



UvA-DARE (Digital Academic Repository)

Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht

Barneveld, J.

Publication date
2014

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Barneveld, J. (2014). *Financiering en vermogensonttrekking door aandeelhouders: een studie naar de grenzen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders in besloten verhoudingen naar Amerikaans, Duits en Nederlands recht*. Kluwer.

General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

HOOFDSTUK 2

AANDEELHOUDERSFINANCIERING IN BEDRIJFSECONOMISCH PERSPECTIEF

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt aan de hand van bedrijfseconomische noties besproken welke overwegingen een rol spelen bij de keuze van de aandeelhouder voor de inrichting van de kapitaalstructuur van de vennootschap. Eerst worden kort de karakteristieke eigenschappen van het eigen vermogen en het vreemd vermogen uiteengezet. Vervolgens wordt nader ingegaan op de relatie tussen rendement en risico, en op de betekenis van deze relatie voor de financiering met vreemd vermogen. Daarna wordt aan de hand van drie gevestigde theorieën inzake ondernemingsfinanciering besproken welke factoren een prikkel kunnen vormen om de vennootschap te financieren met vreemd vermogen in plaats van eigen vermogen. Tot slot zal een en ander worden geconcretiseerd door de bespreking van een financieringsstructuur die vooral in jaren van hoogconjunctuur veel wordt toegepast: de *leveraged buyout*.

2.2 Eigen vermogen en vreemd vermogen

De vennootschap kan in haar financieringsbehoefte voorzien met eigen vermogen en vreemd vermogen. Hoewel beide als passiefpost op de balans worden opgenomen, bestaan er belangrijke verschillen tussen de vermogensvormen.

2.2.1 *Het afgeleide karakter van het eigen vermogen*

Boek 2 BW geeft geen definitie van het begrip eigen vermogen, wel biedt art. 2:373 BW een opsomming van de bestanddelen waaruit dit is opgebouwd.¹ Het nominale kapitaal en de gereserveerde winsten vormen de twee belangrijkste onderdelen van het eigen vermogen. De inbreng van de aandeelhouder vormt de eerste aanzet tot het eigen vermogen; door de storting van kapitaal (en eventueel agio) blaast hij de vennootschap leven in.² Hoe het eigen vermogen zich na de oprichting ontwikkelt, is primair afhankelijk van het succes van de door de vennootschap ontplooi-

1 Te weten: (het gestorte en opgevraagde deel van) het geplaatst kapitaal, het agio, de herwaarderingsreserve, andere wettelijke reserves, statutaire reserves, overige reserves en niet verdeelde winsten.

2 Schimmelpenninck 2003, p. 239.

activiteiten. Daarnaast kunnen de aandeelhouders ook ná de oprichting invloed uitoefenen op de omvang van het eigen vermogen: door storting van kapitaal en agio in het kader van een emissie van aandelen wordt het eigen vermogen verhoogd en door uitkeringen aan aandeelhouders wordt dat juist verminderd.

Het eigen vermogen vormt de restpost op de passiefzijde van de balans van de vennootschap: het bestaat uit het rekenkundige verschil tussen het balanstotaal en het vreemd vermogen.³ Het eigen vermogen is daarom direct afhankelijk van de waarde die wordt toegekend aan de activa. In die zin heeft het een afgeleid karakter. Bij een gelijkblijvende schuldenlast, heeft een fluctuatie in de waarde van het actief direct invloed op de omvang van het eigen vermogen. Het eigen vermogen is daarnaast afhankelijk van de kwalificering en waardering van de schulden en van (de omvang van) de getroffen voorzieningen.⁴ Het eigen vermogen betreft kortom een grootheid die continue aan verandering onderhevig is. Uit het karakter van restpost volgt dat het eigen vermogen negatief kan zijn, bijvoorbeeld doordat de activa zodanig in waarde zijn gedaald dat de totale waarde van het actief kleiner is dan de schulden. Met de term ‘negatief eigen vermogen’ wordt dus tot uitdrukking gebracht dat sprake is van een *tekort* aan eigen vermogen.⁵

Op de vennootschap rust geen verplichting om het eigen vermogen op een zeker moment af te lossen. Het is de onderneming voor onbepaalde tijd ter beschikking gesteld en ontbeert daarom het karakter van schuld.⁶ Hieruit volgt dat de vennootschap over haar eigen vermogen geen gefixeerde vergoeding verschuldigd kan zijn jegens de aandeelhouders. De vergoeding aan de verstrekker van het eigen vermogen is afhankelijk van het succes van de onderneming, zodat de kapitaalverstrekker geen garantie heeft dat hij daadwerkelijk dividend op zijn aandelen zal ontvangen.⁷ Slechts voor zover haar vermogenspositie dit toestaat, kan de vennootschap overgaan tot een uitkering aan haar aandeelhouders.⁸

3 De notie dat het eigen vermogen een restpost is, komt ook tot uitdrukking in de omschrijving van ‘equity’ in de *International Financial Reporting Standards (IFRS)*: “the residual interests in the assets of the entity after deducting all its liabilities” (zie IAS 32).

4 Beckman & Krens 2010, nr. 4.4.1.

5 Beckman meent dan ook dat de uitdrukking ‘negatief eigen vermogen’ vreemd is: “het gaat natuurlijk om een tekort aan eigen vermogen” (Beckman 2012, p. 633).

6 Beckman & Krens 2010, nr. 4.4.1.

7 Ook de houder van een (cumulatief) preferent aandeel heeft geen garantie dat aan hem daadwerkelijk dividend zal worden uitgekeerd. Het preferente karakter van het aandeel is gelegen in het feit dat *indien* er ruimte voor uitkering is, de preferente aandeelhouder voorgaat op de houders van reguliere aandelen (aldus ook Ferran 2008, p. 58).

8 Art. 2:105/216 BW. Dat neemt niet weg dat aandeelhouders – indien die mogelijkheid bestaat – hun rendement te gelde kunnen maken door verkoop van hun aandelen; Easterbrook en Fischel spreken van “a form of homemade dividends” (Easterbrook & Fischel 1991, p. 230).

2.2.2 Het risicodragende karakter van het eigen vermogen

Uit de voornoemde eigenschappen volgt dat het eigen vermogen een risicodragend karakter heeft. Ten eerste vormt het eigen vermogen een buffer tegen verliezen en de daaruit voortvloeiende waardedaling van het actief. Zolang het eigen vermogen groot genoeg is om deze waardedaling op te vangen, beschikt de vennootschap (balanstechnisch) over voldoende vermogen om haar schuldeisers volledig te voldoen. In Duitsland wordt het eigen vermogen daarom aangemerkt als ‘*Verlustpuffer*’ of ‘*Risikopuffer*’.⁹ Als het eigen vermogen onvoldoende is om het verlies te delgen, zal meestal de mogelijkheid om uitkeringen aan aandeelhouders te doen onder druk komen te staan. Omdat de vennootschap niet in gebreke kan zijn vanwege het niet betalen van dividend, hoeft dit geen gevolgen te hebben voor haar continuïteit.¹⁰

Het eigen vermogen fungeert niet alleen als buffer tegen schommelingen in de waarde van het actief, maar vangt tevens fluctuaties op in de kasstromen van de vennootschap. Financiële problemen manifesteren zich doorgaans als een liquiditeitstekort. Als de vennootschap bij een normale gang van zaken niet in staat is haar opeisbare verplichtingen te voldoen, dreigt haar insolventie; schuldeisers kunnen immers in dat geval haar faillissement uitlokken.¹¹ Aan een liquiditeitstekort kan een fundamenteel probleem ten grondslag liggen, maar het is tevens mogelijk dat slechts sprake is van een (tijdelijke) *mismatch* tussen de inkomende en uitgaande kasstromen.

Als een vennootschap geconfronteerd wordt met een liquiditeitsprobleem, zal zij in de regel trachten (overbruggings)financiering aan te trekken bij een kredietverstrekker. De bereidheid van derden om krediet te verstrekken is in hoge mate afhankelijk van de solvabiliteit van de vennootschap.¹² Naarmate de vennootschap over een groter eigen vermogen beschikt, zal zij in de regel gemakkelijker krediet kunnen aantrekken en aan haar opeisbare verplichtingen kunnen (blijven) voldoen.¹³ In de Duitse literatuur wordt in dit verband onderscheid gemaakt tussen de directe en indirecte financieringsfunctie van het eigen vermogen. Daarmee wordt tot uitdrukking gebracht dat het eigen vermogen niet alleen in directe zin kan worden aangewend ter financiering van de activa, maar tevens indirect, doordat op basis

9 Baums 2011, p. 204.

10 Aldus ook Ross, Westerfield & Jaffe 2002, p. 375. Wolf overweegt daarom mijns inziens ten onrechte dat de aanduiding ‘risicodragend’ niets zou toevoegen, omdat ook de verstrekker van vreemd vermogen het risico loopt zijn inbreng te verliezen (Wolf 2013, p. 44).

11 Mits aan het pluraliteitsvereiste is voldaan (art. 1 Fw).

12 Aldus ook Vriesendorp & Van den Sigtenhorst 2013, p. 95 en Raaijmakers 2006, p. 260.

13 Handschin 2012, p. 261. Daarnaast zal de kredietverstrekker natuurlijk ook kijken naar het winstpotentieel van de door de vennootschap gedreven onderneming, ofwel de geprognosticeerde rentabiliteit van het totale vermogen.

daarvan vreemd vermogen kan worden aangetrokken om in de financieringsbehoefte van de onderneming te voorzien.¹⁴ Er bestaat kortom een belangrijke interdependentie tussen het eigen vermogen en de liquiditeitspositie van de vennootschap. Handschin merkt het eigen vermogen daarom aan als ‘*risk reserve*’:

*“[E]quity is not only an indicator for the over-indebtedness of a corporation, but also for the ability of the corporation to make up for negative free cash flow. In fact, equity is an indicator for both financial risks of a corporation: the cash-drain risk as well as the risk of asset reductions and over-indebtedness. [...] It is the essential function of equity to provide for a buffer or a reserve to cope with these risks. Therefore, the term ‘risk-reserve’ is to be preferred to describe the function of equity.”*¹⁵

2.2.3 Risico's aan financiering met vreemd vermogen

Het vreemd vermogen van de vennootschap wordt primair gevormd door de kortlopende en langlopende schulden van de vennootschap, maar ook de getroffen voorzieningen, overlopende activa en niet-gepassiveerde verplichten moeten daartoe worden gerekend.¹⁶ Anders dan het eigen vermogen, zal het vreemd vermogen op termijn door de vennootschap moeten worden afgelost of geherfinancierd. De vennootschap is daarnaast over het vreemd vermogen meestal een gefixeerde vergoeding verschuldigd: de betaling van rente over de hoofdsom. De vennootschap wordt de rentevergoeding meestal periodiek verschuldigd, ongeacht of haar vermogenspositie haar tot de betaling daarvan in staat stelt. Als de vennootschap niet aan de rente- of aflossingsverplichtingen kan voldoen, is sprake van een tekortkoming in de nakoming van een verbintenis. Dit maakt financiering met vreemd vermogen risicovoller dan financiering met eigen vermogen.

