

## Legal Developments in the Netherlands, Belgium, Luxembourg and the EU

オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ、EUにおける法律動向

Japanese text below English text

非公式日本語訳は英文の後に記載

## Introduction

This is the February 2007 edition of our periodical Tokyo Newsletter (Legal). This Newsletter is intended for Japanese businesses with operations or investments in or through the Netherlands, Belgium or Luxembourg. It provides a summary update of developments in corporate, banking and securities law in these countries and also touches on developments of European Union Law.

In view of its summary nature, this Newsletter does not form a substitute for legal advice. Although this Newsletter has been compiled with great care, we cannot accept any liability for the consequences of making use of this issue without our further cooperation.

Should you have any questions further to this Newsletter, please contact Pieter Leguit at our Tokyo office. For further details, please consult the back cover of this Newsletter or access our home page at [www.loyensloeff.com](http://www.loyensloeff.com), via which you can also subscribe to an electronic version of this Newsletter.

## The Netherlands

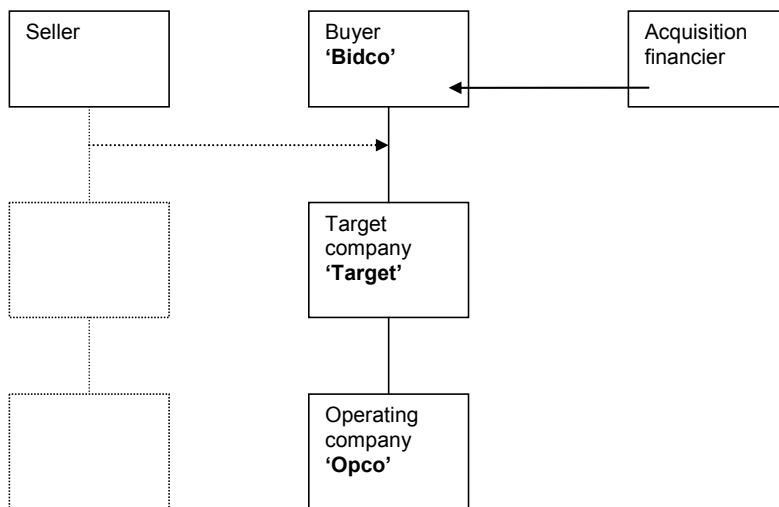
### Debt Pushdown

#### 1. General

The English term debt pushdown does not really have a Dutch equivalent. The term is often used in the context of group financing, where it means moving a debt to a lower level within the group. Debt pushdown is aimed at bringing the creditor's claim as close as possible to the assets of the debtor's group (from a civil law perspective) and as close as possible to the group's sources of income (from a tax perspective). In civil law terms, the creditor's interest is central; the debt pushdown serves to strengthen the position of the creditor and limit its risk. However, there are some civil law restrictions, the most important one being the prohibition for a company to provide financial assistance in respect of an acquisition of its shares. From a tax perspective, the concept of debt pushdown relates to optimising the position of the debtor (or the debtor's group) with a view to income and deductions such as interest payments.

Although debt pushdown also occurs outside the area of acquisitions, this newsletter is limited to the civil-law aspects of debt pushdown in acquisition financing. The following simplified acquisition structure will serve as a guide. The terms and abbreviations used here will be used in the rest of this article.





## 2. The financier's interest, structural subordination and various solutions

The starting point for a financier is that it will wish to finance at least on an equal footing with other creditors. However, according to the Dutch Civil Code (DCC), the creditors of a company in principle have an equal right to be satisfied out of the net proceeds of the company's assets, each in proportion to its claim. This can give rise to difficulties in relation to a group of companies, because the value of the assets of Opco (and Target) only accrues to Bidco's financier if all the creditors of Opco (and Target) have been completely satisfied. Bidco's financier's claim is therefore structurally subordinated to the claims of the creditors of Opco (and Target).

The following alternatives are conceivable to limit such structural subordination of the financier.

- a) Limiting (i) debts at the level of Opco and/or (ii) security granted over the assets of Opco. For example, the financing documentation can contain a contractual obligation that Opco cannot have more than a certain amount of debts and/or grant security over its assets (known as a negative pledge covenant).
- b) The financier acquires a direct claim on Opco. This can be achieved, for example, by (i) joint and several debtorship / guarantee / suretyship by Opco or (ii) ensuring that the debt arising from the underlying legal relationship with the financier comes to rest with Opco (repositioning the debt to the Opco level).
- c) Opco's assets and the debt to the financier are brought together within a single estate. This can be achieved, for example, by (i) an asset transaction between Opco and Bidco or (ii) a legal merger between Opco and Bidco.
- d) Opco grants security over its assets.

