



Nederlandse Vereniging
van Participatiemaatschappijen

Reactie Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) op de initiatiefnota van de heer Nijboer en de daarop gevolgde kabinetsreactie.

21-12-2015

Geachte heer/mevrouw,

De NVP heeft de initiatiefnota¹ van Henk Nijboer en de kabinetsreactie daarop met interesse bestudeerd en geeft graag haar reactie op de voorstellen. Allereerst is de NVP blij te horen dat zowel de heer Nijboer als het kabinet het belang van private equity voor economie en maatschappij erkennen.

In 2014 werkten 350.000 Nederlanders (10% van de private werkgelegenheid) bij één van de 1.450 Nederlandse bedrijven die een participatiemaatschappij als aandeelhouder hebben, 90% van deze bedrijven behoort tot het MKB. Samen hebben deze bedrijven een geschatte omzet van €85 miljard. Participatiemaatschappijen investeren in bedrijven voor de lange termijn, gemiddeld vijf jaar. Dat doen zij met vermogen dat pensioenfondsen, verzekeraars, vermogende families en overheden aan hen hebben toevertrouwd. Na ongeveer tien jaar krijgen deze beleggers hun inleg terug, normaliter met een bovengemiddeld rendement. Daarmee kunnen zij voldoen aan hun langetermijnverplichtingen aan pensioengerechtigden en spaarders. PGGM meldde in het rondetafelgesprek d.d. april 2015 dat pensioenfondsen aan hun achterban dankzij de beleggingen in private equity 5% meer pensioen kunnen uitkeren.

De NVP voorziet dat de vraag naar langetermijninvesteringen verder zal toenemen, zowel bij ondernemers als beleggers. Participatiemaatschappijen geven graag invulling aan de economische en maatschappelijke vraag naar langetermijnkapitaal. Hiervoor is een gunstig investeringsklimaat van belang. De wetgever verschaft hier de voorwaarden voor.

Tegelijkertijd constateert de NVP dat er politieke en maatschappelijke onrust heerst over de sector in het algemeen en de financiering van management buyouts in het bijzonder. Dit kan niet worden genegeerd en het is aan de sector om kritisch te zijn op zichzelf. Daarom stelt de NVP drie concrete maatregelen voor die bij moeten dragen aan meer helderheid over en vertrouwen in de sector.

- 1) Nijboer doet een oproep aan de sector inkomen en kosten te rapporteren volgens standard reporting lines. Het kabinet steunt deze oproep. De NVP pakt de handschoen op en gaat haar gedragscode actualiseren waardoor die beter aansluit op de internationale codes en professionele standaarden die zijn overeengekomen met beleggers, en op recente wetgeving.
- 2) De NVP gaat een bijdrage leveren aan het informeren van ondernemingsraden, met een informatiedocument specifiek voor ondernemingsraden die te maken krijgen met een participatiemaatschappij.
- 3) De NVP en haar leden gaan meer communiceren over de activiteiten van private equity in Nederland. Wij willen beter uitleggen hoe wij bijdragen aan economie en maatschappij en waar mogelijk beter reageren op vragen en kritiek uit de samenleving.

Hierna vindt u onze puntsgewijze reactie op de initiatiefnota van Nijboer en de reactie van het kabinet daarop. Wij zijn graag bereid u in een gesprek nadere toelichting te geven. Voor vragen en of opmerkingen ben ik altijd beschikbaar.

Met vriendelijke groet,

Annemarie Jorritsma,

voorzitter NVP

¹ Drs. H. Nijboer (2015):
<http://www.pvda.nl/data/sitemanagement/media/initiatiefnota%20weerbaar%20tegen%20private%20equity%2024%20augustus%20definitief.pdf>

Puntsgewijze reactie op de voorstellen uit de initiatiefnota en de kabinetsreactie.

Algemeen

- Het kabinet is voornemens opnieuw onderzoek te laten uitvoeren naar de effecten van private equityinvesteerders in Nederland. De NVP ondersteunt dit initiatief en werkt daar waar een beroep op haar wordt gedaan, graag mee.

