

Vergaderjaar 2017–2018

**34 267**

## **Initiatiefnota van de leden Nijboer en Groot over private equity: einde aan de excessen**

**Nr. 11**

### **BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 19 april 2018

Naar aanleiding van de initiatiefnota «Private equity: einde aan de excessen» van de leden Nijboer en Groot<sup>1</sup> hebben onderzoekers van de Universiteit van Amsterdam onderzoek uitgevoerd naar private equity-investeringen in Nederland. Op 13 april 2017 ontving uw Kamer het onderzoeksrapport «Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief<sup>2</sup>». In deze brief vat ik de belangrijkste bevindingen van het onderzoek samen en geef ik, conform het verzoek van de vaste commissie van Financiën (d.d. 29 november 2017) en mede namens de Minister voor Rechtsbescherming en de Staatssecretaris van Economische Zaken en Klimaat, een reactie op de conclusies die daarin worden getrokken.

#### *Het onderzoek*

De onderzoekers van de Universiteit van Amsterdam hebben zich gericht op private equity in de vorm van leveraged buy-outs (overnames van volwassen bedrijven gefinancierd met een substantiële hoeveelheid vreemd vermogen). Het onderzoek is verricht vanuit een stakeholdersperspectief. Dat wil zeggen dat de focus ligt op de effecten die private equity-overnames hebben voor stakeholders in overgenomen ondernemingen. Tot deze stakeholders behoren onder andere werknemers, crediteuren, consumenten en de Nederlandse samenleving als geheel.

Het onderzoek bestaat uit een literatuurstudie en een empirisch onderzoek naar de situatie specifiek in Nederland. Uit de literatuurstudie rijst het beeld dat bij bedrijven die door private equity-fondsen worden overgenomen, nadrukkelijker gestuurd wordt op het maximaliseren van financiële prestaties. Bestuurders worden aangespoord en financieel geprikkeld om de operationele prestaties te verbeteren en de winst te

<sup>1</sup> Kamerstuk 34 267, nr. 2.

<sup>2</sup> Kamerstuk 34 267, nr. 10.

maximaliseren. Uit het onderzoek blijkt niet dat dit duidelijk significante negatieve gevolgen heeft voor overige stakeholders.

Het empirische deel van het rapport focust op de situatie in Nederland. Tussen 2007 en 2015 bedroegen de jaarlijkse private equity-investeringen in Nederland 0,14% tot 0,75% van het BBP. Hoewel de onderzoekers aantekenen dat het lastig is om te weten wat er met ondernemingen zou zijn gebeurd als ze niet waren overgenomen door private equity, laat hun empirische analyse zien dat de omzet van door private equity overgenomen ondernemingen harder groeide dan die van de controlegroep. De werkgelegenheid bij overgenomen bedrijven steeg, maar nam minder hard toe dan bij de controlegroep. De *leverage* van overgenomen bedrijven nam eveneens toe, terwijl de belastingafdrachten daalden.

De onderzoekers trekken (in lijn met eerder Nederlands onderzoek uit 2007) de conclusie dat overnames door private equity-partijen waarde creëerden, maar dat er ook waardeherverdeling plaatsvond, ondermeer door het verlagen van de belastingafdrachten. Ook zijn er potentiële conflicten met andere stakeholders zoals werknemers, financiers en vreemdvermogenverschaffers, en tussen de *general* en *limited partners*. Excessen rond private equity zijn volgens de onderzoekers echter «incidenteel». Ook neemt het faillissementsrisico nauwelijks toe en wordt er geen bewijs gevonden dat werknemers of andere stakeholders significante negatieve gevolgen ondervinden van private equity-overnames.

#### *Kabinetsreactie*

Het onderzoek levert volgens het kabinet nuttige inzichten in de effecten van private equity-overnames in Nederland. Hieronder licht ik toe hoe de belangrijkste bevindingen worden beoordeeld en opgepakt door het kabinet.