In de praktijk worden vennootschappen soms gefinancierd met zogenoemde *Payment In Kind*-leningen (PIK). Vooral *private equity* investeerders plegen gebruik te maken van deze kredietvorm. Bij een PIK-lening wordt de door de vennootschap verschuldigde rente bijgeschreven op de hoofdsom en is de vennootschap gehouden op een bepaald moment de gehele lening – hoofdsom en rente – in een keer af te lossen. Dit heeft als voordeel dat gedurende de looptijd van de lening de rentelasten niet drukken op de kasstromen van de vennootschap. Zo kunnen vennootschappen zich in een hoge mate financieren met vreemd vermogen en niettemin op korte termijn aan hun opeisbare verplichtingen blijven voldoen. Daar staat tegenover dat de solvabiliteit van de vennootschap op deze manier in een hoog tempo wordt uitgehold. Door de rente bij te schrijven, wordt de vennootschap rente over rente verschuldigd, waardoor de verplichting in een rap tempo toeneemt gedurende de

14 Eckhold 2002, p. 14.

15 Handschin 2011, p. 194 en p. 200.

16 Voorzieningen dienen kort gezegd te worden gevormd als de omvang van een verplichting of verlies onzeker is, maar redelijkerwijs is te schatten, zie art. 2:374 BW.

looptijd. Deze wijze van financiering brengt daarom een aanzienlijk hoger herfinancieringsrisico mee dan een ‘reguliere’ (annuïteiten)lening.¹⁷

2.2.4 Hybride vermogen

Sommige financieringsinstrumenten hebben zowel eigenschappen van eigen vermogen, als van vreemd vermogen.¹⁸ Dergelijk hybride vermogen wordt doorgaans door financiële specialisten ontworpen met het doel om in specifieke wensen van bepaalde beleggers te voorzien.¹⁹ Of een hybride vermogensinstrument moet worden aangemerkt als eigen vermogen of als vreemd vermogen, hangt af van het toegepaste normenkader. Zo gaan de verslaggevingsregels in boek 2 BW uit van de juridische vorm van een vermogensinstrument, terwijl vermogen onder de *International Financial Reporting Standards* dient te worden gekwalificeerd op basis van de economische inhoud.²⁰ Hieruit volgt bijvoorbeeld dat preferente aandelen onder IFRS soms worden aangemerkt als vreemd vermogen, terwijl zij op grond van boek 2 kwalificeren als eigen vermogen.²¹ Ook in aandelen converteerbare leningen worden niet altijd hetzelfde behandeld onder boek 2 BW als onder IFRS. De fiscus hanteert op zijn beurt weer andere criteria bij de kwalificatie van hybride vermogensinstrumenten.

Het kernonderscheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, dat voor het onderhavige onderzoek van belang is, komt helder tot uitdrukking in het op Europees niveau vastgestelde raamwerk van kapitaaleisen voor financiële instellingen: Basel 3. De in Basel vastgestelde (kader)regels schrijven kort gezegd voor

17 Eidenmüller 2007b, p. 656, wijst erop dat uit onderzoek blijkt dat de mens de neiging heeft in de toekomst gelegen verplichtingen te licht op te vatten, zodat het gebruik van PIK-leningen aanzienlijke risico's meebrengt: "Im Lichte der bekannten Neigung zum "hyperbolischen Diskontieren" liegt in der temporären Aussetzung von tatsächlichen Zahlungspflichten offenbar eine besonders große Gefahr." Ook Viëtor 2007, par. 5, wijst op de risico's aan PIK-leningen.

18 Zie daarover Ferran 2008, p. 57-59 en Van Geffen 2004.

19 Duffhues 2002, par. 4.

20 De toelichting bij IAS 32 inzake de "Classification as Liability or Equity" merkt hierover op: "The fundamental principle [...] is that a financial instrument should be classified as either a financial liability or an equity instrument according to the substance of the contract, not its legal form, and the definitions of financial liability and equity instrument. [...] A financial instrument is an equity instrument only if (a) the instrument includes no contractual obligation to deliver cash or another financial asset to another entity and (b) if the instrument will or may be settled in the issuer's own equity instruments, it is either: a non-derivative that includes no contractual obligation for the issuer to deliver a variable number of its own equity instruments; or a derivative that will be settled only by the issuer exchanging a fixed amount of cash or another financial asset for a fixed number of its own equity instruments." (Onderstr. JB).

21 "If an entity issues preference (preferred) shares that pay a fixed rate of dividend and that have a mandatory redemption feature at a future date, the substance is that they are a contractual obligation to deliver cash and, therefore, should be recognised as a liability" (IAS 32.18(a)).

dat financiële instellingen een minimum eigen vermogen dienen aan te houden – onder Basel 3 aangeduid als *core-1 capital* of *sweet equity*. Volgens het Basel 3-akkoord kwalificeert een vermogensinstrument uitsluitend als *core-1 capital* als het de bank volledig vrij staat betalingen op de hoofdsom en tussentijdse dividend/rentebetalingen ‘*going concern*’ op te schorten; dus zonder dat dit leidt tot een toerekenbare tekortkoming van de vennootschap.²² Er is pas sprake van eigen vermogen als het vermogensinstrument buiten een faillissement (of formele reorganisatie van de schulden) verliezen kan opvangen. Het moet kortom gaan om *risicodragend* vermogen.²³

2.3 Schuldfinanciering creëert in beginsel geen ondernemingswaarde

Een van de meest fundamentele vraagstukken in de bedrijfseconomische wetenschap betreft de zoektocht naar de optimale kapitaalstructuur, ofwel naar de beste verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Daarbij staat de vraag centraal of ondernemingen waarde kunnen creëren door ‘*financial engineering*’.²⁴ Kunnen aandeelhouders de waarde van hun aandelen doen stijgen door invloed uit te oefenen op de kapitaalstructuur van de vennootschap, en zo ja, hoe?

2.3.1 *Het effect van leverage op het rendement van het eigen vermogen*

Rationele aandeelhouders beoordelen de prestaties van een vennootschap doorgaans op basis van het rendement dat de vennootschap maakt op het eigen vermogen (*return on equity*, ROE). De ROE wordt bepaald door de verhouding tussen enerzijds de winst na betaling van renteverplichtingen en belastingen en anderzijds de hoeveelheid geïnvesteerd eigen vermogen. Een hogere ROE impliceert een hogere waarde van de aandelen en meer ruimte voor uitkeringen. De ROE moet worden onderscheiden van de rentabiliteit van het *totale* vermogen van de vennootschap (*return on assets*, ROA). De ROA geeft de winstgevendheid weer van de aanwending van het totale actief, van de daadwerkelijke onderneming dus. De ROA wordt doorgaans bepaald door de verhouding tussen de operationele winst en het totale vermogen van de vennootschap.

22 Zie daarover Barneveld 2012a.

23 Dezelfde notie blijkt uit de toelichting bij IAS 32 inzake de “*Classification as Liability or Equity*”:
“*A financial instrument is an equity instrument only if (a) the instrument includes no contractual obligation to deliver cash or another financial asset to another entity and (b) if the instrument will or may be settled in the issuer’s own equity instruments, it is either: a non-derivative that includes no contractual obligation for the issuer to deliver a variable number of its own equity instruments; or a derivative that will be settled only by the issuer exchanging a fixed amount of cash or another financial asset for a fixed number of its own equity instruments.*”

24 Bratton 2008, p. 214.

Tegenwoordig wordt de operationele winst vaak uitgedrukt in het acroniem EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*): het bedrijfsresultaat voor aftrek van rente, belasting, afschrijvingen en herwaarderingen. De EBITDA wordt gebruikt als maatstaf voor de winst die een onderneming realiseert met haar operationele activiteiten, zonder rekening te houden met haar financieringskosten en afschrijvingen. De EBITDA geeft een indicatie van de kasstromen van de vennootschap, zodat aan de hand daarvan kan worden bepaald of de gedreven onderneming voldoende *cashflow* genereert om aan haar renteverplichtingen te voldoen. De EBITDA geeft echter geen goed beeld van de financiële gezondheid van de onderneming, nu daarin louter de ingaande kasstromen tot uitdrukking komen, en de uitgaande kasstromen (zoals rente, belastingen en investeringen) niet. Warren Buffet heeft daarom opgemerkt: “*References to EBITDA make us shudder – does management think the tooth fairy pays for capital expenditures? We’re very suspicious of accounting methodology that is vague or unclear, since too often that means management wishes to hide something.*”²⁵

Een veelgehoorde stelling is dat aandeelhouders waarde kunnen creëren door te financieren met veel vreemd vermogen, omdat hierdoor de rentabiliteit van het eigen vermogen wordt verhoogd. Financiering met eigen vermogen zou daarom relatief duur zijn. Door te financieren met veel vreemd vermogen creëren de aandeelhouders echter geen waarde, maar een hefboom. Deze hefboom steunt op het feit dat de vennootschap over vreemd vermogen een gefixeerde vergoeding verschuldigd is; de renteverplichting is een vaststaand gegeven en daalt of stijgt niet mee met de operationele winst. Door het eigen vermogen te vervangen door vreemd vermogen (en dus met meer gefixeerde renteverplichtingen) kan de aandeelhouder de rentabiliteit van het eigen vermogen verhogen.