I/II/III/IV Fiscale maatregelen

- Nijboer stelt een aantal reparaties voor met betrekking tot Artikel 15ad Wet Vpb. De voorstellen lijken te zijn gebaseerd op de tekortkomingen die o.a. prof. dr. J.L. van de Streek² signaleerde. Eén ervan gaat over de termijn van zeven jaar. Het kabinet stelt voor met een nadere verduidelijking te komen opdat wordt voorkomen dat de overgenomen B.V. onder een nieuwe overnameholding wordt gehangen waardoor de termijn van zeven jaar opnieuw aanvangt. De NVP vindt dat, indien en voor zover de termijn van 7 jaar op genoemde wijze omzeild kan worden, het terecht is dat dit wordt gerepareerd. De praktijk is daarbij gebaat bij duidelijke regels om te bepalen welke schulden van de oude overnameholding (van voor 15 november 2011) dan als overnameschuld c.q. andere schuld zijn aan te merken.
- Nijboer lijkt ook een uitbreiding van de reikwijdte van Artikel 15ad voor te stellen, waardoor de renteaftrek op schuld op het niveau van het overgenomen bedrijf kan worden beperkt. Het kabinet is bereid de overnameholdingbepaling nader te verduidelijken voor het geval een overnameschuld door middel van zogeheten debt-pushdown naar het niveau van de overgenomen vennootschap verplaatst wordt. De NVP kan zich vinden in het principe dat leningen die worden aangetrokken ter vervanging van 15ad-leningen, onderhevig zijn aan de aftrekbeperking die gold voor de oorspronkelijke overnamelening. Wel missen wij onderbouwing van de stelling dat dit in de praktijk daadwerkelijk plaatsvindt met het oog op het omzeilen van artikel 15ad. In de praktijk zal de bank die de overname financiert zoveel mogelijk willen financieren op niveau van het overgenomen bedrijf, met name vanwege sterkere zekerheden. De onderneming zal regelmatig leningen aantrekken om investeringen te doen in werkkapitaal, productontwikkeling, machines en gebouwen. Bij eventuele aanpassingen in de wetstekst moet er daarom voor worden gewaakt dat deze alleen toezien op eventueel misbruik van de regeling en moet zeker worden gesteld dat (delen van) leningen die bedoeld zijn voor 'normale' ondernemingsfinanciering niet onder de reikwijdte van Artikel 15ad gaan vallen.
- Wat betreft het betoog dat het kabinet dient aan te haken bij het BEPS-project van de OESO met betrekking tot renteaftrekbeperkingen is de NVP van mening dat idealiter de resultaten van dit project worden afgewacht, en dat daarna wordt beoordeeld of verdere aanpassingen nodig zijn. De laatste jaren zijn immers al diverse aanpassingen gemaakt in de aftrekbaarheid van rente en is de complexiteit hieromtrent al fors. Dit laatste is in lijn met de aanbevelingen van prof. dr. J.L. van de Streek. Als het kabinet echter besluit de bepaling nu al aan te passen dan heeft de NVP daar begrip voor.
- De NVP steunt het voornemen van het kabinet zorgvuldigheid te betrachten bij, en daarmee de tijd te nemen voor de implementatie van deze technisch complexe aanpassingen.

Waarom overnames deels met leningen gefinancierd worden

De belangrijkste reden om overnames deels met leningen te financieren is dat leningen (vreemd vermogen) goedkoper zijn dan aandelenkapitaal (eigen vermogen): de lagere prijs hangt eerst en vooral samen met het feit dat leningen gebruikt worden voor minder risicovolle delen van de financiering. Renteaftrek verlaagt de financieringslasten nog wat verder.

De bijdrage van de renteaftrek op leningen is niet dusdanig hoog dat dit een doorslaggevende factor is om een overname wel of niet door te laten gaan. De aftrekbaarheid is ook niet van doorslaggevend belang bij de beslissing om een bedrijf te herfinancieren met nieuwe leningen. Veel voorkomende redenen om na verloop van tijd leningen te herfinancieren zijn het feit dat oude leningen zijn afgelost of de beschikbaarheid van goedkopere leningen (omdat de markt veranderd is of omdat het risicoprofiel van het bedrijf verlaagd is).