The classic debt pushdown is alternative b) (ii), where the debt arising from the underlying legal relationship with the financier comes to rest with Opco. The financier's need for a classic debt pushdown will be reduced to the extent that the variants mentioned above can be applied, because this will mitigate the consequences of structural subordination. However, alternative a) is a weak method, because the financier is dependent on compliance by the contracting parties (Target and/or Opco). Alternative d), on the other hand (creating security over Opco's assets in favour of the financier) can be regarded as a valuable variant. Legal restrictions have to be



taken into account in relation to the above variants. The opportunities under Dutch law for achieving debt pushdown on acquisition financing are discussed below on the basis of the various legal restrictions. The opportunities to apply the variants mentioned above are also dealt with.

### 3. Restrictions on debt pushdown in relation to acquisition financing

#### 3.1. General restrictions

When effecting a debt pushdown, legal rules which apply to all legal acts of a Dutch company must be taken into account, in addition to the prohibition on financial assistance discussed below. These include, in particular, transgression of the company's objects (*ultra vires*), fraudulent transfers, directors' liability and conflicts of interest. The possibility must also be taken into account that in certain circumstances, a shareholders' resolution to distribute a dividend may be unlawful against the creditors of the company. To the extent that the debt pushdown is carried out in relation to a debt which does not arise from Target's or Opco's own financing needs (or those of their subsidiaries), there can easily be risks attaching to *ultra vires*, fraudulent transfers, directors' liability and conflicts of interest. With respect to a debt which does arise from Target's or Opco's own financing needs (for example, working capital), a number of these risks will in principle not arise. This article will not deal further with the substance of these legal principles.

#### 3.2. The prohibition on financial assistance

The prohibition on financial assistance imposes specific restrictions on implementing debt pushdown in the context of the acquisition of a company. This prohibition must therefore be taken into account at the financing of an acquisition.

#### 3.3. Restriction on third party securities

The DCC prohibits a Dutch target company (either a public company (*naamloze vennootschap* or NV) or a private company with limited liability (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid* or BV, Target in our example) and its subsidiaries (Opco in our example) from providing security with a view to acquiring shares in Target. This prohibition on financial assistance is broadly interpreted and consequently, the refinancing of a previous acquisition financing falls within the scope of this prohibition. The prohibition of providing security by Target/Opco (variants b) (ii) and d)) are therefore not suitable to limit the structural subordination of the financier of the acquisition.

A fairly generally accepted solution is for Target to merge with Bidco by means of legal merger. The reasoning is that the financial assistance prohibition no longer applies after the legal merger, since Target then no longer exists. However, the legal validity of such legal merger is uncertain if it is carried out with a view to supporting the acquisition. Such a merger could possibly be in conflict with the object of the financial assistance prohibition. There is no case law on this point. In legal literature, a number of writers have argued that this method is legally valid. These writers base their argument on the concept that legal mergers have their own creditor protection rules. Other writers argue that the rules on creditor protection do not completely overlap with the rules on capital



protection.

### *3.4. Restrictions on repositioning debt/debt pushdown*

Alternatives are conceivable under which Target/Opco supports the acquisition of Target by making financial resources available. One variant is that Target/Opco distributes a dividend to the seller before the acquisition so that the purchase price for the shares in Target can be reduced. Another variant is

that Target/Opco distributes a dividend (via Target) or provides a loan to Bidco after or simultaneously with the acquisition, to enable (i) part of the purchase price to be paid, or (ii) part of the acquisition financing to be repaid. In the latter case, this part of the acquisition financing is normally provided in the form of a bridge loan. If Target/Opco raises external financing (usually from the same financier as the one which has financed Bidco) in order to acquire sufficient liquidity to distribute a dividend or provide a loan, this will result in the financier having a claim on Target/Opco instead of on Bidco – in other words, a debt pushdown has occurred.

In respect of such a debt pushdown, it is necessary to take into account the statutory requirement that dividend distributions are limited to the amount of the freely distributable reserves.

The following applies with respect to loans to be granted by Opco. The DCC prohibits an NV or its subsidiaries from providing loans with a view to acquiring the shares in that NV. On the other hand, the DCC does allow loans to be granted by a BV with a view to acquiring shares in that BV, but only (i) limited to a maximum of the amount of the freely distributable reserves, (ii) to the extent that its articles of association permit, and (iii) provided a non-distributable reserve is maintained for this purpose. The DCC does not in so many words provide that this restriction also applies to subsidiary companies of a Target BV, but this is normally regarded as an omission by the legislator. For the sake of safety, the financing practice assumes that this restriction also applies to subsidiary companies of Target BV. However, there is ambiguity as to the level at which the freely distributable reserves have to be – the relevant subsidiary company (Opco) or Target BV. Also, it is not clear at what level the non-distributable reserves have to be maintained (Opco or Target BV).

