

# FINNIUS

## **Ceci n'est pas CET1: DNB behandeling aandelen met liquidatiepreferentie**

---

15 september 2022

 6 MINUTEN

## Speciaal kapitaal

Veel beginnende of groeiende ondernemingen laten zich financieren met eigen vermogen door venture capital (VC) investeerders. Zo ook veel financiële ondernemingen en fintechs. Deze VC investeerders bedingen standaard speciale afspraken – zoals de liquidatiepreferentie – die hun positie ten aanzien van het aandelenkapitaal sterker maakt dan die van de *founders* van de onderneming. Er komt een moment bij een groot aantal van deze ondernemingen dat De Nederlandsche Bank (DNB) zal kijken of het aandelenkapitaal van deze ondernemingen aan de solvabiliteitseisen voldoet, en voldoende sterk is. Dat gebeurt bijvoorbeeld bij vergunningaanvragen of nieuwe kapitaalrondes. Maar telt dat VC kapitaal dan eigenlijk wel mee voor kapitaaleisen? In de toezichtpraktijk is dit punt van groot belang en dat wordt vaak bij de inrichting van de onderneming over het hoofd gezien. DNB heeft hier recent – opnieuw – meer [guidance](#) over gegeven (eerder deed DNB dat ook al [hier](#)).

## Liq pref

De VC investeerders nemen aandelen in de onderneming, maar hebben zo hun eigen eisen die zij aan de onderneming en medeaandeelhouders opleggen voor hun investering in de aandelen. Deze VC fondsen willen over het algemeen een iets sterkere kapitaalspositie met meer zekerheid dat ze hun investering terugverdienen, dan de *founders* en eerste investeerders van de financiële onderneming. Zo bedingen zij in de regel een liquidatiepreferentie (of liq pref).

Dat is – kort gezegd – een afspraak in een (aandeelhouders)overeenkomst die recht geeft op uitkering aan de VC investeerder van het geïnvesteerde bedrag, voordat aan enige andere ‘gewone’ aandeelhouder iets wordt uitgekeerd. In de basis verkrijgt de VC investeerder door de liq pref bij ontbinding en liquidatie van de onderneming het recht om als eerste – voor de andere aandeelhouders – voldaan te worden uit de liquidatieopbrengst (*downside protection*). Partijen kunnen ook nog andere *liquidation events* afspreken zoals een exit of verkoop van de onderneming.

## Kapitaaleisen

Meerdere typen financiële ondernemingen moeten voldoen aan een solvabiliteitseis: hun eigen vermogen moet een minimale, risicogebaseerde, omvang hebben (zie artikelen 3:53 en 3:57 Wet op het financieel toezicht en 50 e.v. Besluit prudentiële regels Wft). Denk daarbij concreet aan bijvoorbeeld banken, beleggingsondernemingen, fondsbeheerders, betaalinstanties en elektronischgeldinstellingen. Met een dergelijke buffer zijn de instellingen in staat om verliezen op te vangen zonder dat faillissement dreigt. DNB houdt daar toezicht op.

Over het algemeen wordt het vereiste eigen vermogen berekend aan de hand van de risico's die een dergelijke financiële onderneming leidt. Deze berekeningen verschillen logischerwijs per type

financiële onderneming; een bank heeft gelet op haar bedrijfsmodel hele andere kapitaalrisico's dan een beleggingsonderneming. Bij een bank zijn dat vooral kredietrisico's en bij een beleggingsonderneming bijvoorbeeld operationele kosten of de hoogte van de *assets under management*.

Het aanwezige eigen vermogen dient wel aan (zeer) strenge eisen te voldoen om te kwalificeren als het allersterkste, verliesabsorberende, kapitaal: zogenoemd Common Equity Tier 1 (**CET1**) kapitaal. Dit CET1 kapitaal wordt gedefinieerd in de EU Capital Requirements Regulation (**CRR**) en bestaat kort gezegd uit gewoon aandelenkapitaal en daarop gestort agio en vrij uitkeerbare winstreserves (artikel 26 CRR).

## **CRR en DNB-behandeling kapitaalinstrumenten met liq pref**

Maar wanneer voldoet aandelenkapitaal nou aan de eisen om aan CET1 te voldoen, en zo mee te mogen tellen voor het verplichte eigen vermogen? Dat volgt uit artikel 28 CRR, en daaruit blijkt al snel dat niet elk aandeel aan de strenge eisen voldoet.

