

De AIFM-richtlijn: geen verbod op *asset stripping*, maar een bestuursrechtelijke uitkeringsregeling



Mr. J. Barneveld*

1. Inleiding

Het kan trouwe lezers van het WPNR niet zijn ontgaan dat op 1 oktober 2012 de op de Tweede Richtlijn gebaseerde kapitaalbescherming voor de BV is ontmanteld. In het nieuwe art. 2:216 BW is bepaald dat bestuurders voortaan goedkeuring aan een uitkering moeten verlenen, welke zij dienen te onthouden indien zij weten of behoren te voorzien dat de vennootschap daarna niet kan voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden.¹ Nu de knellende kapitaalregels zijn verwijderd, wordt voor de bescherming van de vennootschap en haar crediteuren voortaan teruggevallen op open geformuleerde aansprakelijkheidsnormen. De kapitaalbescherming heeft titel 5 van Boek 2 BW echter nog maar net verlaten, of zij sluipt via de achterdeur van de Wft weer naar binnen. Onder het voorwendsel dat een verbod op *asset stripping* wordt geïntroduceerd, voorziet het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn in de introductie van een uitkeringsregeling in de Wft, die materieel nagenoeg gelijk is aan de gebrekkige regeling die op 1 oktober werd verwijderd. Hierna zal worden betoogd dat de komst van deze bestuursrechtelijke normering van vermogensonttrekkingen geen instemming verdient.

2. *Asset stripping* volgens de AIFM-richtlijn

2.1. De Richtlijn

De *Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen* (hierna: AIFM-richtlijn of Richtlijn) is onderdeel van een omvangrijk pakket van

maatregelen van de Europese Commissie naar aanleiding van de economische crisis.² Met de Richtlijn wordt beoogd de stabiliteit en integriteit van de financiële markten te bevorderen, door de activiteiten van de beheerders van alternatieve beleggingsfondsen te reguleren en transparanter te maken, opdat de opbouw van onevenwichtige risico's in het financiële systeem wordt voorkomen en beleggers

* Promovendus/docent aan de Universiteit van Amsterdam.

1. Zie hierover laatstelijk H. Koster & J.L. van de Streek, 'De nieuwe uitkeringstest voor de besloten vennootschap in civiel en fiscaal perspectief', *WPNR* 2012/6947, p. 718-728 en de daar aangehaalde literatuur.
2. Richtlijn 2011/61/EU van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen nr. 1060/2009 en nr. 1095/2010 (*PbEU* L174).

beter worden beschermd.³ De AIFM-richtlijn bevat daartoe een breed scala aan regels voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.⁴ De Richtlijn heeft, gezien haar naam, een verrassend ruime reikwijdte; zij is van toepassing op nagenoeg alle beleggingsinstellingen die niet in het kader van de ICBE-richtlijn zijn gereguleerd.⁵ Kort gezegd is zij van toepassing op *hedgefunds*, *private equity funds*, vastgoed- en infrastructuurfondsen, grondstoffenfondsen en andere institutionele fondsen.⁶

Een enigszins vreemde eend in de bijt vormt art. 30 van de Richtlijn inzake *asset stripping*, in de Nederlandse versie van de Richtlijn vertaald met 'de verkoop van waardevolle activa'. Aan die bepaling ligt de gedachte ten grondslag dat voorkomen moet worden dat een beleggingsinstelling, bijvoorbeeld een *private equity* fonds, na een overname de waardevolle activa van het overnamedoelwit doet verkopen om vervolgens de opbrengst aan zichzelf ten goede te laten komen.⁷ De regeling is mede ingegeven door het verzoek van het Europees parlement in 2008 om maatregelen te introduceren "*to prevent unreasonable asset stripping in target companies*".⁸ Anders dan haar naam en de toelichting bij het implementatiewetsvoorstel doen vermoeden,⁹ regelt art. 30 van de Richtlijn echter niets omtrent de vrijheid van het doelwit om na de overname over haar activa te beschikken; art. 30 voorziet uitsluitend in een verbod voor de beleggingsinstelling en haar beheerder om het doelwit aan te zetten tot uitkeringen die een bepaalde grens te boven gaan. Het zogenoemde verbod op *asset stripping* reguleert dus niet de actiefzijde, maar de passiefzijde van de balans van het doelwit.