### *3.5. The Supreme Court*

In May 2004, the Supreme Court provided more clarity about the financial assistance prohibition for BVs in the *Muller/Rabobank* judgement. The Supreme Court held that a Target BV can raise a loan and can legally grant security (i.e. it can provide security for its own obligations). This also applies if Target BV directly or indirectly on-lends the amount borrowed to the buyer (Bidco) in order to support the acquisition of the shares in Target BV itself. Such security is not affected by the financial assistance prohibition. This restrictive interpretation by the Supreme Court has brought more clarity about the validity of debt pushdown in the context of an acquisition.

### *3.6. The practical implementation of debt repositioning*

The part of the financing that does not relate to the acquisition – working capital financing and refinancing - will in practice be the first to be repositioned at the level of Target/Opco via a debt pushdown. The prohibition on financial assistance is not relevant here. As regards the part of the financing that does relate to the acquisition, a



distinction has to be drawn between effecting the debt pushdown on closing (the date of transfer, payment of the purchase price and availability of the financing) and post-closing.

### *On closing*

Target/Opco raises a loan in the amount of its freely distributable reserves. It distributes the same amount as a dividend or on-lends the same amount (via Target). This circular flow of funds can take place by means of actual flows of funds across the bank accounts of the companies involved. However, it is often only recorded in a document – the flow of funds memorandum - in which the cash flows in and out are reflected in relation to each of the relevant companies (Bidco, Target and Opco).

### *Post-closing*

In practice one of two methods is chosen for repositioning debt after the transfer of shares (post-closing): transfer of debt or renewal of debt. The transfer to Opco is worked out here (the transfer to Target takes place in a similar way).

*Transfer of debt* is effected as follows. Opco declares a dividend (of the amount of its freely distributable reserves) to Target and Target does the same to Bidco. If Target is a BV, the same amount can be provided by way of a loan. The dividend or loan is not actually paid, so Target acquires a claim on Opco and Bidco acquires a claim on Target. Bidco then transfers to Target – and Target to Opco – a proportionate part of the debt (by transfer of debt) at nominal value: the debt is repaid by setting it off against Target's / Opco's debt arising from the dividend distribution or loan which was left unpaid.

*Renewal of debt* is effected as follows. Opco raises financing in the amount of its freely distributable reserves. Opco then distributes a dividend to Target, and Target in turn distributes a dividend to Bidco. If Target is a BV, Opco can on-lend to Bidco, either directly or via Target. Bidco uses this to pay back the acquisition financing granted to it by the financier(s) (usually the same one(s)). In this case the loan (and the repayment) takes place by way of what is known as daylight financing (everything happens on the same day). If this takes place by actual cash flows, the banks temporarily have an increased risk, since they are making a larger amount available for a short time.

Debt pushdown by renewal of debt has been sanctioned by the Supreme Court (although some doubts remain). To date, debt pushdown by transfer of debt has not yet been tested by the Supreme Court. In general, legal practice considers a debt pushdown by renewal of debt preferable to one by transfer of debt.

### *Dynamic debt pushdown*

In practice, parties sometimes also agree that if new freely distributable reserves are created, these will be used to effect a further debt pushdown (this is known as dynamic debt pushdown). To date, the Supreme Court has not given any definite answer as to whether security granted to the financier by Target/Opco will be affected if Target/Opco has insufficient freely distributable reserves at the time of the onward loan. Care must therefore be taken to ensure that the implementation of a dynamic debt pushdown is always well documented and particularly, that it is clear that there are sufficient freely distributable reserves at the time of each further debt pushdown.



### *Being a party to a loan and interference with assets*

One Dutch District Court has ruled that securities which were granted by Target in the context of its acquisition to the financier of the acquisition to be null and void. This was apparently an on-lending scheme. However, the District Court was unable to establish that Target had been a party to the (inwards) loan from the acquisition financier. It was only established that the (inwards) loan had been made via a bank account opened by Bidco in Target's name – and that the directors had no knowledge of this. So the (inwards) loan had apparently not been routed through Target's estate. The (inwards) loan had therefore not been made by Target, but by Bidco. Consequently the security provided by Target served as security for the acquisition financing raised by Bidco, which is void under the financial assistance prohibition of the DCC. As a consequence of this judgement, care should be taken on implementing a debt pushdown by means of a (inwards) loan at the level of Target or Opco to ensure that Target / Opco is a party to the (inwards) loan, for example, by making it a party to the financing documentation and having it sign the drawdown request under the financing. Care should also be taken to ensure that the inwards loan and onward loan are routed through the estate of Target / Opco, for example, by having actual cash flows occur through the (genuine) account of Target / Opco or by documenting that payment of the various claims is made by way of set-off and assignment.

### *Time of existence of freely distributable reserves*

The above judgement of the District Court has also again confirmed that the freely distributable reserves must be present at the time that the debt pushdown takes place.

