

Ontwikkelingen in acquisitiefinancieringen, van kredietcrisis tot coronacrisis

Ondernemingsrecht 2020/151

Een acquisitiefinanciering kenmerkt zich door de grote rol die de doelwitvennootschap speelt in het dragen van de financieringslast. Sinds de kredietcrisis van 2008 hebben er verschillende ontwikkelingen plaatsgevonden die van belang zijn voor acquisitiefinancieringen. Deze ontwikkelingen hebben ertoe geleid dat de nadruk nog meer dan voorheen is komen te liggen op de vraag of die grote rol van de doelwitvennootschap in het belang is van de doelwitvennootschap en wat de gevolgen zijn voor de financiële positie van de doelwitvennootschap. Uit de beschikkingen inzake PCM en Estro volgt dat het bestuur van een doelwitvennootschap een eigen verantwoordelijkheid heeft om een belangenafweging te maken bij transacties waarbij de doelwitvennootschap betrokken is. Het bestuur dient een goed stappenplan te doorlopen als de doelwitvennootschap betrokken is bij de acquisitiefinanciering.

Garanties en zekerheden gingen vóór de afschaffing van het verbod op financiële steunverlening voor bv's vaak gepaard met een *push-down* van de acquisitiefinanciering, maar dergelijke *push-downs* komen sinds de afschaffing van het verbod minder vaak voor dan voorheen. De opkomst van *direct lending* is ook een belangrijke ontwikkeling geweest, die mede heeft gezorgd voor de introductie van nieuwe kenmerken in acquisitiefinancieringsdocumentatie.

De coronacrisis heeft ertoe geleid dat geldnemers niet aan alle verplichtingen onder de financieringsdocumentatie konden blijven voldoen, waardoor de geldnemer en de geldverstrekker in gesprek moeten over de ontstane situatie. Dit leidt vaak tot aanpassingen van de voorwaarden, tot aanvullende liquiditeitsbehoeften en soms ook tot zware herstructureringsstrategieën.

De afschaffing van het *financial-assistance*verbod voor bv's, de opkomst van *direct lending* en de introductie van nieuwe kenmerken in acquisitiefinancieringsdocumentatie hebben eraan bijgedragen dat acquisitiefinancieringen interessant zijn voor geldverstrekkers en dat participatiemaatschappijen acquisitiefinancieringen graag inzetten voor hun acquisities. In die zin is het juridische klimaat voor acquisitiefinancieringen in Nederland sinds de kredietcrisis verbeterd.

1. Inleiding

Een *leveraged buy-out* is een, met een combinatie van eigen vermogen en vreemd vermogen gefinancierde, acquisitie van aandelen in een vennootschap (hierna: de "doelwitvennootschap") door een participatiemaatschappij.² De gezamenlijke jaaromzet van Nederlandse bedrijven die in eigendom zijn van participatiemaatschappijen bedraagt ongeveer EUR 85 miljard, wat neerkomt op 14% van de Nederlandse economie.³ Participatiemaatschappijen spelen dus een omvangrijke rol in Nederland. Tegelijkertijd loopt er al jaren een maatschappelijke discussie rondom de voor- en nadelen van *private equity*, waardoor participatiemaatschappijen niet alleen maar positief in het nieuws komen.⁴

Een financiering van een *leveraged buy-out* (hierna: een "acquisitiefinanciering") kenmerkt zich door de grote rol die de doelwitvennootschap speelt in het dragen van de financieringslast door de zogenaamde financiële steunverlening.⁵

In deze bijdrage zal ik ingaan op de belangrijkste ontwikkelingen in acquisitiefinancieringen⁶ betreffende besloten vennootschappen (bv's) in de periode tussen de kredietcrisis, die in 2008 begon, en de coronacrisis van 2020. Daarbij zal ik eerst aandacht besteden aan de afschaffing van het *financial-assistance*verbod voor bv's en de belangenafweging van het bestuur van de doelwitvennootschap bij financiële steunverlening. Vervolgens bespreek ik de verschillende structuren van acquisitiefinancieringen, de opkomst van *direct lending* en de intro-

2 Zie ook B.B. Visser, 'Leveraged buy outs: financiering met vreemd vermogen. Op naar een leven zonder financial assistance?', *Ondernemingsrecht* 2005/203.

3 *Het Financieele Dagblad*, nummer 101, 28 april 2020 (op basis van cijfers gepubliceerd door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen).

4 Ik ga in deze bijdrage niet verder in op deze maatschappelijke discussie, maar voor een uitgebreid overzicht van deze voor- en nadelen, zie bijvoorbeeld: J.E. Ligterink, J.K. Martin, A.W.A. Boot, K. Cools & L. Phalippou, *Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief*, 11 februari 2017, Rapport, toegezegd door Minister van Financiën J. Dijsselbloem aan de Tweede Kamer tijdens het Notaoverleg van 21 maart 2016 naar aanleiding van de initiatiefnota 'Private equity: einde aan de excessen' van de Tweede Kamerleden H. Nijboer en E. Groot.

5 Dat wil zeggen de steun die de doelwitvennootschap verstrekt bij een acquisitiefinanciering met het oog op het door anderen verkrijgen van aandelen in haar kapitaal, waaronder het meewerken aan een *push-down* van de acquisitiefinanciering en het verstrekken van garanties en zekerheden.

6 In deze bijdrage zal ik niet ingaan op acquisities door anderen dan participatiemaatschappijen en acquisities betreffende naamloze vennootschappen, tenzij anders aangegeven. Ook ga ik niet in op de financiering van *leveraged buy-outs* door middel van obligatieleningen (waaronder *high yield bonds*), maar zal ik mij beperken tot onderhandse leningen.

1 Titus de Vries is advocaat te Amsterdam.

ductie van specifieke kenmerken van acquisitiefinancieringsdocumentatie. Daarna zal ik ingaan op de gevolgen van de coronacrisis voor nieuwe en reeds verstrekte acquisitiefinancieringen. Ik sluit af met een conclusie.

2. De afschaffing van het *financial-assistance*verbod; belangenafweging door het bestuur

2.1 Inleiding

Sinds de kredietcrisis hebben er verschillende ontwikkelingen plaatsgevonden die van belang zijn voor acquisitiefinancieringen, met name de afschaffing van het verbod op financiële steunverlening bij bv's in 2012 alsmede de uitleg in de beschikkingen van de Ondernemingskamer inzake PCM en Estro van de belangenafweging die het bestuur ten aanzien van acquisitiefinancieringen moet maken. Allereerst sta ik stil bij de afschaffing van het *financial-assistance*verbod.

2.2 *Financial-assistance*verbod

Het verbod op financiële steunverlening, ook wel *financial-assistance*verbod of steunverbod genoemd, vindt zijn oorsprong in de tweede vennootschapsrichtlijn.⁷ In het kort betekent dit verbod dat een vennootschap geen zekerheid mag verschaffen of anderszins steun mag verlenen met het oog op het door anderen verkrijgen van aandelen in haar kapitaal. Voor de nv geldt dit verbod op grond van artikel 2:98c BW, al is het wel versoepeld als gevolg van Richtlijn 2006/68/EG.