2.2. De voorgestelde regeling in de Wft

Op 22 juli 2013 dient de AIFM-richtlijn in Nederlands recht te zijn omgezet en dat lijkt niet onhaalbaar nu het wetsvoorstel tot implementatie reeds is aangenomen door de Tweede Kamer.¹⁰ De voorgestelde regeling inzake *asset stripping* is rechtsvormneutraal vastgelegd en zowel van toepassing op (beleggingen in) niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen, als op beursgenoteerde uitgevende instellingen. Zij is dus van toepassing op de NV en op de BV, mits deze een bepaalde omvang hebben.¹¹ De regeling voor de niet-beursgenoteerde instelling heeft zijn beslag gekregen in het voorgestelde art. 4:37v Wft,¹² dat (samengevat) zal gaan bepalen dat de beheerder van de beleggingsinstelling zich gedurende 24 maanden na het tijdstip waarop het fonds de controle verkrijgt in een 'grote' BV dient te onthouden van het bevorderen, steunen of opdragen van dividenduitkeringen en de verkrijging van eigen aandelen, indien daardoor het eigen vermogen van de BV, zoals dat blijkt uit de jaarrekening, is gedaald of ingevolge de uitkering zou dalen beneden het bedrag van het geplaatste kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet of de statuten niet mogen worden uitgekeerd. Kapitaalverminde-

ring is in deze periode – behoudens afstempeling – in het geheel niet toegestaan. Indien de beheerder namens het fonds stemrecht heeft in de vergaderingen van bestuursorganen van de BV, mag hij gedurende dezelfde periode ook niet voor besluiten tot genoemde rechtshandelingen stemmen. Tot slot is bepaald dat de beheerder gehouden is zich in te

3. Zie over de (moeizame) totstandkoming van de AIFM-richtlijn en haar politieke dimensies, en tevens over de vraag of de financiële crisis als rechtvaardiging kan dienen voor de daarin vervatte regulering van beleggingsinstellingen: E. Ferran, 'After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU', *European Business Organization Law Review* 2011/12, p. 379-414 en J. Payne, 'Private equity and its regulation in Europe', *European Business Organization Law Review* 2011/4, p. 559-585. Zie over de regels inzake *asset stripping* in het bijzonder: F.G.K. Overkleef, 'De regeling over *asset stripping* in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn', *V&O* 2012/6, p. 107-111 (hierna: Overkleef 2012), B. Bier, 'De waarde van een aandeelhouder', oratie Nyenrode 28 maart 2012, beschikbaar op: <http://www.nyenrode.nl/bio/Pages/Barbara-Bier.aspx> en C.C. Sip, 'Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen. Gevolgen voor de private equity industrie', *TOP* 2011/2, p. 78-84. Ook Lieverse heeft gewezen op de gevolgen van de AIFM-richtlijn voor het vennootschapsrecht tijdens het recente ondernemingsrechtcongres te Groningen op 8 november 2012. Een schriftelijke versie van de voordracht zal zoals gebruikelijk onderdeel uitmaken van de nog te verschijnen congresbundel.
4. Zie voor een overzicht R.K.Th.J. Smits, 'De AIFM-bewaarder; praktische gevolgen voor Nederlandse beleggingsinstellingen', *V&O* 2012/11, p. 200-204.
5. De instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe) is kort gezegd een, met nachtneming van bepaalde diversificatie-eisen, in financiële liquide activa beleggende beleggingsinstelling die zich richt op retailbeleggers en verplicht is om op verzoek van beleggers in te kopen (zie art. 1:1 Wft). Definitie ontleend aan J.C.A. Tonino, 'Vermogensscheiding in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn: nog steeds op zee, land in zicht?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012, p. 352, voetnoot 2.
6. Zie J.H.A. Verweij, 'Ingrijpende Europese regelgeving voor alternatieve beleggingsinstellingen. Het vinden van een balans tussen marktregulering en protectionisme', *V&O* 2010/5, p. 86.
7. Zie recentelijk over *private equity* financiering in Nederland: H.L. Kaemingk, 'Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie?', in: P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers, *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Deventer: Kluwer 2012, p. 477-511.
8. *Report on hedge funds and private equity* (A6-0338/2008), September 2008 (Rasmussen Report) & *Resolution with recommendations to the Commission on hedge funds and private equity* (T6-0425/2008), September 2008.
9. Het departement overweegt in de memorie van toelichting ten onrechte dat "[a]rtikel 30 van de richtlijn [...] specifieke maatregelen [bevat] om de verkoop van waardevolle activa te voorkomen". (*Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 21).
10. *Kamerstukken I* 2011/12, 33 235, nr. A.
11. Er moet sprake zijn van een 'grote' BV of NV, waaronder wordt verstaan een beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde uitgevende instelling, die niet minder dan 250 werkzame personen heeft en een jaaromzet van niet minder dan EUR 50 miljoen of een jaarlijks balanstotaal van niet minder dan EUR 43 miljoen heeft (art. 4:37r lid 3 onder a en 4:37x lid 2 onder a Wft) en die evenmin 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). Zie ook Overkleef 2012.
12. Op www.overheid.nl wordt abusievelijk vermeld dat de regeling inzake *asset stripping* leidt tot aanpassing van het Burgerlijk Wetboek. Alleen de art. 2:359a, 2:398 en 2:401 BW worden aangepast, maar die wijzigingen hebben niets met de regeling inzake *asset stripping* van doen.