De onderzoekers concluderen dat private equity een toegevoegde waarde heeft als tijdelijke eigendomsstructuur en dat waarde toegevoegd kan worden door een efficiëntere allocatie van vermogen in de economie en een efficiëntere aansturing van ondernemingen. In de ogen van de onderzoekers komen excessen slechts incidenteel voor. Dat neemt niet weg dat het risico daarop zoveel mogelijk moet worden beperkt. Naar mijn mening zijn de afgelopen jaren belangrijke maatregelen genomen, onder andere naar aanleiding van de initiatiefnota van de leden Nijboer en Groot (Kamerstuk 34 267, nr. 2), om dit risico te beperken.

De onderzoekers signaleren dat er belangenconflicten kunnen spelen tussen bestaande aandeelhouders en het bestuur van de doelvennootschap, en wijzen op het belang van een actieve rol van de raad van commissarissen. Een dergelijke actieve rol komt ook tot uitdrukking in de recent herziene Nederlandse *corporate governance code* voor beursgenoteerde vennootschappen in principe 2.8 inzake overnamesituaties. Ook op grond van de wet zijn zowel het bestuur als de raad van commissarissen gehouden hun taak uit te oefenen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Bij een tegenstrijdig belang neemt de bestuurder of commissaris niet deel aan de beraadslaging en de besluitvorming.

De onderzoekers bevelen aan de effectiviteit van toepasselijke regelgeving, zoals de AIFM-richtlijn en bestuurdersaansprakelijkheid in combinatie met de werking van de faillissementswet – en de rol van curatoren in het bijzonder – te monitoren. De AIFM-richtlijn zal geëvalueerd worden door de Europese Commissie. Als eerste stap wordt momenteel een Europese studie uitgevoerd naar de effecten van de

richtlijn. De Wet bestuur en toezicht, inclusief de regeling voor bestuurdersaansprakelijkheid en tegenstrijdig belang, is recent geëvalueerd. De Minister voor Rechtsbescherming heeft bij brief van 15 december 2017 de uitkomsten van de evaluatie aan uw Kamer gestuurd (Kamerstuk 31 763, nr. 22). Met betrekking tot de bestuurdersaansprakelijkheid concluderen de onderzoekers op basis van rechtspraakonderzoek dat er sprake is van een betrekkelijk geruisloze overgang van de oude regeling naar de nieuwe regeling. Uit de juridische literatuurstudie van de tegenstrijdig-belang-regeling komt naar voren dat zich bij de toepassing van de regeling in de praktijk een beperkt aantal knelpunten kan voordoen. De resultaten van het onderzoek zullen worden betrokken bij de nota naar aanleiding van het verslag van het voorstel van de Wet bestuur en toezicht rechtspersonen (Kamerstuk 34 491, nr. 2 herdruk).

Daarnaast adviseren de onderzoekers dat aandeelhoudersleningen, in geval van een faillissement, als eigen vermogen aangemerkt zouden moeten worden, waardoor zij achtergesteld zouden worden ten opzichte van claims van andere crediteuren. De voormalige Minister van Veiligheid en Justitie heeft in antwoord op vragen van het lid Nijboer en het voormalige lid Recourt toegezegd dat in het kader van het programma herijking faillissementsrecht nader zou worden gekeken naar crediteuren met een pand- of hypotheekrecht.<sup>3</sup> Onderdeel daarvan was de positie van aandeelhouders, die tevens kredietverstrekker zijn met een pand- of hypotheekrecht in een faillissement. Inmiddels wordt hierover overleg gevoerd met vertegenwoordigers uit de faillissementspraktijk. De Minister voor Rechtsbescherming zal de Kamer in het kader van de rapportage over de voortgang van het programma herijking faillissementsrecht hierover informeren.

De onderzoekers wijzen erop dat de hoge mate van schuldfinanciering door private equity-fondsen leidt tot minder belastinginkomsten bij de overheid. Zij nuanceren dit door aan te geven dat er zeker ook andere redenen voor de hoge mate van schuldfinanciering zijn en dat de belastingvoordelen ook open staan voor andere bedrijven.