Een eenvoudig cijfervoorbeeld kan dit verduidelijken. Stel dat de vennootschap is gefinancierd met 80 euro eigen vermogen en 20 euro vreemd vermogen. Over het vreemd vermogen is de vennootschap 5 procent rente verschuldigd. Door aanwending van deze 100 euro behaalt de vennootschap een operationele winst (voor renteverplichtingen) van 20. Na aftrek van de 1 euro renteverplichting (5 procent van 20) resteert voor de aandeelhouders 19 euro winst.²⁶ De ROE is nu 23,75 procent ($19/80 \times 100$). Stel nu dat de vennootschap gefinancierd is met 80 euro vreemd vermogen en 20 euro eigen vermogen en het operationeel resultaat 20 euro blijft. Na de aftrek van de 4 euro renteverplichting (5 procent van 80), resteert voor de aandeelhouders een bedrag van 16 euro. Nu deze winst is gerealiseerd door aanwending van een substantieel kleiner eigen vermogen, is de ROE gestegen naar maar liefst 80 procent ($16/20 \times 100$).

25 W. Buffet, ‘Letter to the shareholders of Berkshire Hathaway Inc’, beschikbaar op: <http://www.berkshirehathaway.com/2000ar/2000letter.html>.

26 In dit voorbeeld zijn belastingen buiten beschouwing gelaten.

Uit dit cijfervoorbeeld blijkt dat bij een gelijk blijvende rentabiliteit van het totale vermogen (ROA), de rentabiliteit van het *eigen* vermogen (ROE) stijgt naarmate de vennootschap wordt gefinancierd met meer vreemd vermogen. Hieruit lijkt te volgen dat zolang de ROA boven de rentekosten van het vreemd vermogen ligt, aandeelhouders waarde kunnen creëren door de vennootschap vreemd vermogen te doen aantrekken.²⁷ Dit is echter allerm minst het geval, omdat in de analyse tot nu toe een belangrijk element ontbreekt dat niet gereflecteerd wordt in de ROE: risico.

2.3.2 Een hoger risico vereist een hoger rendement

Rationale investeerders beoordelen een investeringsmogelijkheid niet alleen op basis van het verwachte rendement, maar tevens op grond van het aan de investering verbonden risico. Een investeerder die kan kiezen uit twee investeringsmogelijkheden met een gelijk verwacht rendement, zal de voorkeur geven aan de investering met het minste risico.²⁸ Onder ‘risico’ wordt in de bedrijfseconomie de spreiding (of volatiliteit) van de mogelijke opbrengsten van de investering verstaan.²⁹ Een en ander kan aan de hand van een eenvoudig cijfervoorbeeld worden geïllustreerd.

Stel: investering A heeft 20 procent kans op een opbrengst van 1000, en 80 procent kans op een opbrengst van 0. Het verwachte rendement van deze investering is 200.³⁰ Investering B heeft 50 procent kans op een opbrengst van 300 en 50 procent kans op een opbrengst van 100. Het verwachte rendement van deze investering is daarom eveneens 200.³¹ Het *verwachte* rendement van beide investeringen is gelijk, maar investering A is aanzienlijk risicovoller dan investering B, omdat de spreiding van haar mogelijke rendementen veel groter is. Een rationele (en risico-averse) investeerder zal daarom de voorkeur geven aan investering B.

Nu rendement een vergoeding is voor het dragen van risico, impliceert een hoger risico een hogere rendementseis; als het risico van een investering hoger ligt, zal een

27 Als de rentabiliteit van de investering lager ligt dan het rentepercentage van de *leverage*, is financiering met vreemd vermogen vanzelfsprekend nadelig voor de rentabiliteit van het eigen vermogen. Dit wordt in de economische literatuur aangemerkt als *spurious leverage*. Klein, Coffee & Partnoy geven aan dat hoewel dergelijke irrationele investeringen in de wetenschap worden genegeerd, deze in de praktijk wel degelijk voorkomen (Klein, Coffee & Partnoy 2010, p. 349).

28 Aan deze – voor de bedrijfseconomie fundamentele – zienswijze ligt een veelheid van economische theorieën ten grondslag; de belangrijkste daarvan zijn de *Modern Portfolio Theory* (MPT) en het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

29 In deze paragraaf zal met de term ‘risico’ verwezen worden naar dit specifieke bedrijfseconomische begrip. In de andere delen van dit boek wordt daarmee verwezen naar de klassieke betekenis van het begrip: “gevaar voor onheil, schade of verlies” (Van Dale online 2013).

30 Het verwachte rendement van een investering wordt berekend door de mogelijke opbrengsten te vermenigvuldigen met de kans dat een opbrengst gerealiseerd wordt (opbrengst x kans). In dit geval dus: $0,20 \times 1000 + 0,80 \times 0 = 200$.

31 $0,5 \times 300 + 0,5 \times 100 = 200$.

investeerder daarvoor een hogere vergoeding vereisen. Het minimale rendement dat investeerders vereisen om vermogen ter beschikking te stellen, wordt door bedrijfs-economen het ‘vereiste rendement’ (*the cost of capital*) genoemd.³²

2.3.3 Modigliani & Miller: de kapitaalstructuur heeft geen invloed op de ondernemingswaarde

In een baanbrekend artikel uit 1958 hebben Modigliani & Miller betoogd dat vanwege de hiervoor beschreven samenhang tussen risico en (vereist) rendement, de waarde van een onderneming niet wordt beïnvloed door de manier waarop zij is gefinancierd.³³ De kapitaalstructuur (de rechterkant van de balans) heeft geen invloed op het rendement dat wordt behaald door aanwending van de activa (de linkerkant van de balans).³⁴ Net zo min als men een pizza in omvang kan doen toenemen door deze in meer stukken te snijden, kunnen aandeelhouders de waarde van de onderneming doen stijgen door de verhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen te wijzigen. Het gebruik van extra vreemd vermogen brengt meer risico mee en deze toename van risico willen de aandeelhouders gecompenseerd zien door meer rendement. Het door de aandeelhouders vereiste rendement stijgt volgens Modigliani en Miller lineair met de hoeveelheid vreemd vermogen in de kapitaalstructuur. De totale financieringskosten van een vennootschap zijn daarom constant, ongeacht de hoeveelheid vreemd vermogen in haar kapitaalstructuur.

Myers heeft het als volgt verwoord: “[*The proposition of Modigliani and Miller*] shows why there is no magic in financial leverage. Any attempt to substitute cheap debt for expensive equity fails to reduce the overall cost of capital because it makes the remaining equity still more expensive – just enough more expensive to keep the overall cost of capital constant.”³⁵

Door te financieren met meer vreemd vermogen verhoogt de aandeelhouder niet alleen het verwachte rendement van zijn investering, maar tevens de spreiding van de mogelijke opbrengsten; het *financiële* risico neemt dus toe. De financiering met vreemd vermogen beïnvloedt weliswaar niet het operationele risico (het risico dat

32 Het totale vereiste rendement van de verstrekkers van eigen vermogen en van vreemd vermogen wordt de totale *cost of capital* van de vennootschap genoemd. Dit is voor de vennootschap een belangrijke grootte, nu de vennootschap uitsluitend zal willen investeren in projecten waarvan het rendement gelijk is aan, of groter is dan haar *cost of capital* (zie Ferran 2008, p. 62). Zie ook Boot 2005, p. 2005.

33 Modigliani & Miller 1958, p. 269: “[*T*he market value of any firm is independent of its capital structure”. Hierna zal deze stelling – volgens gebruik – worden afgekort als MM1.

34 Modigliani en Miller stelden in hetzelfde artikel dat de marktwaarde van een onderneming wordt bepaald door de som van de marktwaarde van het eigen vermogen en vreemd vermogen. Dit zou gelijk moeten zijn aan de *discounted cashflows* van de vennootschap; de actuele waarde van de door activa gegenereerde kasstromen bepalen daarom hoeveel de onderneming waard is.

35 Myers 2001, p. 85.

samenhangt met het door de aanwending van het actief gegenereerde rendement), maar hoe groter de gefixeerde renteverplichting van de vennootschap, des te groter is de invloed van fluctuaties in het operationele resultaat op de rentabiliteit van het eigen vermogen. De hefboom werkt kortom twee kanten op.

Brealy, Myers en Marcus merken dienaangaande op: “*Debt finance does not affect the operating risk or, equivalently, the business risk of the firm. But with less equity outstanding, a change in operating income has a greater impact on earnings per share.*”³⁶ “[T]he debt-equity choice does amplify the spread of percentage returns. [...] In other words, the effect of leverage is to double the amplitude of the swings of the [value of the] shares.”³⁷

De kern van de stelling van Modigliani en Miller is dat het door de aandeelhouder vereiste rendement door het toegenomen risico exact evenveel stijgt als het verwachte rendement. De aandeelhouder kan zijn aandelen daarom niet in waarde doen stijgen door de vennootschap meer vreemd vermogen te laten aantrekken.³⁸ De werkelijke waarde wordt gecreëerd door de resultaten van de onderneming; de ‘productiemiddelen’ van die waarde staan op de actiefzijde van de balans. De manier waarop de passiefzijde van de balans is vormgegeven, heeft geen invloed op de verwachte kasstromen en risico’s die voortvloeien uit de met de activa ontplooidde activiteiten. De kapitaalstructuur geeft slechts aan hoe de door de activa gegenereerde kasstromen en risico’s worden verdeeld over de vermogensverschaffers van de vennootschap.³⁹

De analyse van Modigliani en Miller wordt door bedrijfseconomen aangemerkt als een waterscheiding binnen het denken over de financiering van de onderneming.⁴⁰ Daarvoor zijn de auteurs beloond met de Nobelprijs. Hoewel de indifferentietheorie sinds 1958 van belangrijke nuances is voorzien en verder is verfijnd, vormt zij nog steeds het startpunt van alle bedrijfseconomische analyses inzake de kapitaalstructuur van ondernemingen. Sinds de bijdrage van Modigliani en Miller staat vast dat – in de woorden van Boot – “het ‘rommelen’ met de financiële verhoudingen geen wezenlijke waarde creëert, en voor zover er wel waarde mee

36 Brealy, Myers & Marcus 2007, p. 401.

37 Brealey & Myers 2003, p. 474.

38 Dit punt wordt extra duidelijk als men bedenkt dat de door de vennootschap gecreëerde *leverage* ook door de aandeelhouder in privé had kunnen worden aangetrokken. Daarmee had de aandeelhouder op dezelfde manier zijn verwachte rendement en het risico van zijn investering kunnen beïnvloeden. Door vreemd vermogen aan te trekken doet de vennootschap dus niets dat de aandeelhouder niet zelf had kunnen doen (één van de vele aannames die ten grondslag liggen aan MM1, is dat individuele aandeelhouders tegen dezelfde voorwaarden kunnen lenen als ondernemingen, zie Klein, Coffee & Partnoy 2010, p. 360).