### *Works Council advice*

Raising major credit facilities and granting third party securities are (among other things) topics in respect of which a Dutch works council has the right to advise pursuant to the Dutch Works Councils Act (WCA). Sufficient attention is normally paid to this (by the acquisition financier) in the context of an external acquisition financing. In practice, it is necessary to take into account the fact that the onward loan (inter-company) itself can also be subject to the requirement to take advice. The granting of a major credit is also subject to works council advice. If the competent works council has to advise on the external acquisition financing and the provision of third party security, it is advisable to ensure that the advice also extends to the onward loan.

## 4. Variant on solution – combining assets and debt

Combining Opco's assets and the debt to the financier within a single estate is sometimes suggested as a method of debt pushdown. The assets of Opco can be transferred to the debtor (Bidco) in an asset transaction. There are generally considerable objections to this, including tax and practical objections (such as transfer of employees, transfer of goodwill, etc.).

A legal merger is also a possible means of bringing the assets within the same entity as the debtor's debt (by merging Opco and Target into Bidco). A merger of this sort has a different objective than the merger construction mentioned in paragraph 3.3, which is aimed at getting rid of Target. However, the same comments apply here.



## 5. Possible debt pushdown change in the near future

The official draft Bill for the amendment in the DCC of the rules for private companies with limited liability, contains a proposal to abolish the financial assistance prohibition for BVs. This appears to make the possibilities for a debt pushdown more flexible. Under the proposed bill, a liquidity test will have to be met on a debt pushdown by means of distributions. This means that it will be necessary to test whether the equity less the reserves which must be maintained pursuant to statutory law or the articles of association are not negative or would become negative as a result of the distributions (the simplified balance sheet test) and whether the company will still be able to continue to meet its current obligations after making the distributions (the actual liquidity test). The directors are jointly and severally liable for the amount of the distribution if they should have known that the liquidity test could not be met (unless the contrary is proved). Knowledge thereof will be deemed to exist if the company is declared bankrupt within one year after the distribution. It is also proposed that the shareholder would have to repay a distribution if the company is declared bankrupt within one year after the distribution. In assessing the validity of loans (both in and out) and personal and property law securities provided, it will be necessary to revert to the general standards of *ultra vires*, improper administration and unlawful acts.

Under the proposed bill, the amount of the freely distributable reserves as the principal deciding factor for a debt pushdown (in the context of an acquisition financing) will disappear. On the one hand, the proposed system allows more scope for a debt pushdown and it will no longer be necessary to wrestle with the uncertainties of the current financial assistance prohibition in the DCC. On the other hand, the responsibility of the board of directors of Target/Opco will become heavier. This will possibly not make acquisition practice easier. It is also to be expected that the emphasis on the uncertainties regarding the current financial assistance prohibition in the DCC will in practice be transferred to uncertainties surrounding the standards of *ultra vires*, improper administration and unlawful acts and the arm's length character of the conditions of any financial assistance.

## 6. Conclusion

From a civil law perspective, debt pushdown is intended to enable debts to be borne by the target company and its operating companies. The legal tenets of *ultra vires*, fraudulent transfers, directors' liability, tort and conflicts of interest generally have to be kept in mind in this respect. These are not dealt with further here. What we have dealt with are the restrictions on having acquisition financing borne by the target company and its operating companies.

In outline these are as follows. A company must not provide any third party securities (either property law or personal) for the acquisition financing. Two common methods of having the acquisition financing borne by the target company or its operating companies (post-closing) are a debt pushdown by way of transfer of debt and a debt pushdown by way of renewal of debt. On a renewal of debt, Target/Opco borrows an amount from the acquisition financier and lends this amount onwards (the on-lending scheme) or distributes it as a dividend to Bidco and Bidco then repays an equal amount of the acquisition debt. On a transfer of debt, the Target/Opco takes over part of the acquisition debt (which is offset against the dividend distribution or onward loan). In the context of debt pushdown, renewal of debt by means of the on-lending scheme has been sanctioned by the Supreme Court, but transfer of debt has not (yet). Partly for this reason, renewal of debt is preferred in practice.



If the Target is an NV, debt pushdown cannot be effected by the on-lending scheme, but only by dividend distributions – so the debt pushdown will be limited to the amount of the freely distributable reserves.