Hoewel daartoe geen Europese verplichting bestond, kende het Burgerlijk Wetboek tot 1 oktober 2012 ook een *financial-assistance*verbod voor bv's.⁸ Het *financial-assistance*verbod voor bv's was vastgelegd in artikel 2:207c BW en heeft veel discussie, onduidelijkheid en creativiteit opgeleverd. In de praktijk zijn er veel manieren gevonden om ondanks het steunverbod de zekerhedenpositie van de geldverstrekkers te verbeteren, bijvoorbeeld door (i) de doorleenconstructie;⁹ (ii) garantiebeperkende bepalingen en/of tranchering in financieringsdocumentatie; en (iii) juridische fusies.

Bij de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht¹⁰ is het steunverbod voor bv's afgeschaft. Sinds de afschaffing van het steunverbod, is de nadruk nog meer dan voorheen komen te liggen op de vraag of de financiële steun-

verlening in het belang is van de doelwitvennootschap en wat de gevolgen zijn voor de financiële positie van de doelwitvennootschap. Uit de memorie van toelichting bij voornoemde wet blijkt dat dit onder andere betekent "dat steuntransacties niet mogen worden aangegaan tegen voorwaarden die niet aan gebruikelijke marktvoorwaarden zijn onderworpen of zeer ongunstig uitwerken voor de vennootschap".¹¹

2.3 Belangenafweging van het bestuur

De OK heeft in de PCM-beschikkingen¹² overwogen dat een *leveraged buy-out*, vanwege vooral de aanzienlijke financiële belasting van de doelwitvennootschap, "bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap" en diegenen die deelnemen aan de aan de transactie ten grondslag liggende besluitvorming. Zij zullen de voor- en nadelen van de transactie moeten afwegen met het oog op het doel dat de vennootschap middels haar medewerking aan de transactie probeert te bereiken (r.o. 3.2). Ook de (aanstaande) aandeelhouder zou het belang van de doelwitvennootschap volgens de OK moeten meewegen in zijn handelen.¹³

Ook in de Estro-beschikking¹⁴ heeft de OK zich uitgelaten over de belangenafweging. De zaak betrof een acquisitie van een naamloze vennootschap, waarvoor dus nog een (beperkt) verbod op financiële steunverlening geldt. De beschikking geldt echter in meer algemene zin ook voor bv's waar zij benadrukt dat het bestuur van een doelwitvennootschap een eigen verantwoordelijkheid heeft om een belangenafweging te maken bij transacties waarbij de doelwitvennootschap betrokken is; het bestuur kan zich daarbij niet verschuilen achter adviseurs en/of commissarissen. Het bestuur dient vooraf "een evenwichtige analyse" te maken op basis van "een goed doorwerkte, onafhankelijke rapportage" (r.o. 3.11). Ik verwijs hiervoor mede naar de noot van Duynstee bij deze beschikking.¹⁵

2.4 Lessen uit PCM en Estro

Hoewel het buiten het bestek van deze bijdrage valt om nader op de belangenafweging van het bestuur in te gaan,

7 Richtlijn 77/91/EEG betreffende de oprichting van naamloze vennootschappen en de instandhouding en wijziging van hun kapitaal zoals laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2006/68/EG en geconsolideerd in Richtlijn (EU) 2017/1132.

8 Zie verder uitgebreid over dit verbod, de achtergrond van de invoering ervan en de reden van de afschaffing ervan bij de bv en de versoepeling voor de nv: Asser/*Van Olfjen & Rensen 2-IIa* 2019/240 e.v.

9 Zie HR 7 mei 2004, JOR 2004/161 (*Muller q.q./Rabobank*); een bv mocht zekerheden verstrekken voor een door haar aangetrokken lening die doorgeleend is aan een derde tot een maximum van haar vrij uitkeerbare reserves.

10 *Stb.* 2012, 299; inwerkingtreding *Stb.* 2012, 301.

11 *Kamerstukken II* 2006/07, 31058, 3, p. 66.

12 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 januari 2008, *Ondernemingsrecht* 2008/37 (PCM I) en Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 27 mei 2010, *Ondernemingsrecht* 2010/91 (PCM II, hierna: de "PCM-beschikking").

13 Mede gelet op de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW, zie r.o. 3.13 van de PCM-beschikking. Ik merk hierbij op dat deze verplichting voor toekomstige aandeelhouders bepaald niet onomstreden is, zie voor een goed overzicht van verschillende meningen onder meer H.L. Kaemingk, 'Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie', in: Van der Korst, Abma, Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Serie OO&R 69 (2012), nr. 16.10 (*Geldt artikel 2:8 BW (ook) voor toekomstige aandeelhouders?*).

14 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 december 2019, *Ondernemingsrecht* 2020/48 (*Estro-beschikking*), m.nt. H.L. Kaemingk.

15 Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 10 december 2019, JOR 2020/144 (*Estro-beschikking*), m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee.

maak ik hier een enkele opmerking over.¹⁶ In zowel de Estro-beschikking als de PCM-beschikking staat de *push-down* centraal. Met *push-down* bedoel ik dat de acquisitie-financiering verschuift van de koper (die het geld nodig heeft om de acquisitie te kunnen doen) naar de doelwitvennootschap en/of haar dochtermaatschappijen, bijvoorbeeld door de hierboven genoemde doorleenconstructie of een juridische fusie. Ik denk echter dat de overwegingen uit deze beschikkingen ook van toepassing zijn op acquisitiefinancieringen waar geen *push-down* plaatsvindt, maar de acquisitiefinanciering op een andere manier wordt gestructureerd. Immers, uit de PCM-beschikking blijkt dat het vooral gaat om het feit dat een *leveraged buy-out* "steeds gepaard [gaat] met een aanzienlijke financiële belasting van de (doelwit)vennootschap" (r.o. 3.2). Die financiële belasting is er, mijns inziens, ook zonder dat er een *push-down* plaatsvindt, aangezien de doelwitvennootschap en haar dochtermaatschappijen (hierna: de "doelwitgroep") meestal volledig aansprakelijk zijn voor de acquisitiefinanciering.¹⁷ Economisch leidt dat immers tot hetzelfde resultaat.¹⁸

Het bestuur dient een goed stappenplan te doorlopen als de doelwitgroep betrokken is bij de acquisitiefinanciering. De Estro-beschikking geeft daar een goede aanzet voor, waarbij in ieder geval de volgende onderdelen moeten worden opgenomen: (i) het bestuur moet het medezeggenschapsorgaan volledig en juist informeren over de transactie; (ii) het bestuur moet een afweging maken van de voor- en nadelen van de transactie om zo tot een gedegen besluitvorming te komen op basis van een goed uitgewerkt en onafhankelijk rapport van het bestuur en zijn adviseurs over de transactie en de financiering daarvan; (iii) het bestuur moet transparant zijn over persoonlijke belangen en laten zien dat deze niet strijdig zijn met de belangen van de vennootschap; en (iv) de raad van commissarissen dient voldoende toezicht te houden.