spannen om deze rechtshandelingen gedurende de 24 maanden na overname te verhinderen. Een gelijk-luidende regeling is voor de beursgenoteerde uit-gevende instelling opgenomen in art. 4:37z Wft.

2.3. *Het bevorderen, steunen of opdragen van uitkeringen*

De regeling betreffende *asset stripping* richt zich tot de beheerder van de beleggingsinstelling en dus niet tot de portfoliovennootschap waarin zij controle verwerft. De beheerder mag niet (namens de beleggingsinstelling) in haar hoedanigheid van aandeelhouder de genoemde uitkeringen bevorderen, steunen of opdragen, bijvoorbeeld door te stemmen voor een dividendbesluit. In de praktijk nemen *private equity* fondsen zelden een direct belang in de portfoliovennootschap, maar wordt door het fonds een marginaal gekapitaliseerde acquisitievennootschap opgericht die de aandelen in het doelwit verwerft. Het bestuur van de acquisitievennootschap stemt in dat geval in de AV van de portfoliovennootschap over eventuele uitkeringen. Met oog op de ruime formulering van art. 4:37v Wft meen ik dat ook het handelen van een door de beleggingsinstelling opgerichte en gecontroleerde acquisitievennootschap onder de regeling valt.¹³ Haar bestuur zal dus niet mogen stemmen voor uitkeringen die de genoemde grenzen overschrijden. Heeft de beheerder ook zitting in het bestuursorgaan van de portfoliovennootschap, dan mag hij in die hoedanigheid evenmin goedkeuring verlenen aan een dergelijke uitkering.

Het departement heeft opgemerkt dat “de beheerder van de beleggingsinstelling die aandeelhouder van de niet-beursgenoteerde BV is, zal [...] moeten nagaan of de uitkering aan de uitkeringstest voldoet en ook voldoet aan de grenzen die op grond van de richtlijn gelden voor de uitkering”.¹⁴ Deze overweging is mijns inziens ongelukkig: indien de beheerder geen zitting heeft in het bestuursorgaan, hoeft hij er niet actief op toe te zien dat de uitkering voldoet aan de uitkeringstest in lid 2 van art. 2:216 BW. Deze test dient in beginsel alleen door het bestuur van de portfoliovennootschap te worden aangelegd. Het is daarnaast nog maar de vraag of de beheerder daartoe in staat zal zijn, nu hij als (middellijk) aandeelhouder mogelijk geen toegang zal hebben tot de voor deze beoordeling benodigde informatie.