If the Target is a BV, debt pushdown can be effected by the on-lending construction. For this reason an NV is often converted into a BV. The onward loan has to meet certain requirements – it is limited to the amount of the freely distributable reserves, a non-distributable reserve has to be maintained and the company's articles must allow the loan (or at least not prohibit it). For the sake of safety, it is usually accepted that these requirements also apply to subsidiaries of the Target. The Supreme Court has confirmed that the validity of both a loan taken out by a company and securities provided for it is not affected if the loan is then used to support an acquisition financing. The Supreme Court has still left some scope for uncertainty, but it is fairly generally assumed that this also applies if the onward loan does not meet the above requirements. Apart from that, further insignificant practical uncertainties remain. It could, for example, be relevant to establish whether the freely distributable reserves have to be located and the non-distributable reserve has to be maintained at the level of Target or Opco. As yet there is no definitive answer to this. In view of the judgement of one District Court, care must be taken in implementing a debt pushdown. In practice it is also necessary to take into account the requirement to consult under the Works Councils Act, even in relation to the onward loan in a non-lending scheme.

In the context of the legislative proposal aiming at more flexibility for the BV, statutory amendment may be on the way which will scrap the financial assistance prohibition for BVs. It will be replaced by a liquidity test which will be used to gauge a debt pushdown. Implementation of this statutory amendment may result in a simplification of the financing of acquisitions.

## Luxembourg

### Specialised Investment Funds (SIF)

#### 1. General

A new law on specialized investments funds (the **SIF**) will be enacted by the Luxembourg Parliament with its entry into force scheduled at the latest on 14 February 2007 (the SIF Law). The SIF Law will succeed and replace the “law on undertakings for collective investment, the securities of which are not intended to be placed with the public” of 1991 (the **1991 Law**).

The SIF Law is the result of a combination of the legal, regulatory and fiscal provisions governing traditional undertakings for collective investment governed by the law of 20 December 2002 (the **2002 Law**), and the regime applicable to investment companies in risk capital (SICAR) governed by the law of 15 June 2004 (the **2004 Law**)

The end product is a lightly regulated, operationally flexible and fiscally efficient investment fund regime for an international qualified investor base. The key characteristics of the SIF regime are set out below.



## 2. Eligible Investors

When compared to the preceding regime under the 1991 Law, the SIF Law substantially broadens the investor base though limiting it to qualifying sophisticated investors only. The legislator has set certain criteria for the identification of qualifying investors, which as a result of their status, experience or special acknowledgement of the risks they incur by investing in a lightly regulated fund vehicle, accept or require a lower level of protection.

Any institutional, professional or “well-informed” investor may thus not only invest in but also initiate or launch an SIF. The “well-informed” investor status requires that the investor adheres to the “well-informed” status and furthermore (i) invests at least EUR 125,000 or, (ii) if the investment amount is lower, presents an appraisal from a designated credit institution, investment enterprise or investment management company, certifying the investor’s expertise, experience and knowledge in adequately appraising an investment in the relevant SIF.

An SIF may furthermore be initiated and launched by any qualifying investor, a significant innovation although in line with the experiences gained from the lightly regulated SICAR regime. An SIF initiator thus no longer needs the “deep pockets” which are associated with the promoters of undertakings for collective investment governed by the 2002 Law and which often represent a significant entry-level hurdle for smaller highly specialised investment management professionals or organisations.

## 3. Supervision

Setting up an SIF no longer requires the prior authorization of the Luxembourg regulatory authority of the financial sector (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* - CSSF). The constitutional documents of the relevant SIF only need to be filed with the CSSF within the month following the creation of the SIF. Although the CSSF will verify the compliance by the relevant SIF and its directors with applicable laws and regulations prior to admitting the fund on the official SIF list, the SIF may start its activities as soon as it is created.

## 4. Investment Management

The CSSF will devote special attention to reviewing the qualification of the directors (*dirigeants*) of the SIF. The legal representatives of each SIF thus need to submit evidence of their professional qualification, good standing and reputation in order to manage the SIF. The directors will not be subject to any residency requirement. Furthermore, the professional qualification of directors will in practice be appraised for all the directors of a SIF considered together and not necessarily in respect of each director separately.

## 5. Investment- and Leverage Restrictions

Another important innovation can be found in respect of the eligible investment policies applicable to SIFs. Although the principle of risk spreading still applies, there will be no pre-set quantitative, qualitative, geographic or other type of investment restriction. The SIF initiator(s) may thus freely determine their investment policies (e.g., within a single- or multi-compartment (umbrella) SIF), investment restrictions or limitations without being bound by any pre-set regulatory guidelines provided the policies are based on the principle of risk spreading.



SIFs will furthermore not be bound by any borrowing restrictions.

## 6. Limited Disclosure- and Reporting Obligations

Each SIF will need to prepare an “issuing document”, which may be labelled as a private placement memorandum, offering memorandum or prospectus, as the case may be. Although no minimum content is prescribed (except if an EU Prospectus Directive compliant prospectus is to be prepared), such document must include any information necessary for the investors to make an investment decision.

The SIF will only have to produce an annual report following a pre-set reporting template providing for a minimum level of disclosure. This annual report will be provided to investors and the CSSF within six months from the end of the period to which it relates.

The SIF will not be required to publish its net asset value.