3. Verschillende structuren voor acquisitiefinancieringen

De afschaffing van het *financial-assistance*verbod voor bv's in 2012 heeft het structureren van acquisitiefinancieringen vereenvoudigd doordat er geen rekening meer hoeft te worden gehouden met dat verbod. Ook heeft de afschaffing van het verbod de zekerhedenpositie van geld-

verstrekkers verbeterd.¹⁹ Sindsdien zien we de volgende structuren:²⁰

- Acquisitiefinanciering op het niveau van de koper (als geldnemer) met garanties en zekerheden van de doelwitgroep zonder *push-down* van de acquisitiefinanciering naar de doelwitvennootschap ("structuur 1");
- *Push-down* van de (gehele of gedeeltelijke) acquisitiefinanciering van de koper naar de doelwitvennootschap ("structuur 2"), bijvoorbeeld doordat:
 - o de doelwitvennootschap een lening aantrekt van een externe financier en de opbrengsten daarvan aanwendt om een lening aan de koper te verstrekken, of dividend uit te keren, waarmee de koper de originele acquisitiefinanciering (verstrekkt door dezelfde externe financier) kan aflossen; of
 - o de doelwitvennootschap de acquisitiefinanciering die door de koper is aangetrokken middels contractsovername²¹ overneemt van de koper in ruil voor een vordering op de koper;
 in beide gevallen met garanties en zekerheden van de koper en de doelwitgroep; of
- Acquisitiefinanciering op het niveau van de doelwitvennootschap (als geldnemer) met als doel een lening te verstrekken aan de koper op de transactiedatum, waarmee de koper de koopsom voor de aandelen kan betalen, met garanties en zekerheden van de koper en de doelwitgroep ("structuur 3").²²

3.1 Acquisitiefinanciering op het niveau van de koper – zekerhedenstructuur

Sinds de afschaffing van het steunverbod is, in mijn ervaring, de hierboven genoemde structuur 1 de meest voorkomende structuur. De koper – vaak een nieuw opgerichte houdstermaatschappij van de participatiemaatschappij – trekt de acquisitiefinanciering aan om op het moment van afronding van de acquisitie de koopprijs van de aandelen in de doelwitvennootschap te betalen aan de verkoper. Op dat moment is de financieringsdocumentatie getekend en

16 Zie hierover uitvoerig onder meer H.L. Kaemingk, 'Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie', in: Van der Korst, Abma, Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Serie OO&R 69 (2012), i.h.b. nr. 16.8 (*Bestuursverantwoordelijkheid en debt push-down*) en J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Serie VHI 120 (2014), i.h.b. hoofdstuk 17.4.

17 Zie paragraaf 3 (Verschillende structuren voor acquisitiefinancieringen).

18 Zie ook J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders*, Serie VHI 120 (2014)/2.5, en: J. Barneveld, 'PCM & private equity – Over de rol van het vennootschappelijk belang bij vermogensonttrekkingen', *WPNR*, 21 maart 2009/6791, p. 230 e.v.

19 In de eerste periode na de afschaffing van het steunverbod werd nog veel vastgehouden aan de, tot dan toe, gebruikelijke manier van structureren. Echter, het vrijwillig naleven van het bepaalde in artikel 2:207c BW (oud) levert geen zekerheid op dat de financiële steunverlening niet op andere wijze dan via het steunverbod kan worden aangevallen. Zie verder R. Nowak & T. van Duuren, 'Fantoompijn aan het steunverbod', *Ondernemingsrecht* 2013/10.

20 Dit is een versimpelde weergave van de structuren. Ik besteed hier bijvoorbeeld geen aandacht aan verschillende schuldlagen (zoals *senior* en *mezzanine* schuld) en ook niet aan het bestaan van aandeelhoudersleningen.

21 Artikel 6:159 BW.

22 Dit kan uiteraard alleen als de doelwitvennootschap hieraan wil meewerken nog voordat de aandelen zijn verkregen door de koper, hetgeen regelmatig wel het geval is omdat alles op hetzelfde moment zal plaatsvinden en de stappen voor de afronding van de transactie nauwgezet zijn vastgelegd in een *notary letter*. Echter, deze structuur is zeker niet de standaardstructuur die vaak toegepast wordt. Anders: J. Barneveld, *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders* (VDHI nr. 120) 2014/2.5 en R.J. de Weijs, *Grenzen aan financieringsvrijheid* (R&P nr. InsR14) 2020/7.4.2. Wel ben ik het eens met Barneveld dat deze structuren economisch op hetzelfde neerkomen.

heeft de koper pandrechten gevestigd over zijn (beperkte) activa, waaronder zijn rechten onder de koopovereenkomst. In de meeste gevallen zullen de aandelen in het kapitaal van de koper ook verpand worden ten gunste van de geldverstrekkers, met een andere houdstermaatschappij als pandgever. Dat is wellicht anders als er direct op, of onmiddellijk na, het moment van afronding van de acquisitie een pandrecht wordt gevestigd op de aandelen in het kapitaal van de doelwitvennootschap.²³ Omdat de koper nog geen zeggenschap heeft over de doelwitvennootschap voor afronding van de acquisitie, wordt er echter vaak een bepaalde termijn overeengekomen waarbinnen (i) de aandelen in het kapitaal van de doelwitvennootschap verpand moeten worden; (ii) de doelwitgroep als garantieggever moet toetreden tot de financieringsdocumentatie; en (iii) de doelwitgroep zekerheden moet verstrekken over haar activa.²⁴ Het komt niet vaak voor dat geldverstrekkers accepteren dat zij geen aandelenverpandingen bovenin de structuur hebben.²⁵

Naast de aandelenverpandingen bovenin de structuur zijn pandrechten op de vorderingen van (bijvoorbeeld) de aandeelhouders op de vennootschappen waarvan aandelen verpand zijn ook belangrijk voor de zekerhedenstructuur. Immers, als het pandrecht op aandelen wordt uitgewonnen, dan willen de geldverstrekkers die aandelenverpandingen zonder schulden kunnen uitwinnen omdat een koper niet graag aandelen zal kopen in een vennootschap met schulden. Dat kan worden bereikt door, op dat mo-

ment, ook het pandrecht op de vorderingen uit te winnen, zodat er geen vorderingen meer rusten op de vennootschap in het kapitaal waarvan aandelen waren verpand. Een alternatief voor de verpanding van die vorderingen is dat de partijen die geld geleend hebben aan de vennootschap in het kapitaal waarvan aandelen zijn verpand in de financieringsdocumentatie bij voorbaat de bevoegdheid geven aan de geldverstrekkers om die vorderingen kwijt te schelden in geval van uitwinning.²⁶

Aandelenverpandingen bovenin de structuur vormen, samen met verpanding van vorderingen, de basis voor het zekerhedenpakket in een acquisitiefinanciering. Echter, de doelwitgroep genereert opbrengsten met haar activa. De geldverstrekkers hechten daarom vaak veel waarde aan garanties en zekerheden verstrekt door de doelwitgroep. Nu het steunverbod is afgeschaft, kan de doelwitgroep in beginsel eenvoudiger onbeperkte garanties en zekerheden verstrekken, hetgeen in de praktijk ook gebeurt.