2.4. *Gevolgen van asset stripping in strijd met de voorgestelde regeling*

Uitkeringen in strijd met de voorgestelde regeling leiden niet tot nietige besluitvorming, nu het departement dat “in het belang van de rechtszekerheid” ongewenst acht.¹⁵ Er is gekozen voor een bestuursrechtelijke handhaving: bij schending van de voorschriften kan de AFM een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete opleggen aan de beheerder van het beleggingsfonds. De vraag rijst of handelen in strijd met de regeling ook een grond voor aanspra-

kelijkheid kan opleveren jegens de vennootschap of haar crediteuren. Belandt de doelwitvennootschap na de overname in faillissement of surseance en staat vast dat uitkeringen hebben plaatsgevonden in strijd met het voorgestelde art. 4:37v Wft, dan zouden rechters mogelijk geneigd kunnen zijn aansprakelijkheid van betrokkenen aan te nemen op grond van onrechtmatige daad.¹⁶ Ik zou echter menen, met oog op het relativiteitsvereiste, dat schending van de voorgestelde regeling in de Wft niet tot aansprakelijkheid leidt indien de uitkering niet in strijd was met de toets van het nieuwe art. 2:216 lid 2 BW. Kortom: indien niet redelijkerwijs voorzienbaar was dat de vennootschap na de uitkering in betalingsproblemen zou komen.¹⁷ De AIFM-richtlijn en de daarin vervatte regels inzake *asset stripping* strekken immers niet tot de bescherming van de vennootschap of haar schuldeisers, maar beogen de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen.

3. *Past een regeling inzake asset stripping in de AIFM-richtlijn?*

De vraag dient zich aan of een regeling inzake *asset stripping* eigenlijk wel thuishoort in een richtlijn die ertoe strekt de stabiliteit van de financiële markten te bevorderen. *Asset stripping* brengt zonder meer risico's met zich mee voor de crediteuren, werknemers en eventuele minderheidsaandeelhouders van de portfoliovennootschap, maar heeft in de regel geen effect op de stabiliteit van de financiële markten.¹⁸ De vennootschappen waarin de gereguleerde instellingen beleggen zijn doorgaans niet ‘*too big to fail*’, waardoor hun faillissement ‘slechts’ gevoeld wordt door de direct daarbij betrokken partijen.¹⁹ Dat de Europese wetgever het ongewenst acht dat bedrijven na een overname worden opgezadeld met een onredelijke hoeveelheid schulden is zeer begrijpelijk. Een regeling die dergelijke praktijken beoogt te voorkomen heeft echter weinig te zoeken in de AIFM-richtlijn.

13. Zo meent ook Overkleeft 2012, p. 110.

14. *Kamerstukken II* 33 235, nr. 3, p. 93.

15. *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 7, p. 22.

16. Vergelijk de uitspraak van Rechtbank Utrecht waarin geoordeeld werd dat het handelen in strijd met de bepalingen van de Wft inzake marktmisbruik en openbaarmaking van koersgevoelige informatie, kwalificeerde als onrechtmatig handelen van de betrokken (feitelijke) bestuurders jegens beleggers in Fortis. (Rb. Utrecht 15 februari 2012, *RO* 2012/51 en *JOR* 2012/243 (*Kortekaas/Lippens c.s.*)).

17. Art. 6:163 BW.

18. Het is natuurlijk denkbaar dat *asset stripping* op een dusdanig grote schaal plaatsvindt dat de reële economie hinder ondervindt van de daardoor veroorzaakte faillissementen, en vervolgens de financiële markten daar weer op reageren. Accepteert men dit als een steekhoudend argument voor het opnemen van een regeling inzake *asset stripping* in de AIFM-richtlijn, dan zouden alle handelingen die mogelijk tot het faillissement van een vennootschap kunnen leiden onder het bereik van de Richtlijn komen te vallen.

19. Zie hierover J. Barneveld, ‘De toekomst van kapitaalregels: verhaal verzekerd?’, in: *Piet Sanders. Een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: Boom 2012, p. 55-61.