39 Zie Boot 2005, p. 142: “Het financieringsvraagstuk is veeleer een verdelingsvraagstuk”.

40 Zie bijvoorbeeld Myers 2001, p. 84 en Boot 2005, p. 142.

gecreëerd kan worden, de oorsprong van deze waardecreatie zorgvuldig moet worden blootgelegd”.⁴¹

2.4 Waardecreatie door schuldfinanciering in de praktijk

Aan de theorie van Modigliani en Miller ligt een aantal belangrijke aannames ten grondslag. Zo gaat deze uit van een efficiënte kapitaalmarkt waarin alle relevante informatie aan alle investeerders bekend is. Aangenomen wordt dat bij de vennootschap betrokken partijen (*insiders*) over dezelfde informatie beschikken als niet bij de vennootschap betrokken personen (*outsiders*). De stelling houdt evenmin rekening met transactiekosten, de kosten van insolventie, *agency*-kosten en de fiscale behandeling van vermogen. In de theoretische, ‘perfecte wereld’ van Modigliani en Miller heeft de kapitaalstructuur geen invloed op de waarde van de onderneming, maar in de werkelijke wereld bestaan er wel degelijk prikkels voor aandeelhouders om de vennootschap te financieren met vreemd vermogen. Op deze prikkels wordt hierna ingegaan.

2.4.1 De trade-off-theorie

De fiscale behandeling van eigen vermogen en vreemd vermogen heeft Modigliani en Miller ertoe genoopt hun indifferentietheorie in 1963 van een belangrijke nuance te voorzien.⁴² Eigen vermogen en vreemd vermogen zijn voor de fiscus geen gelijken. De vergoeding over het eigen vermogen, te weten de uitkering van dividend, is niet aftrekbaar van de fiscale winst van de vennootschap.⁴³ Daarnaast is de vennootschap over uitgekeerde dividenden dividendbelasting verschuldigd. De rentebetalingen over vreemd vermogen worden daarentegen beschouwd als door de vennootschap gemaakte (bedrijfs)kosten. Deze zijn daarom aftrekbaar van de fiscale winst van de vennootschap en drukken zo haar verplichting jegens de fiscus. Een belasting verschuldigde vennootschap die een extra euro aan rente betaalt, wordt daarvoor dus gedeeltelijk gecompenseerd door een ‘*interest tax shield*’, in de vorm van een belastingkorting. Financiering met vreemd vermogen in plaats van eigen vermogen verhoogt daarom het rendement na belastingen, en zo de ondernemingswaarde.⁴⁴ Omdat de verschaffers van het vreemd vermogen een gefixeerde *claim* hebben op de kasstromen van de vennootschap, komt het uit het *tax shield* voortvloeiende voordeel ten goede aan de verschaffers van het eigen vermogen: de aandeelhouders dus.

41 Boot 2005, p. 142.

42 Modigliani & Miller 1963 (MM2).

43 Zie voor Nederland bijvoorbeeld Schonis 2006, p. 67-77.

44 Het deel van de pizza dat naar de overheid gaat wordt niet meegenomen bij de bepaling van de ondernemingswaarde. De waarde van de onderneming is volgens MM1 immers de marktwaarde van het vreemd vermogen plus de marktwaarde van het eigen vermogen (zie Breal, Myers & Marcus 2007, p. 406).

Uit de gecorrigeerde theorie van Modigliani en Miller lijkt te volgen dat winstgevende vennootschappen zich het beste volledig met vreemd vermogen kunnen financieren. Deze vergaande gevolgtrekking wordt in de conclusie van hun artikel echter direct genuanceerd, waarbij gewezen wordt op de ‘andere kosten’ die aan de financiering met vreemd vermogen inherent zijn en die niet in de analyse zijn verdisconteerd.⁴⁵ De bedrijfseconomische wetenschap is op zoek gegaan naar die ‘andere kosten’,⁴⁶ en in de jaren ‘70 vloeit uit deze zoektocht de *trade-off*-theorie voort.⁴⁷ Daaraan ligt de gedachte ten grondslag dat financiering met vreemd vermogen kosten van *financial distress* meebrengt. Deze kosten bestaan niet alleen uit de kosten die voortvloeien uit insolventie (zoals de kosten van de curator, advocaten etc.), maar tevens uit de kosten die voortvloeien uit het toegenomen insolventierisico.⁴⁸ Het gaat daarbij om kosten ten gevolge van de afname van het vertrouwen dat derden hebben in de financiële gegoedheid van de onderneming, zoals het verlies van klanten en leveranciers, en de strengere voorwaarden van kredietverstrekkers. Daarnaast bestaat het risico dat het bestuur van de vennootschap uit vrees voor de gevolgen van een eventuele insolventie te voorzichtig wordt en zo waardevolle investeringsmogelijkheden onbenut laat.

Uit de *trade-off*-theorie volgt dat de onderneming bij haar beslissing om vreemd vermogen aan te trekken het fiscale voordeel moet afwegen tegen de kosten van *financial distress*.⁴⁹ Financiering met vreemd vermogen is lucratief zo lang de marginale belastingvoordelen opwegen tegen de marginale kosten van *financial distress*. Volgens deze theorie bestaat er daarom een optimale kapitaalstructuur, zij

45 “It may be useful to remind readers once again that the existence of a tax advantage for debt financing [...] does not necessarily mean that corporations should at all times seek to use the maximum possible amount of debt in their capital structures. [...] there are, as we pointed out, limitations imposed by lenders, as well as many other dimensions (and kinds of costs) in realworld problems of financial strategy which are not fully comprehended within the framework of static equilibrium models, either our own or those of the traditional variety. These additional considerations, which are typically grouped under the rubric of “the need for preserving flexibility,” will normally imply the maintenance by the corporation of a substantial reserve of untapped borrowing power.” (Modigliani & Miller 1963, p. 442).

46 Na het verschijnen van het tweede artikel van Modigliani en Miller in 1963 bleven de meeste ondernemingen die omvangrijke (fiscale) winsten rapporteerden, zich financieren met veel eigen vermogen. Zolang de theorie niet correspondeerde met de praktijk, zag de wetenschap zich genoodzaakt haar verder te ontwikkelen. In de woorden van Myers: “It does no good to say (without further explanation) that managers are “excessively conservative” or “not value-maximizing.” That amounts to blaming managers, rather than economists, for the failure of the economists’ theory” (Myers 2001, p. 89).

47 Kraus & Litzenberger 1973.

48 Boot 2005, p. 144.

49 Brealy, Myers & Marcus 2007, p. 414.

het dat de kosten van *financial distress* onmogelijk te berekenen zijn en daarom een economisch model om de ideale kapitaalstructuur te bepalen, ontbreekt.⁵⁰ Volgens sommige economen kan de *trade-off*-theorie niettemin als verklaring dienen voor het feit dat volwassen vennootschappen met stabiele kaststromen gemiddeld met meer vreemd vermogen gefinancierd zijn dan ondernemingen met weinig materiële activa en een groeiperspectief.⁵¹

2.4.2 De free cashflow-theorie

In 1976 verschijnt een belangwekkend artikel van Jensen en Meckling, waarin zij betogen dat de *trade-off*-theorie onvoldoende rekening houdt met *agency costs*.⁵² Onder *agency costs* verstaan economen de kosten die ontstaan doordat het belang van een agent die handelt ten behoeve van een principaal, niet noodzakelijkerwijs parallel loopt met het belang van de principaal.⁵³ Jensen en Meckling wijzen op de *agency costs* die verbonden zijn aan het feit dat de onderneming niet wordt bestuurd door haar *residual claimants* (de aandeelhouders), maar door het bestuur. Dit brengt het risico mee dat het bestuur niet volledig in het belang van de aandeelhouders handelt. Zo kan het bestuur zich onvoldoende inspannen ten behoeve van de winstgevendheid, overtollige kasmiddelen aanwenden voor investeringen met een negatieve verwachte waarde, eigen vermogen in de vennootschap trachten te houden als een 'appeltje voor de dorst' en zelfs overgaan tot zelfverrijking.⁵⁴ Om deze risico's tegen te gaan, zullen aandeelhouders het handelen van het bestuur monitoren of dit risico in hun rendementseis verdisconteren. Dit brengt *agency costs* voor de vennootschap met zich mee, die volgens Jensen en Meckling verminderd kunnen worden door te financieren met veel vreemd vermogen. Van schuldfinanciering zou een disciplinerende werking uitgaan: door de hoge (gefixeerde) rentelasten die ten gevolge van een *leveraged* financieringsstructuur op de kasstromen van de vennootschap komen te rusten, wordt de *free cashflow* teruggebracht en het bestuur zo tot een efficiënte aanwending van de beschikbare middelen gedwongen.⁵⁵

50 De *trade-off* theorie heeft sinds haar geboorte dan ook aan de nodige kritiek blootgestaan. Zie Miller 1988 en Myers 1984.

51 Aldus Ferran 2008, p. 63 en Brealy, Myers & Marcus 2007, p. 414.

52 Jensen & Meckling 1976, die voortborduren op het gedachtegoed van Berle & Means 1932 en Smith 1776.

53 Bainbridge 2002, p. 36, overweegt: "Agency costs are defined as the sum of the monitoring and bonding costs, plus any residual loss, incurred to prevent shirking by agents." Neus & Walter 2008, p. 10, hanteren een enigszins andere definitie: "Agency costs: i.e. the overall welfare loss caused by the delegation of decisions under conditions of imperfect markets."