3.2 Acquisitiefinanciering op het niveau van de koper – push-down niet langer nodig

Garanties en zekerheden gingen vóór de afschaffing van het steunverbod vaak gepaard met een *push-down* van de acquisitiefinanciering. De belangrijkste reden voor de *push-down* was om ondanks het steunverbod de zekerheidspositie van de geldverstrekkers te verbeteren. Echter, er waren meer redenen voor de *push-down*, zoals:²⁷

- Geldverstrekkers willen graag dicht op de activa van de doelwitgroep financieren om zo een directe aanspraak te hebben op de doelwitgroep voor de renten en aflossingsverplichtingen onder de acquisitiefinanciering. Nu het steunverbod voor bv's is afgeschaft, kan de doelwitgroep tegenwoordig in beginsel onbeperkt garanties en zekerheden verstrekken, mits voldaan is aan de algemene regels die van toepassing zijn op bestuurshandelen. Als de geldnemer niet kan voldoen aan deze verplichtingen, dan kunnen de geldverstrekkers zich (in beginsel) verhalen op de activa van de doelwitgroep.
- Daarnaast is een belangrijke structureringsvraag of de rente op de acquisitiefinanciering fiscaal aftrekbaar is. Daar zijn de financiële modellen veelal op gebaseerd. Soms wordt een *push-down* gebruikt om die aftrekbaarheid te faciliteren.²⁸ Maar in de meeste gevallen is er sprake van een fiscale eenheid tussen de koper en de Nederlandse doelwitgroep, waardoor de rente op

23 De pandrechten op de aandelen in het kapitaal van de koper en/of de doelwitvennootschap vallen buiten de reikwijdte van het steunverbod (zowel onder artikel 2:207c BW (oud) als onder artikel 2:98c BW), aangezien dat geen financiële steunverlening betreft door de doelwitvennootschap en/of haar dochtermaatschappijen.

24 Op grond van artikel 25 WOR heeft de ondernemingsraad van de doelwitvennootschap een adviesrecht voor wat betreft, onder meer, besluiten tot het aantrekken van een belangrijk krediet, het stellen van zekerheid voor belangrijke schulden en voor overdracht van de zeggenschap over de onderneming. Omdat een aandelenverpanding meestal gepaard gaat met een voorwaardelijke overgang van stemrecht op de verpande aandelen, moet de ondernemingsraad om advies gevraagd worden in verband met de verpanding van de aandelen in de doelwitvennootschap. Daarom is het aan te raden dat de ondernemingsraad om advies gevraagd wordt voor zowel de acquisitie als de financiering daarvan. Het valt buiten het bestek van deze bijdrage om daar verder op in te gaan.

25 De geldverstrekkers willen een *single point of enforcement*, zodat de groep van vennootschappen in zijn geheel verkocht kan worden in een uitwinningsscenario door uitwinning van een pandrecht op aandelen in één vennootschap. De geldverstrekkers willen overigens bij voorkeur een pandrecht op de aandelen in het kapitaal van de vennootschap die tevens het hoofd (moedermaatschappij) van de fiscale eenheid is. Ingeval de vennootschap waarvan aandelen verpand worden niet het hoofd van de fiscale eenheid is en het pandrecht op aandelen wordt uitgewonnen, dan verbreekt de fiscale eenheid en blijven eventuele compensabele verliezen en nog aftrekbare rentelasten in beginsel achter bij de pandgever (althans, bij de groepsmaatschappij van de pandgever die het hoofd is van de fiscale eenheid). Echter, in een uitwinningsscenario kan het voorkomen dat juist die compensabele verliezen en nog aftrekbare rentelasten interessant zijn voor een koper. Als (minder sterk) alternatief voor die aandelenverpanding wordt vaak een *tax sharing agreement* opgesteld die er, onder bepaalde voorwaarden, voor moet zorgen dat compensabele verliezen en nog aftrekbare rentelasten worden gealloceerd aan de entiteiten waar de verliezen gerealiseerd zijn of de rentelasten zijn opgekomen.

26 Dit alternatief is minder sterk dan een verpanding omdat het een verbintenrechtelijke afspraak is in plaats van een goederenrechtelijk recht. Daarnaast zou deze bevoegdheid kunnen kwalificeren als een volmacht en die volmacht eindigt bijvoorbeeld als gevolg van het faillissement van de volmachtgever (artikel 3:72 BW).

27 Zie ook H.L. Kaemingk, 'Aandeelhouderswaarde als ondernemingsstrategie', in: Van der Korst, Abma & Raaijmakers (red.), *Handboek onderneming en aandeelhouder*, Serie OO&R 69 (2012), nr. 16.8 (Bestuursverantwoordelijkheid en debt push-down).

28 Zie paragraaf 6 (Financiële en fiscale aspecten) van de voornoemde noot van Duynstee bij de Estro-beschikking.

het niveau van de koper ook zonder *push-down* afgetrokken kan worden van de winst op het niveau van de Nederlandse doelwitgroep om zodoende de geconsolideerde belastingdruk te verlagen.

- Ten slotte het achterstellen van aandeelhoudersleningen ten opzichte van de acquisitiefinanciering. Dit is een belangrijk onderdeel van het structureren van acquisitiefinancieringen. Als er geen *push-down* plaatsvindt, kan het zijn dat de aandeelhoudersleningen en de acquisitiefinanciering dezelfde geldnemer hebben. Daardoor is er geen sprake van een structurele achterstelling en zijn de verstrekkers van de aandeelhoudersleningen en de acquisitiefinanciering dus in beginsel gelijk in rang (*pari passu*). Echter, in de meeste gevallen wordt een achterstelling afgesproken in een achterstellingsovereenkomst of *intercreditor agreement*. Op die manier zijn de verstrekkers van de aandeelhoudersleningen contractueel achtergesteld ten opzichte van de verstrekkers van de acquisitiefinanciering.²⁹ Daarnaast worden er zekerheden verstrekt ten gunste van de verstrekkers van de acquisitiefinanciering en zijn er doorgaans geen zekerheden voor de verstrekkers van de aandeelhoudersleningen. Dit geeft de verstrekkers van de acquisitiefinanciering voorrang ten opzichte van de verstrekkers van de aandeelhoudersleningen.³⁰

Ik ben van mening dat enkele belangrijke redenen voor *push-downs* met het vervallen van het financiële steunverbod voor bv's grotendeels zijn weggevallen ofwel dat daar op een andere wijze in kan worden voorzien, conform het bovenstaande. In de praktijk komen *push-downs* bij bv's tegenwoordig ook minder vaak voor dan voorheen.