4. De ongewenste terugkeer van de Tweede Richtlijn in het BV-recht

Daarnaast rijst de vraag waarom gekozen is voor een uitkeringsregeling die geënt is op de Tweede Richtlijn, nu het in Europa inmiddels communis opinio is dat het daarin vervatte systeem niet goed werkt.²⁰ De Tweede Richtlijn, die uitsluitend van toepassing is op vennootschappen van het NV-type, schrijft een aan de jaarrekening gekoppeld systeem van kapitaalbescherming voor, dat sinds de eeuwwisseling in toenemende mate aan kritiek is komen bloot te staan vanuit de wetenschap en de praktijk.²¹ Deze kritiek komt er in de kern op neer dat formele kapitaalregels geen daadwerkelijke bescherming bieden aan de vennootschap en haar crediteuren, terwijl de (financiering)praktijk daarvan wel hinder ondervindt. Niet voor niets heeft een keur aan lidstaten recentelijk de kapitaalbescherming voor haar besloten vennootschap afgeschaft of geflexibiliseerd, en blijft in Europa de roep klinken om de Tweede Richtlijn voor de NV te herzien.²² In haar voorstel voor een Europese BV heeft de Europese Commissie er nota bene zelf blijk van gegeven weinig waarde toe te kennen aan formele kapitaalregels in besloten verhoudingen.²³ Waarom dan toch deze introductie van kapitaalbescherming in de Wft, ook voor de BV?

5. Is de voorgestelde regeling effectief?

Naast de hierboven gemaakte kanttekeningen, kunnen vraagtekens worden geplaatst bij de effectiviteit van de voorgestelde regels. Indien het overname-doelwit een NV betreft, voegt de regeling immers vrij weinig toe aan de in titel 4 van Boek 2 BW vervatte kapitaalbescherming.²⁴ Verwerft een gereguleerde beleggingsinstelling controle in een 'grote' BV, dan stelt het voorgestelde art. 4:37v Wft weliswaar striktere grenzen aan uitkeringen dan het nieuwe art. 2:216 BW, maar daarmee wordt het beoogde doel niet bereikt. Het voorgestelde art. 4:37v Wft werpt uitsluitend grenzen op aan de vrijheid van beleggingsinstellingen om vermogen aan de doelwitvennootschap te onttrekken door formele uitkeringen, oftewel door dividenduitkeringen, inkoop van eigen aandelen of kapitaalvermindering. De regeling bepaalt echter niets omtrent het verlenen van financiële steun door het doelwit aan haar nieuwe eigenaar; een met art. 2:98c (en het geschrapte art. 2:207c) BW vergelijkbaar verbod op financiële steunverlening ontbreekt. Dit betekent dat het de doelwit-BV vrijstaat om na haar overname zekerheden te vestigen op haar activa ten behoeve van (of zich hoofdelijk te verbinden voor) de leningen die de door de beleggingsinstelling opgerichte acquisitievennootschap bij de bank is aangegaan om de koop van de aandelen in het doelwit te financieren. Nu de acquisitievennootschap doorgaans geen andere activa houdt dan de aandelen in het doelwit, impliceert een dergelijke zekerheidsverstrekking economisch gezien een latente uitkering, terwijl het voorgestelde art. 4:37v Wft daarop niet van toepassing is. Evenmin staat die bepaling er aan in de weg dat het

doelwit leningen aangaat bij de bank en de zo verworven middelen doorleent aan de acquisitievennootschap, die op haar beurt daarmee de koopprijs van de aandelen in het doelwit voldoet. Deze in de praktijk met regelmaat toegepaste *debt-push-down*-constructie blijft kortom onverminderd mogelijk, terwijl ook hier in materiële zin sprake is van een uitkering door het doelwit, nu de acquisitievennootschap de aflossing van het door het doelwit verstrekte krediet uitsluitend zal kunnen financieren met de in de toekomst uit te keren dividenden door het doelwit zelf.²⁵

Beziet men deze gebreken van de voorgestelde regeling, dan wordt direct weer duidelijk waarom de kapitaalbescherming op 1 oktober (voor de BV) vaarwel is gezegd. Het effect van de voorgestelde regulering inzake *asset stripping* zal mijns inziens vooral zijn dat bij met vreemd vermogen gefinancierde overnames de bekende omwegen zullen worden