54 Jensen en Meckling 1976 spreken van "shirking, cheating, stealing, and other self-serving behavior [...] The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it below the cost of capital or wasting it on organizational inefficiencies." (Jensen 1986, p. 323).

55 Volgens Jensen dient als 'free cashflow' te worden aangemerkt, de "cash flow in excess of that required to fund all of a firm's projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital" (Jensen 1988, p. 28).

De *free cashflow* theorie van Jensen en Meckling heeft zijn uitwerking op de financieringspraktijk niet gemist. In de jaren tachtig vond in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk een groot aantal overnames plaats, waarbij de overname-som hoofdzakelijk gefinancierd werd met vreemd vermogen (zie daarover par. 2.5 hierna). In een artikel dat 30 jaar na de monumentale bijdrage van Modigliani en Miller verschijnt, stelde Miller dat deze ontwikkeling de *free cashflow* theorie lijkt te bevestigen.⁵⁶ Het geloof van Jensen in de disciplinerende werking van schuldfinanciering ging zelfs zo ver, dat hij in 1989 de ondergang van de beursgenoteerde vennootschap voorspelde.⁵⁷ De met vreemd vermogen gefinancierde vennootschap in handen van een klein aantal investeerders zou de logge beursvennootschap van het toneel verdrijven. Niet lang na zijn voorspelling bleek echter hoe prematuur deze was. De markt voor risicovolle obligaties stortte in en veel met vreemd vermogen gefinancierde ondernemingen kwamen in financiële problemen.

2.4.3 De informatieasymmetrietheorie

In 1977 bekritiseert ook Myers de *trade-off* theorie en presenteert hij een alternatief: de *pecking order* of informatieasymmetrietheorie.⁵⁸ Deze theorie stelt het signaal centraal dat van een bepaalde vorm van financiering uitgaat aan beleggers.⁵⁹ Myers betoogt dat het bestuur van de vennootschap het beste op de hoogte is van de waarde van de door de vennootschap gedreven onderneming en het beste de mogelijkheden voor groei kan beoordelen. Deze informatieasymmetrie tussen het bestuur en de vermogensverschaffers leidt tot een financieringsrangorde waarbij het bestuur de voorkeur geeft aan een vorm van financiering waarbij de kosten van de informatieasymmetrie worden geminimaliseerd. Kort gezegd gaat de theorie ervan uit dat de markt een aandelenuitgifte zal opvatten als een signaal van het bestuur dat de aandelen zijn overgewaardeerd. Daarom zal het bestuur de voorkeur geven aan interne financiering: financiering door middel van de door de onderneming gegenereerde kasstromen. Als de vennootschap toch genoodzaakt is externe financiering aan te trekken, zal het bestuur de voorkeur geven aan vreemd vermogen boven eigen vermogen, aangezien daar het probleem van de informatieasymmetrie een beperktere rol speelt. Uit de theorie van Myers volgt dat bestuurders de vrijheid moet worden geboden over de aanwending van de kasstromen te beslissen, zodat deze leer zich problematisch verhoudt tot de *free-cashflow* theorie van Jensen en Meckling.

⁵⁶ Miller 1988, p. 113.

⁵⁷ Jensen 1989, p. 1-30.

⁵⁸ Myers 1977; de theorie is verder ontwikkeld in Myers & Majluf 1984.

⁵⁹ Deze theorie beoogt daarom primair een verklaring te bieden voor de financieringsbeslissingen van beursgenoteerde ondernemingen, en in veel mindere mate van besloten vennootschappen.

2.4.4 De normatieve betekenis van bedrijfseconomische inzichten

Hoewel de hiervoor besproken theorieën een belangrijke bijdrage hebben geleverd aan de zoektocht naar de optimale kapitaalstructuur, is het communis opinio dat de bedrijfseconomie er vooralsnog niet in geslaagd is een sluitende theorie inzake ondernemingsfinanciering te formuleren.⁶⁰ Bedrijfseconomische wetenschappers wijzen erop dat de grote verscheidenheid aan financieringstheorieën heeft geleid tot een lappendeken van verschillende modellen die zich soms problematisch tot elkaar verhouden. Deze lappendeken kan behulpzaam zijn bij het verklaren van vermogensstructuurkeuzes die in de praktijk worden waargenomen, maar blijkt vaak weinig richtinggevend voor de praktijk.

Zo overwoog de econoom Duffhues bij zijn afscheid: “Financiering is met de algemeen-economen Modigliani/Miller in 1958 een tamelijk abstracte weg ingeslagen die veel fundamentele maar wel zeer algemene inzichten heeft opgeleverd. Ze biedt onvoldoende inzicht aan functionarissen in de praktijk omdat die praktijk niet beantwoordt aan het model van de perfecte vermogensmarkt. In de werkelijkheid ‘zwemmen’ ondernemingen in de imperfecties”.⁶¹

Nu een optimale financieringstheorie ontbreekt, kan aan de hiervoor besproken bedrijfseconomische inzichten weinig normatieve betekenis worden toegekend. Het is niet mogelijk om op basis van uitsluitend bedrijfseconomische argumenten normatieve uitspraken te doen over de wijze waarop aandeelhouders de vennootschap dienen te financieren. Wél kan op basis van de voorgaande analyse worden geconcludeerd dat er rationele prikkels kunnen bestaan voor aandeelhouders om te financieren met vreemd vermogen, terwijl dat risico's meebrengt voor de continuïteit van de vennootschap. Nu de risico's die voortvloeien uit een riskante financieringsstructuur niet alleen voor rekening komen van de aandeelhouder, maar tevens, en soms zelfs met name, gedragen worden door de overige bij de vennootschap betrokken partijen, rijst de vraag of het recht grenzen dient te stellen aan de financieringsvrijheid van de aandeelhouder. In hoofdstuk 3 zal daarom worden bezien op welke wijze de aandeelhouder deze partijen kan benadelen door een riskante vermogensstructuur in het leven te roepen. Eerst zal in de volgende paragraaf nader worden ingegaan op de ontwikkeling van schuldfinanciering in de praktijk, aan de hand van de *leveraged buyout*.

2.5 Schuldfinanciering in de praktijk: de leveraged buyout

Een in de praktijk veel toegepaste financieringsstructuur waarbij in een hoge mate gebruik wordt gemaakt van schuldfinanciering is de *leveraged buyout* (LBO). Een

⁶⁰ Ferran 2008, p. 65.

⁶¹ Duffhues 2006, p. 34.

LBO is een hoofdzakelijk met vreemd vermogen gefinancierde overname, waarbij de overnameschuld ten laste van het doelwit wordt gebracht.⁶² Oorspronkelijk werd de LBO gebruikt voor de uitkoop van aandeelhouders in besloten verhoudingen, als de toetredende aandeelhouder niet in staat was om zelfstandig de overnamesom te financieren. Sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw maken vooral professionele investeerders – in het bijzonder *private equity*-partijen – gebruik van de LBO-structuur om (private of beursgenoteerde) vennootschappen over te nemen.⁶³

2.5.1 De financiële en juridische structuur van een LBO

Anders dan bij de klassieke overname van aandelen, komt de financiering van een LBO primair voor rekening van het overnamedoelwit. Om dit te bewerkstelligen, bestaat een LBO uit een aantal stappen: (i) het doelwit trekt bancaire financiering aan en verschaft in het kader daarvan zekerheden op haar activa,⁶⁴ (ii) de koper richt een acquisitievennootschap op die de aandelen in het doelwit verwerft, (iii) het door het doelwit aangetrokken vermogen wordt overgeheveld naar de acquisitievennootschap en (iv) tot slot voldoet de acquisitievennootschap met de zo verworven middelen de koopprijs van de aandelen aan de verkoper (zie figuur 1).⁶⁵ De acquisitievennootschap wordt doorgaans gefinancierd met een gering eigen vermogen (kapitaal en agio) en een door de koper verstrekte (aandeelhouders)lening.⁶⁶ Nadat de acquisitievennootschap de koopprijs voor de aandelen in het doelwit heeft voldaan, beschikt zij in de regel niet over andere andere activa dan de aandelen in het doelwit.

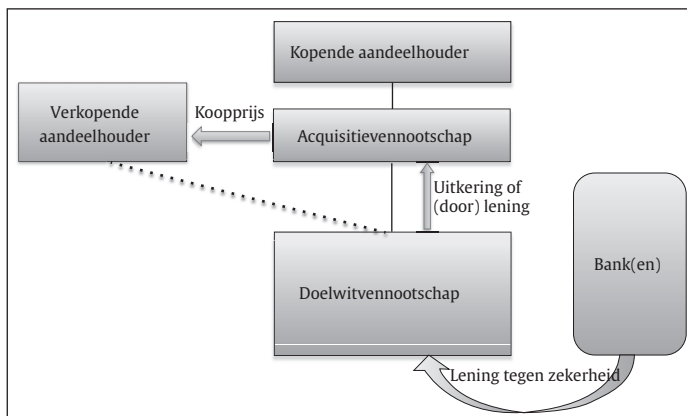
62 Kaplan en Strömberg 2009, p. 124 stellen dat LBO's worden gefinancierd met 60 tot 90 procent vreemd vermogen.

63 De term '*private equity*-investeerder' is overigens minder oud dan de LBO. Tijdens de eerste LBO-golf werden de investeerders aangemerkt als *LBO-firms* of – in minder positieve termen – als *corporate raiders*.

64 Doorgaans wordt de financiering in verschillende tranches gesplitst; bijvoorbeeld in een *senior* lening, *second lien debt* en een (achtergestelde) *mezzanine* lening. Zie hierover Visser 2005.

65 De acquisitievennootschap trekt regelmatig een overbruggingskrediet aan ter financiering van de koopprijs van de aandelen, waarna zij het aan het doelwit onttrokken vermogen aanwendt ter aflossing van dit overbruggingskrediet. Economisch gezien maakt dit geen verschil.

66 Vanwege fiscale redenen wordt de 'aandeelhouderslening' soms niet direct verstrekt door de kopende aandeelhouder zelf, maar door een andere entiteit waarin de achterliggende partij participeert.