## 7. Flexible Organisational Rules

SIFs may be structured as a common fund governed by a contractual arrangement (*fonds commun de placement* – FCP, managed by a management company), as an investment company with variable capital (SICAV) opting for the corporate form of a private limited liability company (*société à responsabilité limitée* – S.à.r.l.), public limited liability company (*société anonyme* – SA), partnership limited by shares (*société en commandite par actions* - SCA) or cooperative company in the form of a public limited liability company (*société coopérative sous forme de société anonyme* – SCSA) or, any other legal regime available under Luxembourg law, such as a limited partnership (*société en commandite simple*). An SIF may thus, for example, replicate the operational and legal flexibility typically associated with Anglo-Saxon partnerships. As a result of the important choice of fund vehicles, the operational flexibility will reach an unprecedented level of structuring flexibility. In addition, the initiators will have all the flexibility they need for the organisation of subscriptions, redemptions or distributions, the valuation of assets, or the compartmentalisation of assets, risks or investors.

The minimum equity capitalisation of the SIF will need to reach at least EUR 1,250,000 within a period of one year following the approval by the CSSF.

## 8. The Custodian

As is the case for all Luxembourg fund vehicles, the assets of the SIF have to be safeguarded by a Luxembourg established custodian bank. However the SIF Law no longer imposes specific functions on the custodian bank, resulting in lesser constraints (when compared to funds governed by the 2002 Law) for the organisation of the relationship between the SIF and its custodian bank.

## 9. Taxation

The tax regime of the SIF continues without amendment the proven and tested tax regimes governed by the



1991 Law and the 2002 Law.

Whether the SIF is organised with or without legal personality, capital contributions will be subject to a one time fixed capital duty charge of EUR 1,250.

SIFs are otherwise only subject to an annual subscription tax (*taxe d'abonnement*) of 0.01% assessed on its total net assets. Furthermore, in accordance with the 1991 Law, the subscription tax will not apply to (i) SIFs which invest in other undertakings for collective investment governed by the 2002 Law and which have already been subject to an annual subscription tax, (ii) SIFs which invest in certain money market instruments only, and (iii) SIFs implementing pension pooling schemes.

Luxembourg has signed more than 40 double tax agreements, many of which do not extend their benefits to Luxembourg undertakings for collective investment. The following jurisdictions do however grant treaty protection to Luxembourg SICAV/SICAFs: Germany, Austria, PR of China, Korea, Spain, Finland, Indonesia, Ireland, Malta, Morocco, Uzbekistan, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Singapore, Slovenia, Thailand, Trinidad and Tobago, Tunisia and Vietnam. The following countries may extend treaty benefits on a case by case basis: Bulgaria, Greece, Italy, Russia and Switzerland.

SIFs which are organised as an FCP (common funds) may in principle never claim treaty benefits themselves. Due to the lack of legal or fiscal personality of the FCP itself, investors may directly claim any treaty benefits with the target jurisdictions in which the SIF's investments are made.

## 10. Conclusion

The SIF, with its low entry-level threshold, flexible legal structuring options and its favourable tax regime, completes the product range of existing investment vehicles available in Luxembourg.

Following the track record set by Luxembourg FCPs and SICAVs, the SIFs will aim at delivering to an international initiator and investor base a tailor-made on-shore investment fund regime that compares favourably with most international offshore fund schemes.



## はじめに

当事務所の季刊東京ニューズレター（法律編）2007年2月号をお届けいたします。本ニューズレターは、オランダ、ベルギーもしくはルクセンブルグにおいて、或いはこれらの国々を通じて投資をする日本企業を対象に発行しています。本ニューズレターでは、これら諸国における会社法、銀行業法、証券法にかかわる動向の最新情報を概説し、さらには欧州連合法の展開にも触れて行きます。

概要という性質上、本ニューズレターは法律アドバイスとして代用できません。ニューズレターは最大の注意を払って作成しておりますが、お客様が単独で情報を利用された場合、当社はその結果については責任を負いません。

記事に関するご質問がありましたら、当東京事務所のピーター・レガウトまでご連絡ください。連絡先等詳細については、本誌の裏表紙記載の宛先を参照していただくか、当事務所のホームページ[www.loyensloeff.com](http://www.loyensloeff.com)にアクセスしてください。また上記ホームページを通して本ニューズレターの電子版配信サービスにお申し込みいただくこともできます。