20. Tweede Richtlijn (77/91/EEG), PBEG nr. L 26 van 31 januari 1977, later gewijzigd door Richtlijn 2006/68/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 6 september 2006 (PbEU L 264) tot wijziging van Richtlijn 77/91/EEG.
21. Zie hierover bijvoorbeeld J. Armour, 'Legal Capital: an Outdated concept?', *European Business Law Review* 2006/7, p. 5-27.
22. Zie bijvoorbeeld *European Company Law Experts, Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, mei 2012, beschikbaar op: ssrn.com/abstract=2075034, p.14-15. Zie ook M.L. Lennarts en J. Roest, 'Europees Vennootschapsrecht: waar staan we en waar moeten we naar toe?', in: *Europa! Europa? Vereniging 'Handelsrecht' preadviezen 2012*, Deventer: Kluwer 2012, p. 1-60, p. 24 en 40. Uit een recente consultatie door de Europese Commissie blijkt overigens dat een herziening van de Tweede Richtlijn niet door een meerderheid van de respondenten gewenst wordt. Daaruit kan echter niet worden geconcludeerd dat deze respondenten het in die Richtlijn vervatte systeem van kapitaalbescherming positief waarderen. Zie *Feedback Statement, Summary of responses to the public consultation on the future of European company law*, July 2012, te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/feedback_statement_en.pdf hierna aangeduid als: *Feedback Statement Company Law*.
23. Voorstel voor een Verordening van de Raad betreffende het statuut van de Europese besloten vennootschap, COM(2008) 396, toelichting, p. 8-9. Zie daarover J. Barneveld, 'Legal Capital and Creditor Protection. Some Comparative Remarks', in: D.F.M.M. Zaman e.a. (red), *The European Private Company (SPE). A Critical Analysis of the EU Draft Statute*, Antwerpen: Intersentia 2009, p. 81-102.
24. Zie het bepaalde in afdeling 3 van titel 4 van Boek 2 BW. De nieuwe regeling voegt weliswaar in die zin wat toe, dat zij een boetemogelijkheid voor de AFM creëert, maar de materiële grenzen aan uitkeringen en de inkoop van eigen aandelen door een NV blijven onveranderd. Verschil is wél dat de voorgestelde regeling kapitaalvermindering geheel verbiedt, terwijl onder art. 2:99 BW het kapitaal mag worden vermindert tot het bedrag van het wettelijke minimum kapitaal, zij het dat deze procedure met waarborgen voor crediteuren is omkleed.
25. Overigens zijn er nog meer structuren denkbaar die tot onttrekking van de beoogde assets leiden, bijvoorbeeld in het kader van intra-groep transacties.

bewandeld om tot de beoogde vermogensonttrekkingen te komen. Men koesterde nu juist de hoop dat door de invoering van de flex-BV deze ingewikkelde constructies voortaan tot het verleden zouden behoren. Zij leiden immers alleen maar af van de kern van de zaak; want onder het flexibele BV-recht gaat het er primair om dat de betrokkenen bij een *leveraged* overname op basis van realistische prognoses tot het oordeel komen dat redelijkerwijs te verwachten valt dat het doelwit, ondanks de financiële belasting die de overname met zich meebrengt, niet in continuïteitsproblemen zal geraken. Deze beoordeling beperkt zich dus niet tot het kapitaal of het eigen vermogen van het doelwit, maar ziet op haar gehele vermogenspositie in het licht van de voorzienbare toekomstige ontwikkelingen. Het gaat hier primair om een verantwoordelijkheid van het bestuur van de doelwitvennootschap,²⁶ maar onder omstandigheden kan deze tevens komen te rusten op nauw bij de transactie betrokken aandeelhouders.²⁷ Een kennelijk onredelijke acquisitiefinanciering kan leiden tot aansprakelijkheid van bestuurders, aandeelhouders en (kennelijk ook) externe financiers op grond van onbehoorlijk bestuur en onrechtmatige daad.²⁸

6. Doorwerking van het financieel recht in het ondernemingsrecht

Tijdens het recente ondernemingsrechtcongres te Groningen waarschuwde Hijink er voor dat een deel van de grote hoeveelheid nieuwe toezichtregels gevolgen heeft voor het 'klassieke' ondernemingsrecht.²⁹ Mijns inziens is de voorgestelde regeling inzake *asset stripping* hiervan een treffend voorbeeld, dat illustreert welke risico's zich kunnen verwezenlijken als een regeling onder de radar van de vennootschapsjuristerij de Nederlandse wet in vliegt. Ik vraag mij af, nu (het plan voor) de AIFM-richtlijn onder een financieelrechtelijke vlag voer, of deskundigen op het gebied van het ondernemingsrecht in Brussel in de gelegenheid zijn gesteld om commentaar te leveren op de plannen voor deze bestuursrechtelijke uitkeringsregeling. Ik kan naar het antwoord op deze vraag slechts gissen, maar de keuze voor een op de Tweede Richtlijn gebaseerde uitkeringstest doet in ieder geval vermoeden dat dit niet is gebeurd. Wellicht dient ondernemingsrechtelijk Nederland hierin een aanmoediging te zien om voorstellen voor regelgeving van financieel recht tijdig door te lichten op eventuele ondernemingsrechtelijke implicaties?