Figuur 1

Er zijn verschillende manieren waarop het vermogen van het doelwit naar de acquisitievennootschap kan worden overgeheveld: het kan worden uitgekeerd als dividend, het doelwit kan haar eigen aandelen inkopen, het doelwit kan een (ongesecureerde) lening verstrekken aan de acquisitievennootschap en er kan een juridische fusie plaatsvinden tussen de acquisitievennootschap en het doelwit. In de Verenigde Staten en in Duitsland wordt de bankfinanciering soms aangetrokken door de acquisitievennootschap zelf, en maakt het doelwit zich vervolgens sterk voor de verplichting van de acquisitievennootschap jegens de bank.⁶⁷ Economisch gezien komen al deze structuren op hetzelfde neer: het doelwit financiert (een belangrijk deel van) haar eigen overname.

Na een LBO is het eigen vermogen van het overnamedoelwit aldus vervangen door gesecureerd vreemd vermogen. De nieuwe financieringsstructuur brengt voor de nieuwe aandeelhouder een belangrijk fiscaal voordeel mee.⁶⁸ Daarnaast moet deze financiële ‘*shock-therapie*’, in de geest van Jensen en Meckling, ertoe leiden dat verkwistende investeringen worden teruggebracht, ongebruikte activa worden verkocht en de rentabiliteit van het eigen vermogen dientengevolge toeneemt.⁶⁹

Justice Posner heeft in 2009 in een uitspraak van het Court of Appeals (7th Cir.) als volgt overwogen ten aanzien van het disciplinerende effect van het vreemd vermogen in een LBO: “[B]y burdening the acquired corporation with additional debt they increase the risk of bankruptcy (because debt is a fixed cost, and therefore unlike a variable cost does not shrink when the debtor’s output shrinks). [...] [T]he economic literature [...]

67 Tot 1 oktober 2010 stond het in art. 2:207c BW vervatte financiële steunverbod in Nederland aan deze structuur in de weg, maar sinds de flexibilisering van het BV-recht verbiedt de Nederlandse wet deze structuur niet langer. Zie par. 16.9.4 en par 17.8.1.1.

68 Zie par. 2.4.1 en par. 2.5.3.1.

69 Zie par. 2.4.2.

argues that the increased risk of bankruptcy that an LBO creates concentrates the minds of the managers (just as, according to Samuel Johnson, the prospect of being hanged concentrates the mind of the condemned person).’’⁷⁰

2.5.2 De ontwikkeling van de LBO

2.5.2.1 De eerste LBO-golf: ‘barbarians at the gate’

De populariteit van de LBO heeft een cyclisch en conjunctureel karakter; sinds de jaren tachtig hebben zich drie LBO-golven voorgedaan (zie figuur 2). De eerste LBO-golf vond plaats in de tweede helft van de jaren tachtig, toen veel Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen werden overgenomen. De opkomst van de LBO was een reactie op de populariteit van fusies en overnames in de jaren zestig en zeventig.⁷¹ Vanwege de hoge aandelenkoersen in die tijd, hadden veel bedrijven hun aandelen aan de beurs genoteerd. Door ‘*empire building*’ waren veel van deze ondernemingen verworven tot conglomeraten waarvan – mede vanwege de in par. 2.4.2 beschreven *agency*-problematiek – de som der delen soms meer waard was dan het geheel.⁷² Toen vanaf de jaren zeventig de aandelenkoersen begonnen te dalen, zagen investeerders hun kans schoon om de inefficiënte, logge ondernemingen ‘van de beurs te halen’. De LBO’s vormden zo een instrument om de onverstandige acquisities uit het verleden ongedaan te maken.⁷³ De meeste LBO-kandidaten betroffen daarom volwassen ondernemingen met een stabiele *cashflow*, die na de overname gedwongen werden zich te richten op hun *core business*.⁷⁴ De opkomst van de Amerikaanse markt voor hoogrentende, risicovolle obligaties (*junk bonds*) heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan de eerste LBO-golf. Deze stelde investeerders in staat hun overnames te financieren met veel vreemd vermogen.⁷⁵

70 *Boyer v. Crown Stock Distribution, Inc.*, 587 F.3d 787 (2009), p. 628.

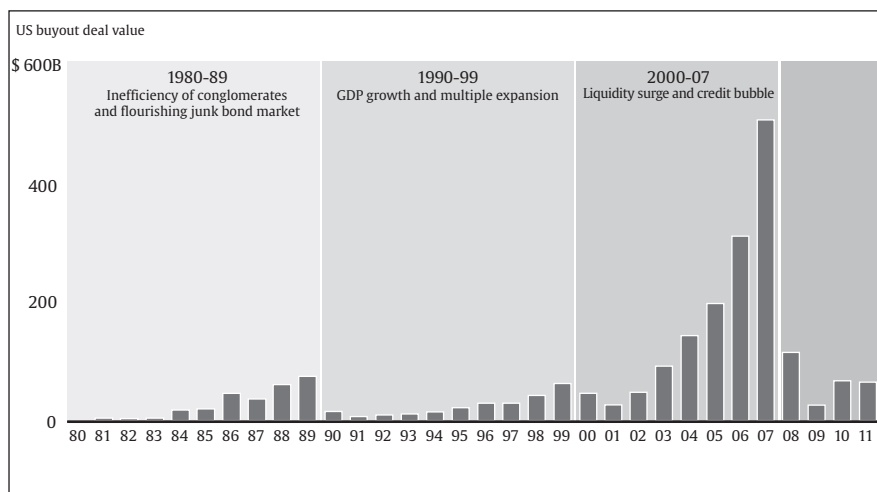
71 Cheffins & Armour 2007, p. 12-14.

72 Schleifer & Vischny 1991, p. 49-56.

73 Zie Schenk 2007, p. 180-185.

74 Smit & Van den Bergh 2007, p. 30.

75 Bij een aanzienlijk aantal LBO’s in de jaren tachtig trad het bestuur van de vennootschap (soms samen met een andere investeerder) op als koper van de aandelen in de vennootschap. In dat geval sprak men van een *Management Buyout* (MBO). Daarnaast vond juist ook een aantal vijandige overnames plaats, waarbij het bestuur van de doelwitvennootschap zich verzette tegen de LBO. Als de investeerder zich probeerde in te kopen en het bestuur overnam, werd gesproken van een *Management BuyIn* (MBI). Als de koper zowel bestond uit personen uit het oude bestuur, als uit personen uit het nieuwe bestuur, werd gesproken van een *BuyIn-Management Buyout*, afgekort tot BIMBO.



Figuur 2 (Bron: Bain US LBO deal database)

De hoge rendementen die *private equity*-investeerdere behaalden, zorgden voor een enorm aanbod van vermogen, waardoor de prijzen voor de overnamekandidaten stegen en diensgevolge de rendementen steeds meer onder druk kwamen te staan.⁷⁶ In 1988 bereikte de eerste LBO-golf haar hoogtepunt en al vrij snel daarna geraakten de eerste LBO-doelwitten in betalingsproblemen. Het instorten van de markt voor *junk bonds* leidde tot een krimp van de *private equity*-industrie tot het begin van de jaren negentig.⁷⁷

2.5.2.2 De tweede LBO-golf: ‘financial engineering’ en groeifinanciering

Terwijl de golf van LBO’s in de VS in de jaren tachtig voornamelijk tot doel had logge conglomeraten die aan *agency*-problemen en inefficiënties onderhevig waren te herstructureren, werd de tweede *buyout*-golf in de jaren negentig tot 2001 vooral ingegeven door de economische groei.⁷⁸ Technologische ontwikkelingen creëerden een gunstig klimaat voor ondernemingen met een groeiperspectief en gaven daarmee aanleiding tot een grote vraag naar durfkapitaalfinanciering. *Private equity*-investeerdere manifesteerden zich niet langer als onuitgenodigde en op sanering gerichte ‘*corporate raiders*’, maar stelden zich op als strategische partners die ondernemingen hielpen waarde te creëren. De LBO’s werden met aanzienlijk minder vreemd vermogen gefinancierd dan tijdens de eerste LBO-golf. Net als in de jaren tachtig stroomde er na verloop van tijd echter teveel vermogen naar de *private*

⁷⁶ Boot & Cools 2007, p. 26.

⁷⁷ De Jong e.a. 2007, p. 17.

⁷⁸ Smit & Van den Bergh 2007, p. 303.

equity-fondsen waardoor de overnameprijzen stegen en de rendementen (wederom) onder druk kwamen te staan. Na het ineensinken van de effectenbeurzen in 2000 kwam een einde aan de tweede LBO-golf. Een belangrijk deel van de *private equity*-investeringen uit de jaren negentig werd daarom afgeschreven of via een *secondary buyout* doorverkocht aan een andere *private equity*-partij.

2.5.2.3 De derde LBO-golf: ‘the golden age of private equity’

Het economische herstel na 2002 gaf aanleiding tot een nieuwe LBO-golf, waarin alle records werden gebroken. Tussen 2005 en juni 2007 werden wereldwijd ruim 5000 LBO's geëffectueerd, met een totale waarde van meer dan \$ 1.6 biljoen.⁷⁹ Tot de jaren negentig vonden de meeste LBO's plaats in de VS en het VK, en kende continentaal Europa slechts een beperkt aantal, vrij conservatief gefinancierde transacties.⁸⁰ Na de jaren negentig begon het aantal LBO's in Europa gestaag te stijgen, en vanaf 2003 nam het aantal LBO's daar significant toe en stegen de *leverage* ratio's naar Amerikaanse hoogtes (zie figuren 3 en 4). Zo werd in Nederland in 1985 slechts voor 13,37 miljoen euro geïnvesteerd in LBO's; in 2006 investeerde men 1,8 miljard euro.⁸¹ In Duitsland vonden tussen 2004 en 2007 meer dan 500 LBO's plaats met een gezamenlijke waarde van meer dan 130 miljard euro.⁸² De Duitse LBO's werden in toenemende mate gefinancierd met vreemd vermogen; tussen 2004 en 2005 steeg de gemiddelde verhouding tussen de schulden en de EBITDA – de zogenoemde *multiple* – van 4,6 naar 5,7.⁸³ Zoals uit figuur 4 blijkt, steeg in Europa de gemiddelde hoeveelheid vreemd vermogen op de balans van LBO-doelwitten naar zelfs 6,5 keer EBITDA in 2007.