² Zie position paper prof. dr. J.L. van de Streek voor rondetafel private equity in de Tweede Kamer, april 2015

V/VI Ondernemingsbescherming

- Nijboer suggereert invoering van een maatregel die lijkt op het oude Artikel 2:207c BW. Bij de modernisering van het BV-recht in 2012 is Artikel 2:207c vervangen door een aantal artikelen die voorkomen dat ondernemingen bijdragen aan de eigen overname, bijvoorbeeld Artikel 2:9 BW. Dit artikel legt nadruk op de belangrijke eigen verantwoordelijkheid en aansprakelijkheid van bestuurders van over te nemen vennootschappen als de onderneming garanties afgeeft en/of schulden aangaat. Bestuurders moeten daarbij rekening houden met de belangen van alle stakeholders in de vennootschap. Zij kunnen zich niet meer verschuilen achter het feit dat aan boekhoudkundige voorwaarden is voldaan. De NVP zou herinvoering van Artikel 207c of iets vergelijkbaars een merkwaardige stap terug vinden. Een andere belangrijke bescherming tegen conflicterend handelen van bestuurders is Artikel 2:256 'tegenstrijdig belang'. Persoonlijk belang loopt niet altijd samen met het belang van de vennootschap, en de recente herziening (2013) van dit artikel is bedoeld om dat probleem te mitigeren. De NVP is het eens met het kabinet dat deze artikelen, samen met de AIFM-richtlijn (de volledig ondertoezichtstelling van de sector), grote waarborgen biedt voor dat wat de initiatiefnemers beogen te bereiken.

Private equity in Nederland

In 2014 hadden ruim 1.450 Nederlandse bedrijven, waarvan ca. 90% MKB, een participatiemaatschappij als aandeelhouder. Samen hadden deze bedrijven een geschatte omzet van €85 miljard en bieden zij meer dan 350.000 mensen werk.

Tussen 2007 en 2014 trokken meer dan 2.500 Nederlandse bedrijven samen €20 miljard private equity aan.

Als gevolg van de kredietcrisis is minder krediet beschikbaar van banken. Participatiemaatschappijen vervullen nog meer dan voorheen, een belangrijke rol in het verstrekken van risicodragend vermogen aan ondernemingen.

Toegevoegde waarde van kapitaal en kennis

Participatiemaatschappijen verschaffen kapitaal, maar ook kennis, kunde en een netwerk van specialisten. Het doel is bedrijven beter te maken, waarde te creëren en ze weer te verkopen – gemiddeld na 5 tot 7 jaar (beleggers in participatiemaatschappijen krijgen hun inleg doorgaans na 10 jaar terug).

Met dit kapitaal kunnen investeringen gedaan worden om nationaal en internationaal te groeien, bedrijfsopvolging te faciliteren en innovaties naar de markt te brengen.

VII/VIII Positie personeel

- Participatiemaatschappijen streven naar een goede samenwerking met het personeel van de ondernemingen waarin zij investeren. Zij hebben baat bij een goed geïnformeerde OR die, waar nodig, tijdig een adviseur inschakelt. In de praktijk ervaren investeerders zelden problemen met ondernemingsraden, omdat de betreffende ondernemingen met de komst van een participatiemaatschappij doorgaans ruimte krijgen om te groeien wat betreft omzet en werkgelegenheid.
- Nijboer stelt dat de OR meer inzicht zou moeten krijgen in de overnamefinanciering en dat de OR moet kunnen controleren of zijn overnameadvies wordt opgevolgd. De NVP meent dat de OR op deze punten al veel rechten heeft en doorgaans ook adequate mogelijkheden heeft om zich te laten informeren. De OR krijgt nu al inzicht in de financieringsstructuur en heeft op dit punt wettelijk adviesrecht. Zij kan nu al controleren of zijn advies wordt meegenomen in de besluitvorming. De OR kan in beroep gaan bij de Ondernemingskamer als de directie het advies van de OR naast zich neerlegt. Met dit laatste recht heeft de OR een, in internationaal perspectief uniek, zeer krachtig instrument in handen.
- Nijboer suggereert dat de OR zelfstandig informatie moet kunnen inwinnen bij de accountant. Op dit moment staat het de OR al vrij om een externe accountant als adviseur in te schakelen. Als Nijboer bedoelt dat de OR informatie zou moeten kunnen inwinnen bij de accountant die de jaarrekening controleert, dan ontstaat een belangenconflict. De accountant is gebonden aan onafhankelijkheidsregels. Hij mag geen informatie verschaffen aan iemand anders dan de Raad van Commissarissen, de opdrachtgever. Net als het kabinet komt de NVP tot de conclusie dat dit voorstel indruist tegen de geest van de accountswet.