4. Opkomst van *direct lending*

Naast de afschaffing van het steunverbod, is de opkomst van *direct lending* een belangrijke ontwikkeling in acquisitiefinancieringen sinds de kredietcrisis van 2008. Met *direct lending* of *private debt* bedoel ik dat "niet-banken"³¹ de acquisitiefinancieringen meer en meer zijn gaan verstrekken in plaats van, maar ook vaak samen met, banken. Sinds de kredietcrisis is een grote hoeveelheid regelgeving geïntroduceerd om systeemrisico's te beperken en de balans van banken te verstevigen.³² Dit heeft ertoe geleid dat banken ofwel minder ruimte hebben om risicovolle acquisitiefinancieringen te verstrekken, ofwel daar strengere

voorwaarden aan verbinden, wat vervolgens ruimte biedt voor "niet-banken" om een rol te spelen in acquisitiefinancieringen.

Deze "niet-banken" zijn (vooralsnog) minder gereguleerd dan banken en bekijken een financiering als een investering op een vergelijkbare wijze als een participatiemaatschappij een investering van eigen vermogen beoordeelt. Veel institutionele beleggers³³ zochten de afgelopen jaren naar hogere rendementen voor hun geld en investeren in *direct lending* lijkt te voorzien in die behoefte.

De opkomst van *direct lending* sinds 2014 heeft ook enkele nieuwe financieringsstructuren geïntroduceerd in de Nederlandse markt, waaronder bijvoorbeeld *unitranche*³⁴ en *first-loss/second-loss*-financieringen.³⁵ De redenen waarom participatiemaatschappijen kiezen voor *direct lending* in plaats van traditionele bankfinanciering zijn, onder meer, dat de *direct lender* vaak sneller kan schakelen, meer flexibiliteit biedt voor wat betreft de structuur en voorwaarden en vooraf aangeeft bereid te zijn aanvullende financiering te verstrekken voor bijvoorbeeld toekomstige acquisities, veelal zonder dat daarvoor aanvullend eigen vermogen moet worden ingebracht. Daartegenover staan echter vaak wel een hogere rente en hogere provisies.

5. Enkele specifieke kenmerken van acquisitiefinancieringsdocumentatie

De opkomst van *direct lending*, maar ook de invloed van de Amerikaanse obligatiemarkt, heeft sinds de kredietcrisis gezorgd voor de introductie van nieuwe kenmerken in acquisitiefinancieringsdocumentatie.

De voorwaarden van acquisitiefinancieringen worden vooral gedreven door de onderhandelingskracht van partijen³⁶ en het marktsegment³⁷ waarin de acquisitie plaatsvindt. De afgelopen jaren was er sprake van een geldnemersmarkt; er waren (te) weinig mogelijkheden om het

²⁹ Artikel 3:277 lid 2 BW.

³⁰ Op grond van artikel 3:277 lid 1 BW hebben schuldeisers onderling een gelijk recht om, na voldoening van de kosten van executie, uit de netto-opbrengst van de goederen van hun schuldenaar te worden voldaan naar evenredigheid van ieders vordering, behoudens de door de wet erkende redenen van voorrang. Artikel 3:278 lid 1 BW bepaalt dat voorrang ook voortvloeit uit pandrechten.

³¹ Ook wel *direct lenders*, *private debt investors* of *shadow banks* genoemd.

³² Waaronder, maar niet beperkt tot, het toezichttraamwerk Basel III, de Capital Requirements Regulation (Verordening (EU) nr. 575/2013 (CRR)) en de Capital Requirements Directive IV (Richtlijn 2013/36/EU (CDR IV)).

³³ Net als investeerders in participatiemaatschappijen zijn dit voornamelijk pensioenfondsen, verzekeraars en andere institutionele beleggers.

³⁴ Een *unitranche*-financiering is een termijnlening die aan het einde van de looptijd in één keer moet worden afgelost, en die bestaat uit een mengsel van een niet-achtergestelde tranche en een achtergestelde tranche in één lening. Om te voorzien in de behoefte van de doelwitvennootschap aan werkkapitaalfinanciering wordt de *unitranche*-financiering vaak gekoppeld aan een *super senior revolving credit facility* (SSRCF) welke in rang vóór de *unitranche*-financiering komt.

³⁵ Een *first-loss/second-loss*-financiering is een variant op een *unitranche*-financiering waarbij ook een deel van de termijnleningen *super senior* is en vóór de *unitranche*-financiering komt.

³⁶ Bijvoorbeeld als gevolg van de marktpositie van de participatiemaatschappij, de marktpositie van de doelwitvennootschap, de marktpositie van de geldverstrekker en de macro-economische situatie.

³⁷ Een veelgebruikt onderscheid is: *lower-end*, *mid-market* en *high-end*. Er is geen alom geaccepteerde definitie voor elk van deze termen, maar wanneer ik spreek over de *mid-market* dan bedoel ik het segment voor overnames van bedrijven met een ondernemingswaarde (*enterprise value*) tussen EUR 50-250mln. Alles daaronder is *lower-end* en alles daarboven is *high-end*. De onderhandelingskracht van de geldnemer is doorgaans sterker in de *high-end*-markt en zwakker in de *lower-end*-markt.

vele beschikbare geld te laten renderen, waardoor er veel aanbod van geld was. Dat heeft vooral in het hogere segment van de markt geleid tot veel – voor de geldnemer – gunstige voorwaarden of kenmerken, die gaandeweg ook hun intrede hebben gedaan in de lagere marktsegmenten. Hieronder bespreek ik de belangrijkste.

5.1 Hogere leverage

Door gebruik te maken van vreemd vermogen kan een participatiemaatschappij het rendement op het door haar gebruikte eigen vermogen vergroten. Daarom wil de participatiemaatschappij bij voorkeur zo veel mogelijk vreemd vermogen inzetten bij het doen van de acquisitie. Hoewel kort na de kredietcrisis de verhouding van vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen enige tijd rond de 50/50 is geweest, is de hoeveelheid vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen de afgelopen jaren weer toegenomen tot 60/40 en soms zelfs 70/30. Dit wordt bepaald aan de hand van de *leverage*; de maximale hoeveelheid vreemd vermogen wordt dan berekend door de *ebitda*³⁸ van de doelwitvennootschap te vermenigvuldigen met een bepaald getal – dat getal is de afgelopen jaren opgeklimmen tot 7 of zelfs hoger.

5.2 Minder aflossingsverplichtingen gedurende de looptijd van de financiering

De opkomst van *direct lending* heeft ertoe bijgedragen dat meer acquisitiefinancieringen gestructureerd zijn zonder aflossingsverplichtingen gedurende de looptijd van de financiering, waar dat eerder was voorbehouden aan grotere financieringen. *Direct lenders* zien een financiering, meer dan een bank, als een investering en willen die investering graag laten renderen gedurende de looptijd om zo de rendementsafspraken met hun investeerders te kunnen nakomen. Daarom geldt vaak dat als er voortijdig wordt afgelost, dit gepaard gaat met boetes.

5.3 Financiële ratioverplichtingen

Bij het structureren van acquisitiefinancieringen worden financiële modellen opgesteld door of namens de participatiemaatschappij om de ontwikkeling van de doelwitgroep te voorspellen. De geldverstrekker toetst die modellen, gebruikt deze om interne goedkeuringen voor de financiering te verkrijgen en om financiële ratio's te bepalen waaraan de doelwitgroep moet voldoen.