7. Conclusie

Na de implementatie van de AIFM-richtlijn zullen veel beleggingsfondsen die (al dan niet indirect) een belang verwerven in een 'grote' NV of flex-BV, zich voor een periode van 24 maanden geconfronteerd zien met een balanstest bij formele uitkeringen. De AIFM-richtlijn beoogt met een nieuwe regeling in de Wft inzake *asset stripping*, beperkingen op te werpen aan de vrijheid van investeerders om na een

overname vermogen aan het doelwit te onttrekken. Dat daarbij is gekozen voor een op de Tweede Richtlijn gebaseerd systeem van kapitaalbescherming, mag opmerkelijk heten. De afgelopen decennia is gebleken dat deze op de jaarrekening georiënteerde normering van vermogensonttrekkingen geen daadwerkelijke bescherming biedt aan de vennootschap en haar crediteuren, terwijl zij uitsluitend de (financierings)praktijk stimuleert om tot ingewikkelde constructies te komen ter vermijding van de opgelegde formele beperkingen. Dit zijn precies de redenen waarom de kapitaalbescherming oktober jongstleden uit de BV-regeling is geschrapt. Nu de *asset stripping*-regeling geen grenzen stelt aan financiële steunverlening of doorleenconstructies, zal zij niet de beoogde barrière vormen bij *leveraged* overnames. Anders dan in de perceptie van sommige parlementariërs, voorkomt zij dus niet dat een doelwitvennootschap na een overname haar activa te gelde maakt, noch dat de daardoor verkregen opbrengst door de aandeelhouders wordt onttrokken. De AIFM-richtlijn verplicht tot implementatie in de Nederlandse wet, dus het schip is helaas niet meer te keren. Dient hieruit niet de conclusie te worden getrokken dat voorstellen voor regelgeving van financieel recht tijdig tegen het ondernemingsrechtelijke licht moeten worden gehouden?

26. Zie *Kamerstukken II* 2006/07 31 058, nr. 3, p. 66.

27. Zie Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, *JOR* 2010/189 en *Ondernemingsrecht* 2010/91 (*PCM Uitgevers*).

28. Zie D.A. Viëtor & D.A. Scheentjes, 'Bestuurdersaansprakelijkheid en bancaire aansprakelijkheid in het kader van een acquisitiefinanciering', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2012/6, p. 192-200 en over de rol van de betrokken aandeelhouders J. Barneveld, 'Leveraged buy-out & faillissement. Over risicoafwenteling door aandeelhouders', in M. Holtzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 195-213. Hof Leeuwarden oordeelde recentelijk dat de medewerking van een bestuurder van een overnamedoelwit aan een *debt-push-down* kwalificeerde als kennelijk onbehoorlijk bestuur in de zin van art. 2:248 BW: Hof Leeuwarden 31 juli 2012, RO 2012/68. Uit een (in de literatuur bekritiseerde) uitspraak van Rechtbank Utrecht blijkt dat ook banken een aansprakelijkheidsrisico lopen indien zij medewerking verlenen aan een acquisitiefinanciering in de (al dan niet geobjectiveerde) wetenschap dat crediteurenbenadeling daarvan het gevolg zal zijn, zie Rb. Utrecht 20 mei 2009 en 12 oktober 2011, *JOR* 2011/382 en RO 2012/6 (*Aukema q.q./ING Commercial Finance*).

29. J.B.S. Hijink, Voordracht: Overheidssteun en -interventie in de financiële sector: crisiswetgeving in het ondernemingsrecht, 17e Congres Instituut voor Ondernemingsrecht - Ondernemingsrecht in tijden van crisis: Groningen (2012, november 08).