- Het kabinet rept over het onderzoeken van het feit of en in welke vorm de positie van de OR bij overnames onder specifieke omstandigheden, of bij bepaalde financieringsconstructies, versterkt kan worden. Tevens wil het kabinet onderzoeken of en wanneer de OR in bepaalde omstandigheden de bevoegdheid kan worden gegeven zelfstandig informatie in te winnen bij de accountant. De NVP wacht deze onderzoeken met interesse af, maar benadrukt met klem het belang van een gelijk speelveld voor aandeelhouders c.q. overnemende partijen met verschillende achtergronden.
- Het verschilt per OR in hoeverre men in de praktijk gebruik maakt van zijn rechten. Al vaker is geconstateerd dat er sprake is van onderbenutting van deze rechten. Dit is niet op te lossen door meer rechten te verschaffen, maar wel door ondernemingsraden beter te informeren over hun rechten en over de manier waarop ze van hun rechten gebruik kunnen maken. De NVP pakt hier dan ook graag de handschoen op. Zij gaat een informatiedocument opstellen voor OR's. Dit document zal gepubliceerd worden op de NVP website.
- Eventuele wijzigingen raken alle bedrijven, ongeacht hun aandeelhouder. Als Nederlandse regelgeving te veel afwijkt van buurlanden dan wordt het lastiger om buitenlandse investeerders aan te trekken.

Actieve betrokkenheid

Een participatiemaatschappij is een actieve aandeelhouder. Meestal heeft de investeerder een zetel in de raad van commissarissen en een belangrijke invloed op de strategie. Uniek aan het model is dat managers van een onderneming meestal mede-eigenaar worden van het bedrijf doordat zij mee-investeren. Op deze manier worden managers ondernemer.

Ook de managers van de participatiemaatschappij investeren zelf mee in de participatiefondsen. Beleggers zoals pensioenfondsen eisen dat dit een dusdanige hoeveelheid is dat het pijn doet als het fonds geld verliest. Dit is een belangrijke manier om ervoor te zorgen dat fondsmanagers zich tot het einde van de looptijd van het fonds zullen richten op het verbeteren en laten groeien van de bedrijven in hun portefeuille.

IX Bestuurdersaansprakelijkheid

- Nijboer vraagt naar de visie van het kabinet op de functionaliteit en effectiviteit van bestuurders-aansprakelijkheidsbepalingen en op de vraag of het aantal partijen dat toegang heeft tot het enquêterecht uitgebreid zou moeten worden. De NVP kijkt hier met belangstelling naar uit, en plaatst vast de volgende kanttekeningen.
- De regels ten aanzien van bestuurdersaansprakelijkheid zijn in de aanloop naar de flexibilisering van het BV-recht jarenlang bediscussieerd en uiteindelijk in 2012 ingrijpend gewijzigd (Artikel 2:216). De NVP-leden ervaren dat sindsdien de besluitvormingsprocessen over bijvoorbeeld dividenduitkering en de documentatie daarover aanmerkelijk geïntensiveerd zijn.
- De kring van personen die gebruik kunnen maken van het enquêterecht is al substantieel. Om de werknemers te beschermen hebben de vakbonden enquêterecht. Voor de samenleving als geheel heeft het openbaar ministerie het enquêterecht. Na een faillissement doet de curator onderzoek en ook hij heeft de bevoegdheid een enquête in te stellen. De uitbereiding van het enquêterecht naar de OR is uitgebreid aan de orde geweest bij de herziening van het enquêterecht. Toen is besloten deze rechten niet uit te breiden. De NVP onderschrijft de visie van het kabinet dat er nu geen aanleiding is om hier op terug te komen.
- Het kabinet heeft aangegeven dat zal worden onderzocht welke mogelijkheden er zijn om te zorgen dat een variabele beloning in een specifiek geval kan worden teruggevorderd, ook wanneer er andere omstandigheden zijn dan de omstandigheden genoemd in de Wet aanpassing en terugvordering bonussen. Het kabinet geeft aan dat de uitkomsten van dit onderzoek wellicht aanknopingspunten opleveren voor toepassing van claw-backbepalingen bij private equity. De NVP wijst er op dat de claw-backbepalingen die in de sector gebruikelijk zijn veel verder gaan dan de regels die recent zijn ingevoerd voor Nederlandse banken. Daarnaast maken best practices uit de private equitysector claw-backbepalingen zoals elders in de financiële sector gebruikelijk in feite overbodig. Dit onderwerp is uitgebreid besproken bij het ontwerp en de implementatie van de AIFM-richtlijn en destijds vond men geen noodzaak tot verdere maatregelen.