Naar aanleiding van de initiatiefnota van de leden Nijboer en Groot (Kamerstuk 34 267, nr. 2) is de specifieke renteaftrekbeperking gericht op bovenmatige overnamerente, de zogenoemde overnameholdingbepaling, op een aantal punten aangescherpt. De door de initiatiefnemers genoemde aanpassingen zijn doorgevoerd in het Belastingplan 2017 (Kamerstuk 34 552). Naar aanleiding van de initiatiefnota is in het Belastingplan 2017 eveneens de specifieke renteaftrekbeperking gericht tegen winstdrainage aangescherpt. Bij de aanscherpingen is wel direct de kanttekening gemaakt dat na de invoering van een generieke aftrekbeperking ten principale moet worden beoordeeld of nog steeds noodzaak bestaat voor specifieke renteaftrekbeperkingen, zoals de overnameholdingbepaling. Dit is inmiddels gebeurd.

Als gevolg van de Europese richtlijn tegen belastingontwijking (ATAD1) dient per 1 januari 2019 iedere lidstaat, dus ook Nederland, een generieke renteaftrekbeperking in te voeren. In het regeerakkoord (bijlage bij Kamerstuk 34 700, nr. 34) heeft het kabinet uiteengezet op welke wijze deze generieke aftrekbeperking in Nederland wordt geïmplementeerd. De generieke renteaftrekbeperking in de richtlijn kent de vorm van een zogenoemde earningsstrippingmaatregel. Hierdoor kan -kort gezegd- de rente door ieder lichaam dat belastingplichtig is voor de vennootschapsbelasting nog maar tot maximaal 30% van het bruto bedrijfsresultaat in aanmerking komen voor aftrek van de winst. Dit geldt dus ook voor

<sup>3</sup> Aangangsel Handelingen II 2016/17, nrs. 545 en 815.

private equity-fondsen en door private equity-fondsen overgenomen lichamen.

Het kabinet gaat bij de implementatie aanzienlijk verder dan de voorgeschreven minimumnormen uit de richtlijn. Hierdoor ontstaat een robuuste en uitvoerbare regeling. Deze nieuwe – generieke – norm ten aanzien van renteaftrekbeperking vervangt in beginsel de bestaande norm van specifieke renteaftrekbeperkingen in de vennootschapsbelasting. Onder meer de overnameholdingbepaling zal daarom per 1 januari 2019 vervallen. Het invoeren van de earningsstrippingmaatregel in combinatie met het afschaffen van de specifieke renteaftrekbeperkingen leidt per saldo tot een structurele budgettaire opbrengst van circa € 1,4 miljard. De mogelijkheid om rente in aanmerking te nemen voor aftrek van de winst wordt per 1 januari 2019 derhalve aanzienlijk beperkt.

De specifieke renteaftrekbeperking gericht tegen winstdrainage blijft overigens wel bestaan, omdat deze bepaling grotendeels een codificatie van fraus-legisjurisprudentie is. Het leerstuk fraus legis is ontwikkeld door de Hoge Raad en bestrijdt – kort gezegd – het «misbruik van recht».

De onderzoekers stellen tot slot dat de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) een voorbeeld zou kunnen nemen aan het initiatief van de BVCA om de transparantie en verslaggeving op het terrein van private equity te vergroten. Het kabinet meent dat dit een meer transparante discussie over de rol van private equity in Nederland zou ondersteunen. Het kabinet heeft kennisgenomen van de initiatieven die de NVP vorig jaar aan het parlement heeft aangeboden (waaronder een informatiedocument voor Ondernemingsraden, actualiseren van de gedragscode, en de toezegging om meer communiceren)<sup>4</sup>. Daarnaast kijkt het kabinet uit naar de resultaten van het door de NVP aangekondigde initiatief om meer data beschikbaar te stellen, onder andere over sociaal-economische effecten zoals werkgelegenheid en productiviteit<sup>5</sup>.

De Minister van Financiën,  
W.B. Hoekstra

---

<sup>4</sup> [http://www.nvp.nl/nieuws\\_detail/persberichtsectorinitiatievennvp/](http://www.nvp.nl/nieuws_detail/persberichtsectorinitiatievennvp/)

<sup>5</sup> <http://www.nvp.nl/pagina/verantwoording%20en%20archief/>