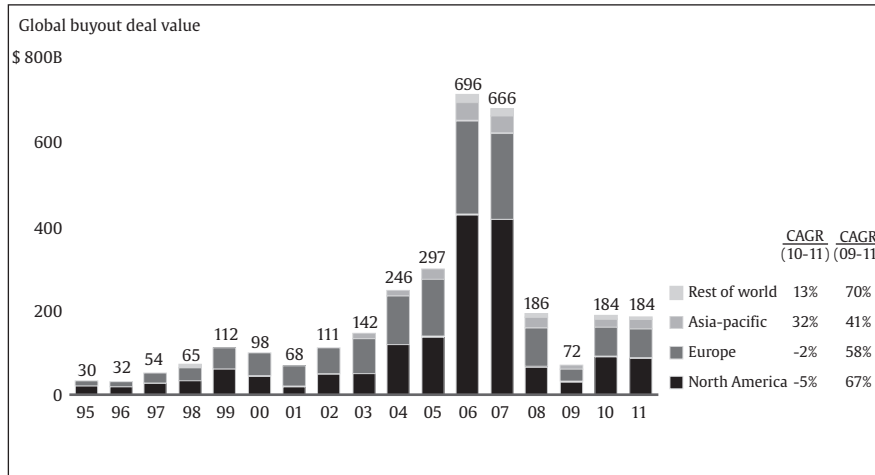
79 Kaplan en Strömberg 2009, p. 126-127.

80 Volgens Kaplan en Strömberg vond gedurende de eerste LBO-golf 89 procent van de LBO's plaats in de VS, het VK of Canada (Kaplan & Strömberg 2009, p. 7).

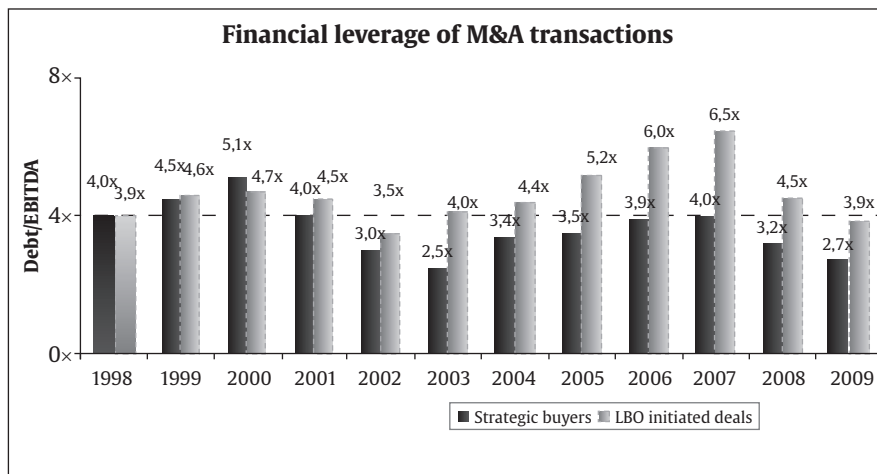
81 De Jong e.a. 2007, p. 19.

82 Vlg. Ernst & Young, German Private Equity Activity 2007, December 2007, p. 7. Zie voor meer empirische gegevens over LBO's in Duitsland: Schalast & Stalkowski 2008.

83 Ernst & Young, German Private Equity Activity 2007, December 2007, p. 12. De *debt/EBITDA ratio* is een in de praktijk veel gehanteerd kengetal om de schuldpositie van de vennootschap in uit te drukken. Deze ratio geeft de verhouding weer tussen het vreemd vermogen en de EBITDA (zie par. 2.3.1).



Figuur 3 (Bron: Dealogic)



Figuur 4 (Bron: Harbula 2011, p. 39)

De historisch lage rentevoet is een belangrijke aanjager geweest van de derde LBO-golf.⁸⁴ In hun zoektocht naar rendement waren (institutionele) beleggers – zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen – massaal bereid om te investeren

84 Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach 2010, p. 33 en Sheel & Ganguly 2008, p. 46. De lage rente was mede het gevolg van het monetaire beleid van de Amerikaanse *Federal Reserve Bank*, geleid door Alan Greenspan, om bij crises en beursdalingen stelselmatig de rente te verlagen; ook wel aangeduid als de ‘Greenspan put’ (zie Stiglitz 2010, p. 136).

in het voor LBO's benodigde eigen vermogen en vreemd vermogen.⁸⁵ *Private equity*-partijen konden daarom tegen een laag rentetarief financiering aantrekken, en dit vormde een prikkel om agressieve financieringsstructuren op te zetten teneinde een maximaal rendement op het eigen vermogen te behalen.⁸⁶ Anders dan in de VS, werden de LBO's in continentaal Europa in veel mindere mate gefinancierd door de uitgifte van hoogrentende obligaties, maar werd hoofdzakelijk gebruik gemaakt van bankleningen. Banken toonden zich bereid om krediet te verstrekken tegen zeer vriendelijke, weinig restrictieve voorwaarden (zogenoemde *covenant-light loans*).⁸⁷ De oorzaak van deze flexibele opstelling van de banken was voor een belangrijk deel gelegen in de opkomst van *structured finance*; veel banken verkochten de door hen verstrekte *leveraged loans* – na het incasseren van een eenmalige vergoeding – direct door, zodat het aan de leningen verbonden risico niet langer, of slechts in beperkte mate, op hun balans drukte.⁸⁸ Zo werd in het Verenigd Koninkrijk 80 procent van de LBO-leningen binnen 120 dagen na de overname doorverkocht.⁸⁹ Vanwege de grote vraag naar nieuwe leningen om te kunnen 'verpakken' en door te verkopen, en het feit dat de bank na de verkoop van de LBO-lening geen belang meer had bij de terugbetaling van het krediet, werden soms leningen verstrekt terwijl ernstige twijfel bestond – althans had moeten bestaan – over de kredietwaardigheid van de kredietnemer. Zo overwoog de Europese Centrale Bank in een rapport over LBO-financiering, reeds drie maanden voor het uitbreken van de kredietcrisis:

“Interestingly, some market participants [European banks – JB] tend to admit that some of the LBO deals currently being financed are characterized by capital structures that are known to be unsustainable in the long term, on the assumption that the deals

85 Kaemingk 2008, p. 374-379 en Viëtor & Van der Zanden 2008, p. 167.

86 Frijns & Maatman 2007, p. 73.

87 Zo schrijft Visser in 2005 over de situatie in Nederland: “Er is momenteel veel geld beschikbaar voor leveraged financieringen en de concurrentie tussen de banken om deze financieringen aan te bieden, is groot. Gevolg is dat banken constant bezig zijn met het maken van berekeningen om te zien hoe ze zoveel mogelijk vreemd vermogen ter beschikking kunnen stellen. Hoe meer vreemd vermogen een bank aanbiedt, hoe groter de kans is dat de participatiemaatschappij haar het mandaat om de financiering te verzorgen, zal verstrekken.” (Visser 2005, nr. 2).

88 In dit verband heeft in het bijzonder de opkomst van de *Collateralized Loan Obligation (CLO)* een belangrijke rol gespeeld. In een rapport van de Europese Centrale Bank over LBO-financiering wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds ‘*capital turnover banks*’, die aan het verstrekken van *leveraged loans* verdienen door eenmalige *fee's* en direct daarna de lening doorverkopen aan een CLO, en anderzijds ‘*portfolio banks*’, die niet uitsluitend gericht zijn op de eenmalige vergoedingen, maar tevens een deel van de lening op hun balans houden (European Central Bank, *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU* (18 april 2007), beschikbaar op <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity-200704en.pdf>, p. 19-20). Visser 2005, nr. 3, overweegt dat banken doorgaans niet meer dan 10 procent van een LBO-lening in hun boeken hielden. Zie nader over de relatie tussen *structured credit* en de bereidheid van banken om LBO's te financieren: Kosman 2011, p. 40-46, Shivdasani & Wang 2009 en Viëtor & Van der Zanden 2008, p. 168.

89 Financial Services Authority, ‘Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement’, p. 40.

*can be refinanced on more favourable terms in the near future. Even if such optimistic expectations would be validated ex post, increasing numbers of refinanced transactions could pose risks for the debt holders if the additional funds are excessively used in shareholders' interests rather than invested in the company.*⁹⁰

Door het intreden van de financiële crisis in de tweede helft van 2007 kwam abrupt een einde aan de derde LBO-golf.⁹¹ Het aantal *leveraged* transacties kelderde en bij de overnames die nog plaatsvonden werd aanzienlijk minder vreemd vermogen gebruikt (zie figuren 3 en 4). Een van de belangrijkste aanjagers van de LBO-markt was verdwenen: overvloedig en goedkoop krediet.

2.5.2.4 De vierde LBO-golf op komst?

Hoewel de beschikbaarheid van krediet thans zeker niet op het niveau is van 2006, houden veel economen rekening met een nieuwe LBO-golf op afzienbare termijn. De rentevoet is momenteel, mede vanwege het monetaire beleid van de centrale banken, buitengewoon laag. Beleggers zijn daarom naarstig op zoek naar rendement en bereid te investeren in risicovolle leningen. In Amerika zien veel economen de recente LBO van computerconcern *Dell* als het startschot van een nieuwe LBO-golf.⁹² Vanwege de strengere kapitaalvereisten in het Basel 3-akkoord, stellen Europese banken zich momenteel echter terughoudend op bij het verstrekken van *leveraged loans*. Daarom kiezen ook Europese ondernemingen in toenemende mate voor de uitgifte van obligaties.⁹³

2.5.3 De effecten van een LBO

Sinds de effectuering van de eerste LBO's, wordt in de economische, juridische en populaire literatuur stevig gedebateerd over de effecten van deze transacties. Critici van het LBO-model stellen dat *private equity* investeerders het rendement op het eigen vermogen doen stijgen ten koste van de fiscus, de crediteuren en de werknemers van het overnamedoelwit. Anderen brengen daar tegenin dat *private equity* investeerders juist betrokken aandeelhouders zijn die belang hebben bij een goede prijs voor hun aandelen op het moment van hun *exit*, en daarom gedurende de

90 European Central Bank, *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU* (18 april 2007), beschikbaar op <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity-200704en.pdf>, 39-40. Zie hierover tevens Gabilando 2009, p. 477.