5.3.1 Verschillende benaderingen voor financiële ratioverplichtingen

Er zijn verschillende benaderingen voor hoe omgegaan wordt met financiële ratioverplichtingen in financieringsdocumentatie:

- in een traditionele acquisitiefinanciering zien we vaak drie of soms zelfs vier financiële ratioverplichtingen;

- in *covenant-light-* (ofwel *cov-lite-*)acquisitiefinancieringen zijn geen *maintenance-*financiële ratioverplichtingen afgesproken, maar wel vaak een *incurrence-*financiële ratioverplichting.³⁹ Hierdoor hebben de geldverstrekkers minder mogelijkheden om in te grijpen als de financiële situatie van de geldnemer verslechtert. De geschiedenis herhaalt zich tot op zekere hoogte; vóór de kredietcrisis werden *covenant-light-*acquisitiefinancieringen regelmatig verstrekt. Als gevolg van de kredietcrisis zijn deze een tijdlang van de radar verdwenen, maar sinds 2013 zijn er weer veel *covenant-light-*acquisitiefinancieringen verstrekt in de internationale markt en nog steeds zijn deze voorbehouden aan de grotere financieringen; en
- in *covenant-loose-* (ofwel *cov-loose-*)acquisitiefinancieringen is vaak wel één *maintenance-*financiële ratioverplichting opgenomen, vaak de *leverage covenant*.⁴⁰

In de Nederlandse markt hebben we in het lagere marktsegment vooral traditionele acquisitiefinancieringen gezien. In het middensegment en hogere segment zien we vooral *covenant-loose-*acquisitiefinancieringen, terwijl *covenant-light-*acquisitiefinancieringen slechts sporadisch voorkomen in de Nederlandse markt.

5.3.2 Headroom en normalisaties

Als er een financiële ratioverplichting is afgesproken, bijvoorbeeld een *leverage covenant*, dan zal de participatiemaatschappij graag zien dat die ratioverplichting wordt bepaald nadat rekening is gehouden met een bepaalde buffer (ofwel *headroom*) ten opzichte van het financiële model, om te voorkomen dat een beperkte afwijking in de prestaties ten opzichte van het model direct leidt tot een opeisingsgrond in de financieringsdocumentatie. Daarnaast is er de participatiemaatschappij veel aan gelegen om de financiële begrippen in de financieringsdocumentatie zodanig te definiëren dat het gedefinieerde bedrijfsresultaat zo hoog mogelijk uitpakt.⁴¹ De participatiemaatschappij zal daarom bijvoorbeeld bepaalde opbrengsten willen laten meetellen,⁴² bepaalde kosten of tegenvallers juist willen uitsluiten en het bedrijfsresultaat willen normaliseren voor

38 Kort gezegd, de operationele winst voor rentelasten, belastingen, waardeverminderingen en afschrijvingen.

39 Een *maintenance financial covenant* is een voortdurende verplichting om aan bepaalde financiële ratio's te voldoen welke regelmatig wordt getest, terwijl slechts aan een *incurrence financial covenant* voldaan hoeft te worden in bepaalde gevallen (bijvoorbeeld ingeval een overname wordt gedaan of extra schuld wordt aangetrokken).

40 De verhouding tussen de schuld van de onderneming en het bedrijfsresultaat van de onderneming.

41 Niet alleen om te voorkomen dat er een opeisingsgrond ontstaat, maar ook om andere voordelen te behalen. Bijvoorbeeld: de rente wordt vaak berekend aan de hand van een tabel (de *margin ratchet*) en hoe beter het bedrijfsresultaat (zoals gedefinieerd in de financieringsdocumentatie), des te lager de rente gewoonlijk zal zijn.

42 Bijvoorbeeld door te proberen om het bedrijfsresultaat te corrigeren door misgelopen winst als gevolg van de coronacrisis mee te tellen, de zogenaamde *ebitdac*, zie: 'Analysts sceptical as 'earnings before coronavirus' flatter company books', *Financial Times* 14 mei 2020 en 'Corona heeft nu ook haar eigen flatterende winstbegrip: *ebitdac*', *Het Financieele Dagblad* 15 mei 2020.

verwachte synergieën in geval van acquisities. De geldverstrekker wil daarentegen zo dicht mogelijk bij het daadwerkelijke operationele resultaat aansluiten. De afgelopen jaren zijn normalisaties een belangrijk onderwerp van gesprek geworden tussen de participatiemaatschappijen en de geldverstrekkers, waar de participatiemaatschappijen steeds vaker hebben gekregen waar zij om gevraagd hebben.

5.4 Mogelijkheid om aanvullende schuld aan te trekken
Om ondernemingen te kunnen laten groeien zijn vaak investeringen en/of acquisities nodig. De afgelopen jaren was er ook veel aanbod van geld. Het is daardoor steeds gebruikelijker geworden om de mogelijkheid te hebben om, binnen bepaalde grenzen, aanvullende schuld aan te trekken om die groei te realiseren. Deze schuld kan onderdeel worden van de bestaande financieringsdocumentatie doordat een zogenaamde *accordion feature*⁴³ is opgenomen in de documentatie. Een alternatief is dat de aanvullende schuld los staat van de bestaande financieringsdocumentatie (een zogenaamde *sidecar*), maar eventueel via een *intercreditor agreement* kan delen in de zekerheden die voor de originele financiering zijn verstrekt. Deze verschillende manieren om het aantrekken van aanvullende schuld te faciliteren, hebben ertoe bijgedragen dat de participatiemaatschappijen sneller hebben kunnen acteren in geval van acquisities.

5.5 Grower baskets
In de financieringsdocumentatie wordt de bandbreedte afgesproken waarbinnen de doelwitgroep mag afwijken van de situatie ten tijde van het opstellen van die documentatie. Deze bandbreedte wordt vastgelegd door bepaald handelen of nalaten van de koper en de doelwitgroep te verbieden, tenzij dat handelen of nalaten specifiek is toegestaan in de financieringsdocumentatie. Dat toegestane handelen of nalaten wordt vaak vastgelegd in gedefinieerde termen die beginnen met 'permitted' (bijvoorbeeld: een *permitted acquisition* ingeval acquisities zijn toegestaan). Naast specifiek omschreven uitzonderingen, is er ook vaak een restcategorie van uitzonderingen die een bepaald bedrag (een zogenaamde *basket*) niet te boven mag gaan. Van oudsher zijn die *baskets* omschreven als absolute getallen, maar de laatste jaren zien we steeds vaker dat dergelijke *baskets* automatisch meegroeiën met de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat, waardoor de geldnemer meer flexibiliteit heeft. Dat noemen we *grower baskets*.