## オランダ

### 債務プッシュダウン

#### 1. 概要

債務プッシュダウンという英語に相当するオランダ語はないのが実状である。この言葉は多くの場合グループ内融資に関連して使用され、債務をグループ内のより低いレベルに移動することを意味する。債務プッシュダウンは、債権者の請求権を可能な限り債務者グループの資産に近づけ（民法の観点から見て）、同時に可能な限りグループの所得源泉に近づける（税の観点から見て）ことを意図している。民法の観点から見れば、債権者の権利が最も重要であり、債務プッシュダウンは債権者の立場を強化しそのリスクを制限する役割を持つ。しかしいくつかの民法上の制約があり、そのうち最も重要なものは、自社株式の取得に関する企業の金融支援提供の禁止である。税の観点から見れば、債務プッシュダウンの考えは、所得や支払い利息などの控除の点で債務者の（または債務者のグループの）立場を最適化することに関連する。

債務プッシュダウンは買収分野以外でも行われるが、本ニューズレターではこの分野での民法に関わる債務プッシュダウンの側面だけを取り扱う。下に簡略化して示した買収構造をガイドとして示す。ここで使用された言葉や省略語は、この後にも使用する。





シュダウンに対する融資元の必要性は減少するだろう。しかし選択肢 a) は十分な方法とはいえない。なぜなら融資元は契約当事者 (Target/Opco) の契約遵守に依存するからである。他方、選択肢 d) (融資元のために Opco の資産に担保を設定する) は、有益な方法と考えられる。これらの方法については法律的制約を考慮に入れなければならない。買収融資での債務プッシュダウンを達成するためオランダ法の下でどうするのが適切か、以下さまざまな法律的制約にもとづいて検討する。また上述のさまざまな方法を適用するのにふさわしい機会についても検討する。

## 3. 買収融資に関連した債務プッシュダウンの制約

### 3.1. 一般的制約

債務のプッシュダウンを行う場合、以下検討する金融支援の禁止に加え、オランダ企業の法律行為すべてに適用される法律規則を考慮する必要がある。これにはとりわけ、会社目的の逸脱 (権限逸脱)、詐欺的譲渡、取締役の責任、利益相反に関する規則が含まれる。また、特定の状況では株主総会の配当分配決議が会社債権者の利益に反するため違法とされる可能性も考慮する必要がある。債務プッシュダウンが Target あるいは Opco 自体 (またはこれらの子会社) の融資ニーズに由来しない債務について行われる限り、権限逸脱、詐欺的譲渡、取締役の責任、利益相反のリスクは容易に生じる可能性がある。Target あるいは Opco 自体の融資ニーズ (たとえば運転資本) に由来する債務について、これらリスクの多くは原則として生じない。この記事ではこれら法律原則の内容についてはこれ以上取り扱わない。

### 3.2. 金融支援の禁止

金融支援の禁止は、企業買収に関連して債務プッシュダウンを実行する上で一定の制約となる。従って買収融資を行う場合この禁止を考慮に入れなければならない。

### 3.3. 第三者担保の制限

オランダ民法は、オランダのターゲット企業 (公開会社 (*naamloze vennootschap*, NV) または非公開有限責任会社 (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*, BV、この例で取り上げた Target) やその子会社 (この例で取り上げた Opco) が Target の株式取得のために担保を提供することを禁じている。この金融支援の禁止は幅広く解釈され、従って以前の買収融資の再融資もこの禁止対象である。このため Target/Opco による担保提供の禁止 (上記 b) (ii) と d) の方法) は、買収融資元の構造的劣後性を制限するためには適さない。

一般的に受け入れられているソリューションは、合併により Target を Bidco に合併させることである。合併の後 Target はもはや存在しないのだから、金融支援の禁止も適用されないことになる。しかしこのような合併が買収を助ける目的で行われた場合、その法律的妥当性は不明である。このような合併は金融支援禁止の目的に抵触する恐れがある。この論点についての判例法はない。法律文献では、この方法は法律的に妥当だと主張する論者が多い。これらは、合併には独自の債権者保護規則があることを主張の根拠としている。またこの他、債権者保護の規則は資本保護の規則と完全には重なり合わないという論者もいる。



### 3.4. 債務のリポジショニング/債務のプッシュダウンに対する制約

Target/Opco が財務リソースを提供することによって、Target の買収を支援するいくつかの方法が考えられる。その一つは、買収の前に Target/Opco が売手に配当を支払い、これにより Target の株式の売買価格を引き下げることである。もう一つは、買収の後あるいはこれと同時に Target/Opco が Bidco に (Target 経由で) 配当を支払いあるいはローンを供与し、これにより (i) 売買価格の一部の支払い、あるいは (ii) 買収融資の一部の返済ができるができるようにする方法である。後者の場合、この部分の買収融資は通常ブリッジローンの形で提供される。もし Target/Opco が配当を支払いまたはローンを供与するための十分な流動性を得るため外部 (通常は Bidco に融資している同じ融資元) から資金を調達すれば、その結果融資元は Bidco に代わり Target/Opco に対して請求権を持つことになる。つまり債務プッシュダウンが生じる。