91 Zie daarover Viëtor & Van der Zanden 2008.

92 Zo meldt de *Financial Times* op begin 2013: "Investors and bankers are urging private equity firms to launch a new leveraged buyout wave, to feed soaring demand for higher returns in the credit markets. With money flowing into funds that buy leveraged loans of the kind used to fund LBOs, investors say they need "more Dells" to prevent a scarcity of loans." (S. Foley, 'Investors call for leveraged buyout wave', *Financial Times* 6 februari 2013).

93 *Standard & Poors*, 'A Guide to The European Loan Market', februari 2012, p. 48-52.

periode van hun betrokkenheid ondernemingswaarde trachten te creëren door kostenreductie, omzetverhoging of verbetering van de winstmarges. Daar zouden alle *stakeholders* bij gebaat zijn.

2.5.3.1 Fiscaal effect

Het lijkt geen twijfel dat een deel van de waardecreatie door LBO's gelegen is in het fiscale voordeel dat voortvloeit uit de nieuwe financieringsstructuur.⁹⁴ Na de overname gaan de acquisitievennootschap en het doelwit doorgaans een fiscale eenheid aan, zodat de rentelasten van de bankfinanciering en de aan de acquisitievennootschap verstrekte aandeelhoudersleningen kunnen worden afgetrokken van het fiscale resultaat van het doelwit.⁹⁵ De financiering van de acquisitievennootschap met aandeelhoudersleningen in plaats van kapitaal of agio, is dus primair fiscaal gedreven; daardoor kan de nieuwe aandeelhouder vermogen aan de onderneming onttrekken door (fiscaal aftrekbare) rentebetalingen, in plaats van dividenduitkeringen.⁹⁶ In beginsel dient dit fiscale voordeel *uitsluitend* het belang van de aandeelhouder, en niet het belang van de doelwitvennootschap en daarmee verbonden onderneming. Bovendien wordt hiermee geen daadwerkelijke ondernemingswaarde gecreëerd, maar uitsluitend waarde overgeheveld van de fiscus naar de aandeelhouder.

2.5.3.2 Effect op het insolventierisico

Critici stellen dat het doelwit na een LBO door de hoge rentelast meestal niet in staat is om (economische) tegenwind op te vangen, zodat het insolventierisico toeneemt en dientengevolge de ongesecureerde crediteuren de waarde van hun vorderingen zien afnemen. Ook als het doelwit na de LBO faillieert, zou vaak sprake zijn van een lucratieve investering voor de *private equity*-partij. Door superdividenden, hoge rentevergoedingen over de aandeelhoudersleningen en eenmalige vergoedingen voor werkzaamheden die zijn verricht ten tijde van de LBO en daarna, zou de *private equity*-partij zijn investering er voor de beoogde *exit* vaak al uit hebben.

Dat een LBO het faillissementsrisico van het doelwit verhoogt staat buiten kijf. Net als een 'reguliere' uitkering aan aandeelhouders, heeft een LBO een negatief effect op de liquiditeit en solvabiliteit van de vennootschap. De resultaten van onderzoek naar de effecten van een LBO op de vorderingen van crediteuren zijn echter allerminst eenduidig. Sommige onderzoeken indiceren dat een LBO

94 Zie par. 2.4.1 hiervoor.

95 Mol 2012, p. 109.

96 Dat de rente over de aandeelhoudersleningen doorgaans wordt bijgeschreven op de hoofdsom, doet er niets aan af dat de aandeelhouder daardoor vermogen aan de vennootschap onttrekt. Hij krijgt geen liquide middelen, maar een vordering.

inderdaad resulteert in een ‘*wealth transfer*’ van de ongesecureerde crediteuren naar de aandeelhouders.⁹⁷ Zo blijkt uit het onderzoek van Asquith en Wizman uit 1990 dat de aankondiging van een LBO in de jaren tachtig aanleiding gaf tot een waardedaling van de obligaties van het overnamedoelwit van gemiddeld 5,2 procent.⁹⁸ Een bekend voorbeeld in dit verband betreft de LBO van de koekjesfabrikant *RJR Nabisco* in 1988, die direct leidde tot een waardedaling van de schulden van zelfs 15 procent.⁹⁹ Recenter onderzoek wijst echter uit dat de verliezen van de crediteuren vanwege een LBO beperkter zijn.¹⁰⁰ Mogelijk hangt dit samen met het feit dat sinds de eerste LBO-golf veel crediteuren de vrijheid van de vennootschap om extra krediet aan te trekken, contractueel aan banden hebben gelegd.¹⁰¹

2.5.3.3 Effect op de werkgelegenheid

Evenmin bestaat consensus over de gemiddelde effecten van een LBO voor de werknemers van de doelwitvennootschap. Uit onderzoek uit de jaren negentig blijkt dat bij ondernemingen na een LBO relatief veel ontslagen plaatsvinden en dat de salarissen van de resterende werknemers relatief laag zijn.¹⁰² Recenter onderzoek indiceert daarentegen dat het negatieve effect voor de werknemers (meer dan) gecompenseerd wordt door de nieuwe werkgelegenheid die op andere plekken ontstaat ten gevolge van de LBO.¹⁰³ Dit duidt er volgens sommige onderzoekers op dat LBO’s het wenselijke proces van ‘*creative destruction*’ bevorderen.¹⁰⁴

2.5.3.4 Macro-economische omstandigheden en LBO’s

Het lijkt kortom op basis van de verrichte economische en empirische onderzoeken niet mogelijk om algemene uitspraken te doen over de economische effecten van

97 In zijn artikel uit 1988 overweegt Miller dienaangaande: “[T]he “no gain from leverage” implication of the original MM invariance proposition might fail if the new debt was not made junior in status to the old, if the old bond covenant was “open ended,” [...]. Assuming no change in the underlying earning power from the recapitalization, the original creditors would then find the value of their claim diluted. The benefits of this dilution of the old bondholders accrue, of course, to the stockholders, which is why it has often been labeled “theft,” particularly by the adversely affected bondholders. Finance specialists prefer the less emotionally charged term “uncompensated wealth transfer.” (Miller 1988, p. 114). Zie ook Breal & Myers 2003, p. 466.

98 Asquith & Wizman 1990, p. 195-213. Zie ook Warga & Welch 1993.

99 Gaughan 2010, p. 232. Zie ook het lezenswaardige verslag van het overnamegevecht om *RJR Nabisco*: Burrough & Helyar 1990.

100 De Jong e.a. 2007, p. 37.

101 Zie daarover par. 3.4.4.

102 Billet, Jiang & Lie 2008.

103 Davis e.a. 2011, Ames & Wright 2007 en Bruining, Boselie, Wright & Bacon 2005.

104 Davis e.a. concluderen: “In short, private equity buyouts catalyze the creative destruction process in the labor market, with only a modest net impact on employment. The creative destruction response mainly involves a more rapid reallocation of jobs across establishments within target firms.” (Davis e.a. 2011).

LBO's, en het onderhavige – juridische – onderzoek beoogt dat ook niet. Men lijkt wel (relatief) eensgezind over de invloed van macro-economische omstandigheden op de populariteit van de LBO. Verschillende onderzoeken tonen aan dat de prijs en beschikbaarheid van krediet een belangrijke invloed hebben op zowel het aantal LBO's dat geëffectueerd wordt, als op de hoeveelheid vreemd vermogen die daarbij wordt gehanteerd.

Zo concluderen Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach: “*It appears that [...] the primary determinant of buyout leverage is not firm-specific, but rather the market-wide condition of the credit markets at the time of the buyout. [...] Our results support the arguments [...] that hot credit markets can lead to excess leverage, which can in turn lead to high subsequent default rates.*”¹⁰⁵

Het optreden van *private equity*-investeerders moet (net als het handelen van andere aandeelhouders) op haar merites en per geval beoordeeld worden. Dat neemt niet weg dat onttrekkingen aan het eigen vermogen en de financiering met veel vreemd vermogen de hiervoor geschetste risico's meebrengen voor de vennootschap en de overige belanghebbenden bij de instandhouding van haar onderneming, zodat een kritische analyse van de financieringsstructuur gerechtvaardigd is als een vennootschap na een LBO in betalingsproblemen raakt.

2.6 Conclusie

In de bedrijfseconomische literatuur bestaat vooralsnog geen consensus over de optimale afstemming tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen van de vennootschap. Duidelijk is dat aandeelhouders het verwachte rendement op hun investering kunnen verhogen door de vennootschap te doen financieren met schulden, maar omdat de spreiding van de rendementen daarmee gelijke tred houdt, creëren zij zo geen daadwerkelijke ondernemingswaarde. Dat neemt niet weg dat aan de financiering met vreemd vermogen een fiscaal voordeel verbonden is, en dat daarmee mogelijk het bestuur kan worden gestimuleerd tot een efficiënte aanwending van de kasstromen. Financiering met te veel vreemd vermogen kan echter de financiële weerbaarheid van de vennootschap uithollen en brengt daarom kosten van *financial distress* mee. Uit de financieringspraktijk blijkt dat ook macro-economische omstandigheden een belangrijke invloed hebben op de populariteit van financiering met vreemd vermogen. Zo lijkt de golf van LBO's tussen 2004 en 2007 primair te zijn ingegeven door de grote beschikbaarheid van goedkoop krediet. Nu aandeelhouders soms op rationele gronden de voorkeur geven aan een risicovolle financieringsstructuur, rijst de vraag in welke mate, en op welke wijze, het recht grenzen moet stellen aan de financieringsvrijheid van aandeelhouders. Om die vraag te kunnen beantwoorden, zal in het volgende hoofdstuk aan de hand van de

¹⁰⁵ Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach 2010, p. 5-6.

rechtseconomische literatuur worden gezien in welke mate aandeelhouders door een riskante financieringsstructuur de overige bij de vennootschap betrokken partijen kunnen benadelen.

Cahn en Donald concluderen in 2010: *“The 2008 financial crisis was addressed primarily through banking regulation and increased oversight of derivative instruments. Company law must address the “excessive leverage” that arises when a company takes on burdensome debt in connection with a purchase of its own shares, regardless of the cause.”*¹⁰⁶

¹⁰⁶ Cahn & Donald 2010, p. 848.