43 Een accordeon-faciliteit is een faciliteit die al is opgenomen in de documentatie maar waar nog geen *commitment* voor is afgegeven door de geldverstrekkers. De geldverstrekkers zijn ook niet verplicht om een dergelijk *commitment* af te geven, maar als de huidige geldverstrekkers niet (geheel of gedeeltelijk) willen meedoen met de accordeon-faciliteit, dan heeft de geldnemer vaak de mogelijkheid om andere financiers te zoeken die wel bereid zijn om de accordeon-faciliteit te verstrekken, zolang maar voldaan wordt aan de eventueel in de financieringsdocumentatie afgesproken voorwaarden die gelden voor de accordeon-faciliteit.

5.6 Overdraagbaarheid
Participatiemaatschappijen besteden veel tijd aan het samenstellen van de groep van geldverstrekkers in een bepaalde acquisitiefinanciering en zij willen daar ook grip op houden voor het geval zij toestemmingen nodig hebben van de geldverstrekkers voor handelen of nalaten dat niet vooraf is goedgekeurd en om te voorkomen dat geldverstrekkers bij tegenvallende resultaten hun vorderingen tegen (hoge) kortingen verkopen aan *distressed debt investors*.⁴⁴ De participatiemaatschappijen zijn er in de laatste jaren in geslaagd om de overdraagbaarheid van rechten en verplichtingen onder de financieringsdocumentatie voor geldverstrekkers meer aan banden te leggen in de financieringsdocumentatie. Daar waar voorheen de overdraagbaarheid bijvoorbeeld volledig vrij was nadat zich een opeisingsgrond had voorgedaan, zien we tegenwoordig dat – ook in dat geval – de geldverstrekkers niet zo maar aan iedereen hun vorderingen kunnen overdragen (bijvoorbeeld niet aan concurrenten van de geldnemer of aan *distressed debt investors*). En ook zónder opeisingsgrond mogen geldverstrekkers hun rechten in veel gevallen slechts overdragen aan partijen genoemd op een *white list*, tenzij de toestemming van de geldnemer is verkregen.

5.7 Gevolgen van kenmerken van acquisitiefinancieringsdocumentatie
De hierboven beschreven kenmerken van acquisitiefinancieringsdocumentatie hebben ertoe geleid dat (i) er veel schulden op de balans van doelwitgroepen zijn blijven staan; (ii) het minder vaak voorkomt dat overeengekomen financiële ratio's niet behaald worden; en (iii) er veel flexibiliteit is voor de geldnemer om bijvoorbeeld te investeren zonder goedkeuring van geldverstrekkers. Kortom, deze kenmerken hebben ertoe geleid dat er minder snel sprake is van een opeisingsgrond, waardoor de geldverstrekkers minder snel aan tafel zitten.

6. Gevolgen van de coronacrisis voor nieuwe en reeds verstrekte acquisitiefinancieringen

De coronacrisis heeft een enorme impact gehad op de economie. De overnamemarkt was grotendeels tot stilstand gekomen en er zijn weinig nieuwe acquisitiefinancieringen verstrekt in de periode tussen het begin van de coronacrisis en de datum van afronding van deze bijdrage. Ook zijn veel ondernemingen in de problemen gekomen, waaronder ook enkele portfoliobedrijven van participatiemaatschappijen. Dit heeft geleid tot veel extra financierin-

44 Op 10 juli 2020 heeft de Hoge Raad in een prejudiciële beslissing overigens bevestigd dat een vordering van een bank uit hoofde van een geldlening overdraagbaar is aan een niet-bank. Zie HR 10 juli 2020, ECLI:NL:HR:2020:1276 (*Alegre/Promontoria* c.s.). Het ging hier om een cessie van vorderingen waar de Hoge Raad heeft bepaald dat de bancaire zorgplicht niet overgaat op de niet-bank. Echter, de redelijkheid en billijkheid kan met zich meebrengen dat er wel een eigen zorgplicht rust op de niet-bank, "die in voorkomend geval kan inhouden dat zij zich jegens de leningnemer op dezelfde wijze moet gedragen als kan worden gevergd van een redelijk handelende bank" (r.o. 2.13.2).

gen om liquiditeitsproblemen op te vangen, inclusief zogenaamde GO-C-financieringen.⁴⁵

6.1 *Gevolgen voor nieuwe acquisitiefinancieringen*

In sommige van de nieuwe acquisitiefinancieringen die sinds het begin van de coronacrisis zijn verstrekt, hebben de geldverstrekkers de voorwaarden voor acquisitiefinancieringen enigszins aangescherpt, bijvoorbeeld: (i) meer aflossingsverplichtingen; (ii) hogere rente; en (iii) minder flexibiliteit voor de geldnemer. Echter, de kredietcrisis van 2008 heeft ons ook geleerd dat dit snel kan veranderen afhankelijk van de marktdynamiek. Op het moment van afronding van deze bijdrage doen de (meer flexibele) voorwaarden van vóór de coronacrisis dan ook hun herintrede.

6.2 *Gevolgen voor bestaande acquisitiefinancieringen*

De financieringsdocumentatie van bestaande (en reeds verstrekte) acquisitiefinancieringen bevat tal van verplichtingen voor de geldnemer. Zoals hiervoor besproken, is het tegenwoordig moeilijker voor geldverstrekkers om aan tafel te komen als gevolg van de flexibiliteit in financieringsdocumentatie. Echter, over het algemeen biedt financieringsdocumentatie wel bescherming voor de geldverstrekkers tegen het volledig wegvallen van omzet en/of het sluiten van bedrijven als gevolg van de coronacrisis.⁴⁶ De coronacrisis heeft er dan ook toe geleid dat geldnemers niet aan alle verplichtingen onder de financieringsdocumentatie konden blijven voldoen, zoals bijvoorbeeld aflossingsverplichtingen en financiële ratio's.

Het niet nakomen van verplichtingen in financieringsdocumentatie kan uiteraard leiden tot opeisingsgronden, herstructureringen en zelfs faillissementen. Ik zal nu kort omschrijven hoe een dergelijk proces er normaliter uitziet en welke rol de Wet homologatie onderhands akkoord (de "WHOA")⁴⁷ in zo'n proces kan spelen.

6.2.1 *Niet nakomen van verplichtingen; wat nu?*

Als de geldnemer niet meer voldoet aan bepaalde verplichtingen, zal hij de geldverstrekkers moeten informeren en moeten vragen om afstand te doen⁴⁸ van hun rechten om de financiering op te eisen als gevolg van deze niet-nakoming van verplichtingen.

Er volgen dan gesprekken met de geldverstrekkers en er is vaak behoefte aan aanvullende (financiële) informatie. Zeker in geval van liquiditeitstekorten zijn zorgvuldige en gedetailleerde liquiditeitsbegrotingen cruciaal. Die informatie gebruiken de geldverstrekkers om hun interne goedkeuringsprocedures te doorlopen.

Afhankelijk van de vraag welke verplichtingen niet nageleefd kunnen worden, zullen de geldverstrekkers voorwaarden stellen aan het afstand doen van hun rechten om op grond van niet-nakoming van die verplichtingen de financiering op te eisen. Die voorwaarden kunnen leiden tot wijzigingen in de financieringsdocumentatie, zoals (i) het afspreken van nieuwe financiële ratio's (een zogenaamde *covenant reset*); (ii) het introduceren van aanvullende financiële ratio's (bijvoorbeeld ten aanzien van minimumliquiditeit); (iii) een verhoging van de rente vanwege het verhoogde risicoprofiel; (iv) het opnemen van meer beperkingen in de bewegingsvrijheid van de geldnemer (bijvoorbeeld door geen acquisities te mogen doen); (v) het opleggen van additionele informatieverplichtingen; en (vi) het in rekening brengen van *waiver*-vergoedingen.