X Beloningsstructuren

- De wet 'belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen' wordt op dit moment geëvalueerd. De NVP wacht de evaluatie van de wetgeving met interesse af.

XI Kosten, risico en rendement

- Nijboer stelt dat pensioenfondsen jaarlijks openheid moeten geven over de kosten van hun private equity-investeringen. Wij zien dat Nederlandse pensioenfondsen tot de grootste en ook meest kritische beleggers ter wereld behoren. Ze nemen wereldwijd de leiding in het verkrijgen van informatie over kosten en het opstellen van rapportagestandaarden en dat is hun goed recht.
- De Nederlandse Pensioenfederatie heeft voor haar leden aanbevelingen ontwikkeld om rendementen en kosten per beleggingscategorie in hun jaarverslag te rapporteren (Aanbevelingen Uitvoeringskosten). Daarmee zijn zij koploper in de wereld. Participatiemaatschappijen met Nederlandse pensioenfondsen als belegger rapporteren al volgens deze standaarden. Recent is er een herziening van de aanbevelingen uitgekomen die tot stand is gekomen met medewerking van o.a. de NVP.
- Er bestaan misverstanden over het gebrek aan openheid over kosten en over wat kosten zijn. Het Ministerie van Financiën heeft hier uitgebreid toelichting op gegeven in de beantwoording van Kamervragen³.

XII Transparantie kostenstructuren

- Nijboer suggereert dat participatiemaatschappijen volgens *standard reporting lines* over kosten moeten rapporteren. Dit punt wordt door Nederlandse participatiemaatschappijen die werken met institutionele beleggers al gerealiseerd. Zij maken met hun beleggers gedetailleerde afspraken over rapportages. Zij dienen daarbij de internationale richtlijnen te volgen (tenzij onderling wordt overeengekomen daarvan af te wijken), die in de loop der jaren door beleggers en participatiemaatschappijen samen zijn ontwikkeld en die nog regelmatig worden geactualiseerd. Dit is vastgelegd in de NVP Gedragscode, die expliciet naar deze richtlijnen verwijst.
- Deze internationale richtlijnen van Invest Europe⁴ (vh. EVCA) en ILPA⁵ worden breed gedragen, zowel door beleggers als door participatiemaatschappijen. In de praktijk leidt dit tot een elk jaar groeiende informatiestroom, waardoor beleggers inmiddels veel meer weten over hun beleggingen in participatiemaatschappijen dan bijvoorbeeld in beursgenoteerde ondernemingen. Eventuele extra beheerinkomsten van de participatiemaatschappij verrekenen met de management fees is in Nederland al jaren staande praktijk en komt tot uiting in gedetailleerde rapportages aan beleggers. Als beleggers meer willen weten kunnen zij aanvullende vragen stellen. Als participatiemaatschappijen niet kunnen of willen voldoen aan toegenomen rapportage-eisen van beleggers, staat het de belegger uiteindelijk altijd vrij niet meer in deze maatschappijen te beleggen.
- De NVP leest in de tekst van Nijboer een oproep aan de sector. Ook het kabinet verwijst daar naar. De NVP voelt zich hierdoor aangesproken en gaat daarom haar code actualiseren.

³ Beantwoording Kamervragen van de leden Nijboer en Vermeij (beide PvdA) over investeringen in private equity-fondsen door pensioenfondsen, 2015Z11518, 2 september 2015

⁴ ['2015 Professional Standards Handbook and Investor Reporting Guidelines'](#)

⁵ [Institutional Limited Partners Association](#)