Specifiek ten aanzien van de bedongen liq pref zijn vooral de volgende concrete CRR-eisen van belang:

Artikel 28(1)(h)(i) CRR:

*“de instrumenten voldoen aan de volgende voorwaarden wat uitkeringen betreft: er zijn geen preferentiële behandelingen voor de volgorde van betaling van uitkeringen, evenmin voor andere [CET1]instrumenten, en de voor de instrumenten geldende voorwaarden voorzien niet in preferentiële rechten op de betaling van uitkeringen”*

Artikel 28(1)(j) CRR:

*“bij insolventie of liquidatie van de instelling komen de instrumenten na alle andere vorderingen in de rangorde”*

Artikel 28(1)(k) CRR:

*“de instrumenten verlenen de eigenaars ervan een vordering op de resterende activa van de instelling, die bij liquidatie en na de betaling van alle niet-achtergestelde vorderingen evenredig is aan het bedrag van dergelijke uitgegeven instrumenten en niet vastgesteld is (...)”*

Artikel 28(1)(m) CRR:

*“de instrumenten zijn niet onderworpen aan enige regeling, hetzij contractueel hetzij anderszins, die de rangordepositie van vorderingen uit hoofde van de instrumenten bij insolventie of liquidatie verbetert”*

DNB trekt uit deze (en andere) CET1-eisen echter de generieke conclusie uit dat artikel 28 CRR een pari passu en een pro rata principe omvat. DNB zegt daarover:

- *“**Pari passu** betekent dat elke CET1 instrument houder tegelijk zijn of haar geld ontvangt, of het nu gaat om het ontvangen van dividend of het terugkrijgen van (een deel van) zijn geld in liquidatie. Dit betekent dat iedere instrument houder gelijke rechten heeft, er is geen sprake van preferentie.*
- ***Pro rata** betekent dat uitkeringen in gelijke verhoudingen onder de CET1 instrument houders worden verdeeld. Belangrijk is dat **pro rata** altijd op basis van de nominale waarde van de aandelen is, dus niet op basis van de nominale waarde + agio. Er wordt een evenredig bedrag op basis van nominale waarde uitgekeerd.*
- *De CET1 instrumenten zijn niet onderworpen aan enige regeling hetzij contractueel hetzij anderszins, die de rangordepositie van vorderingen uit hoofde van de instrumenten bij insolventie of liquidatie verbetert. Een instelling mag geen side letters uitgeven waarin afspraken zijn gemaakt die de in de CRR opgenomen norm teniet doen.”*

Met andere woorden, aandelen met een liq pref op grond waarvan de VC investeerder bij liquidatie vóór de andere aandeelhouders recht heeft op teruggave van zijn investering, voldoen volgens DNB niet aan de CET1 eisen (want zijn bijvoorbeeld niet pari passu). Dat geldt dan vervolgens ook voor het op die liq pref aandelen gestorte agio. Die aandelen en het agio erop kwalificeren niet als het allersterkste kapitaal van de onderneming.

In de praktijk hebben wij dan ook gezien dat DNB enkele keren tot dit oordeel komt. Het is overigens niet verboden voor financiële ondernemingen om een liq pref overeen te komen. De enige sanctie is dat het ‘sterkere kapitaal’ niet als CET1 meetelt voor de kapitaaleisen.

## Weerstand

In de praktijk merken wij dat dit generieke standpunt van DNB op onbegrip stuit; zowel bij de financiële onderneming als bij haar investeerders. De onderneming heeft boekhoudkundig voldoende sterk eigen vermogen en aandelenkapitaal en dan telt DNB een groot deel daarvan niet mee voor de kapitaaleisen. Waarom wordt het niet meegeteld, terwijl het kapitaal toch als verliesabsorberend kapitaal kwalificeert omdat het komt pas na de schuldeisers komt? Wat nou als de aandeelhouders gewoon pro rata en pari passu door de onderneming uitgekeerd krijgen, in lijn met alle CRR-eisen, maar vervolgens onderling afrekenen? Dat laatste zou geen effect moeten hebben op de stabiliteit van de onderneming.

Naar onze mening zal DNB aandelenkapitaal alleen dan niet mogen meetellen als CET1-kapitaal, als het daadwerkelijk niet aan de tekst van één van de vereisten van artikel 28 CRR voldoet. Een te generieke toepassing van deze eisen gaat te ver. En dat betekent dat het dus afhankelijk is van de precieze opzet en structurering van de liq pref of de relevante aandelen wel of niet als CET1 kwalificeren. Maar of DNB daarin meegaat...

## Specialisten



### **Bart Bierman**

T +31 (0)20 767 01 80

T +31 (0)20 767 01 85 (direct)

M +31 (0)6 31 67 03 93

[bart.bierman@finnius.com](mailto:bart.bierman@finnius.com)