6.2.2 *Aanvullende financiering*

Als er liquiditeitstekorten zijn of dreigen te ontstaan, dan zal de geldnemer de geldverstrekkers veelal verzoeken om daarbij te helpen door rentebetalingen en/of aflossingsverplichtingen op te schorten ofwel aanvullende financiering te verstrekken.

Als de geldverstrekkers worden gevraagd om aanvullende financiering te verstrekken en/of rentebetalingen en/of aflossingsverplichtingen op te schorten, dan zullen de geldverstrekkers meestal verwachten dat de aandeelhouder ook een financiële bijdrage levert. Als de aandeelhouder niet bereid is 'mee te doen', dan zal een geldverstrekker minder snel geneigd zijn om aanvullende financiering te verstrekken omdat de geldverstrekkers dan in feite aandeelhoudersrisico nemen. Naast inbreng vanuit de aandeelhouder zullen er waarschijnlijk aanvullende voorwaarden gelden (zoals hiervoor beschreven). Dit zijn vaak intensieve en complexe onderhandelingen tussen de geldverstrekkers, de onderneming en de aandeelhouder.

6.2.3 *Welke toestemmingen zijn er nodig?*

Als de geldverstrekkers moeten worden gevraagd om afstand te doen van bepaalde rechten en/of gevraagd worden om, bijvoorbeeld, uitstel van betaling te verlenen, dan is het voor de geldnemer van belang om te weten welke geldverstrekkers nodig zijn om dat te realiseren. Moeten alle geldverstrekkers akkoord gaan of is een bepaald percentage ook voldoende? Dit hangt vaak af van het soort financiering: is het een gesyndiceerde financiering, een *clubdeal* of een bilaterale financiering? In geval van gesyndiceerde financieringen, hebben de geldverstrekkers die initieel het geld hebben verstrekt, hun participatie in de

45 Dat wil zeggen, financieringen met een 80%- of 90%-garantie van de Staat der Nederlanden, gebaseerd op de regeling van de Staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat van 23 april 2020, nr. WJZ/20095811, tot wijziging van de Regeling nationale EZK- en LNV-subsidies (Garantie ondernemingsfinanciering uitbraak coronavirus).

46 Een aantal gebeurtenissen of situaties die het gevolg zijn van de coronacrisis kunnen een directe opeisingsgrond opleveren onder de financieringsdocumentatie, zoals bijvoorbeeld het stopzetten van een (deel van) een onderneming, faillissementssituaties en materieel nadelige wijzigingen (de zogenaamde *MAC-clausule*).

47 De WHOA zal op 1 januari 2021 in werking treden.

48 De zogenaamde *waivers*.

financiering (geheel of gedeeltelijk) doorverkocht aan andere geldverstrekkers of beleggers. Bij een *clubdeal* houdt een kleine groep geldverstrekkers de financiering op hun balans. Een bilaterale financiering is een financiering waar slechts één geldverstrekker de lening verstrekt.

In geval van een bilaterale financiering is uiteraard de instemming van de enige geldverstrekker nodig. In geval van een gesyndiceerde financiering of een *clubdeal* is een vooraf overeengekomen meerderheid van de geldverstrekkers nodig om afstand te doen van bepaalde rechten dan wel om bepaalde toestemmingen te geven. Voor veel onderwerpen is een twee derde meerderheid van de geldverstrekkers vereist en in sommige gevallen, bijvoorbeeld voor uitstel van betaling, moeten alle geldverstrekkers instemmen. Traditioneel gezien hechten bankiers in Nederland aan de relatie met hun cliënten; dat wil zeggen dat de relatie tussen een bank en (bijvoorbeeld) een participatiemaatschappij kan helpen bij lastige situaties doordat, van beide kanten, naar het grotere geheel gekeken wordt. Maar er zijn ook andere geldverstrekkers, bijvoorbeeld bepaalde *distressed debt investors* die voornamelijk participeren in financieringen met als oogmerk financieel gewin. Zij zullen soms redenen zien om geen akkoord te geven voor een herstructurering, hetgeen het proces bemoeilijkt als deze goedkeuring formeel wel nodig is. Dit verklaart waarom een participatiemaatschappij graag controle uitoefent op de samenstelling van de groep van geldverstrekkers zoals hiervoor aan de orde is gekomen in paragraaf 5.6.

6.2.4 Herstructurering

Als het afstand doen van bepaalde rechten, het wijzigen van de financieringsdocumentatie en/of het verstrekken van aanvullende financiering niet mag baten, dan kan – vele gesprekken en onderhandelingen later – dit tot gevolg hebben dat er een (zwaardere) herstructurering van de financiering moet plaatsvinden. Te denken valt aan het omzetten van de schuld in aandelen, het afboeken van een deel van de schuld (al dan niet in combinatie met een nieuwe investering vanuit de (nieuwe) aandeelhouder), maar ook is opeising van de financiering met uitwinning van zekerheden dan een optie.

6.2.5 WHOA

In geval van financieringen met een grotere groep van geldverstrekkers, komt het wel eens voor dat niet alle geldverstrekkers op één lijn zitten. Tot de inwerkingtreding van de WHOA is het naar Nederlands recht zo dat alle geldverstrekkers moeten instemmen met een herstructurering buiten faillissement, voor zover hun rechten worden aangetast. Dat heeft tot veel problemen geleid voor Nederlandse bedrijven die in financiële problemen zijn gekomen, maar heeft er ook voor gezorgd dat de *centre of main interests* (ook wel *comi* genoemd) van de betreffende vennootschap verplaatst werd naar bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk om gebruik te kunnen maken van een

Engelse *scheme of arrangement*. De WHOA zorgt voor een wettelijk instrument om buiten faillissement een dwangakkoord te effectueren met een twee derde meerderheid. Na homologatie door de rechtbank bindt het akkoord alle betrokken schuldeisers en aandeelhouders, ook degenen die niet hebben ingestemd met het akkoord. Dat zou ertoe moeten leiden dat minder bedrijven failliet gaan.

7. Conclusie

De afschaffing van het *financial-assistance*verbod voor bv's, de opkomst van *direct lending* en de introductie van nieuwe kenmerken in acquisitiefinancieringsdocumentatie hebben eraan bijgedragen dat acquisitiefinancieringen interessant zijn voor geldverstrekkers en dat participatiemaatschappijen acquisitiefinancieringen graag inzetten voor hun acquisities. In die zin is het juridische klimaat voor acquisitiefinancieringen in Nederland sinds de kredietcrisis van 2008 verbeterd. De tijd zal leren welke impact de coronacrisis op het klimaat voor acquisitiefinancieringen zal hebben.