse bedrijven toch hun faillissement aanvragen

Duitsland niet mogelijk zou zijn om een bedrijf vol te pompen met schulden, omdat een bedrijf dan direct 'een curator op zijn dak' krijgt. Ik vermoed dat men hier de Duitse regel op het oog heeft dat het bestuur van een bedrijf in beginsel het faillissement moet aanvragen als het eigen vermogen negatief is geworden. De gedachte is dat de onderneming in dat geval niet langer levensvatbaar is en niet op kosten van de schuldeisers mag worden voortgezet. Deze absolute regel is echter allerminst zaligmakend, zo bleek in het bijzonder toen in 2008 de waarde van aandelen en vastgoed sterk daalde. Veel Duitse ondernemingen waren door deze waardedaling van hun actief plotseling balanstechisch insolvent, terwijl zij wel degelijk hun schulden tijdig konden voldoen en ook anderszins hun continuïteit niet in het geding was. Op grond van de wet moesten deze levensvatbare ondernemingen toch hun faillissement aanvragen. De Duitse wetgever paste de wettelijke regeling snel aan: faillissement hoefde (toch) niet te worden aangevraagd als de verwachting bestond dat het eigen vermogen van de onderneming op termijn weer boven peil zou raken.

Deze voorbeelden tonen aan dat absolute regels aantrekkelijk klinken, maar in de praktijk vaak onvoldoende flexibiliteit bieden om recht te doen aan het concrete geval. Deze notie is ook leidend geweest bij de ingrijpende wijziging van het Nederlandse bv-recht

in 2012. Absolute regels, zoals het minimumkapitaal en de op de jaarrekening gebaseerde balanstest bij dividenduitkeringen, hebben plaats gemaakt voor open, genuanceerde, normen die echter zeker niet tandeloos zijn. Bestuurders en aandeelhouders die meewerken aan vermogensonttrekkingen die voorzienbaar resulteren in betalingsproblemen lopen in Nederland een zeer aanzienlijk aansprakelijkheidsrisico. Dit risico is zeker niet kleiner dan in Duitsland.

Natuurlijk zijn de huidige Nederlandse regels niet perfect. Zo zou uitdrukkelijker uit de wet moeten blijken dat bestuurders bij de vraag of zij meewerken aan vermogensonttrekkingen, niet alleen moeten kijken naar het (korte termijn) belang van de schuldeisers, maar soms ook naar het belang van het bedrijf op langere termijn. Voorts kan nog verder worden verduidelijkt hoeveel ruimte het bestuur van een overgenomen bedrijf heeft om in het kader van de overname nieuwe schulden aan te gaan. Maar daarbij blijft essentieel dat ook Nijboer bij de uitvoering van zijn plannen oog heeft voor de reeds bestaande regels en de afwegingen die daaraan ten grondslag hebben gelegen. Genuanceerde normen voor het bedrijfsleven leveren meer op dan oneliners in de wet.

Jaap Barneveld is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek en docent aan de UvA.