このような債務プッシュダウンに関しては、支払い配当は自由に分配できる剰余金額までに限られる、という法定要件を考慮する必要がある。

Opco の供与するローンに関しては次のことが当てはまる。オランダ民法は NV の株式取得を目的とする当該 NV またはその子会社によるローン供与をすべて禁止している。他方、オランダ民法は BV の株式取得を目的とする当該 BV によるローン供与は許しているが、(i) このローンは自由に分配できる剰余金額を最大限度とし、(ii) 定款がこのローンを認める範囲内で、かつ (iii) このローンのために分配不能な剰余金が維持されている、という条件がつく。オランダ民法はこの制約が Target の BV の子会社にも適用されるとまでは規定していないが、これは立法の不作為であると一般に考えられている。金融実務では安全を考えて、この制約は Target BV の子会社にも適用される、と想定されている。しかし自由に分配できる剰余金については、当該の子会社 (Opco)、Target BV のどちらのレベルでなのか、あいまいである。また、どちらのレベルで (Opco か、Target BV か) 分配不能な剰余金を維持しなければならないのかも明らかではない。

### 3.5. 最高裁判所

2004 年 5 月、最高裁判所は *Muller/Rabobank* 訴訟事件の判決で BV に対する金融支援の禁止についていっそう明確にした。最高裁判所は、Target BV は起債することができ、合法的に担保を提供する (自己の債務の担保を提供する) ことができる、と判示した。この判決内容は、Target BV が自己の株式の取得を支援する目的で、借入れた金額を買手 (Bidco) に直接または間接に又貸しする場合にも当てはまる。この担保は金融支援の禁止の対象とならない。最高裁判所によるこのような限定的な解釈は、買収に関連した債務プッシュダウンの妥当性についていっそう明確にした。

### 3.6. 債務のリポジショニングの実際

実際には、債務プッシュダウンにより買収に無関係の融資部分——運転資本の融資、融資借換え——がまず Target/Opco のレベルでリポジショニングされるだろう。この場合金融支援の禁止は当てはまらない。買収に関連する融資部分については、債務プッシュダウンがクロージング (譲渡日、売買代金の支払い日、融資の実行日) で行われる場合とクロージング後に行われる場合とを区別する必要がある。

#### クロージングで行われる場合

Target/Opco は自由に分配できる剰余金金額の起債を行う。ついでこの金額を (Target 経由で) 配当として分配しあるいは又貸しする。このような資金循環は、関係企業の銀行口座を経由した現実の資金フローによって



行うことができる。しかし多くの場合このような資金循環は、関係する各企業（Bidco、Target、Opco）についてキャッシュフローの出入りを反映した文書——資金フローメモ——に記録されるだけである。

## クロージング後に行われる場合

株式譲渡の後（クロージング後）債務のリポジショニングのために選択されるのは、債務譲渡、または債務更改のうちどちらかである。この場合、Opco への譲渡が行われる（Target への譲渡も同様にして行われる）。

**債務譲渡** Opco は Target への（自由に分配できる剰余金の）配当支払いを宣言し、Target も同様に Bidco への配当支払いを宣言する。Target が BV ならば、この金額はローンによって支払うことができる。配当もローンも現実には支払われないので、Target は Opco に対して、Bidco は Target に対してその請求権を得る。ついで Bidco は Target に——そして Target は Opco に——名目価額にもとづき相当する債務部分を（債務譲渡により）譲渡する。この債務は、まだ支払われていない配当またはローンについて Target / Opco が負う債務と相殺して返済される。

**債務更改** Opco は自由に分配できる剰余金の金額で起債する。ついで Opco は Target に配当を支払い、Target は Bidco に配当を支払う。Target が BV なら、Opco は直接あるいは Target 経由で Bidco に又貸しすることができる。Bidco は得た資金を使って、融資元（通常は同一の融資元）からの買収融資を返済する。この場合、ローン（と返済）はデイトライトファイナンスと呼ばれる方法（借入と返済が同日に完了）で行われる。これが実際のキャッシュフローによって行われたなら、銀行は短時間で大量の資金を提供するため、そのリスクが一時的に高まる。

債務更改による債務プッシュダウンは最高裁判所ですでに認められている（ただし若干の疑問点は残る）。債務譲渡による債務プッシュダウンはまだ最高裁判所で審理されたことがない。法律実務では一般に、債務譲渡より債務更改による債務プッシュダウンの方が望ましいとされる。

## ダイナミックな債務プッシュダウン

実際には、自由に分配できる剰余金が生じたならいっそうの債務プッシュダウンのために使用する、と当事者間で追加的に合意されることがある（これは「ダイナミックな債務プッシュダウン」と呼ばれる）。もしオンワードローンの時に自由に分配可能な Target/Opco の剰余金が不足していたなら、Target/Opco が融資元に差し出した担保はその影響を受けるかどうかについては、まだ最高裁判所からの明確な答えはない。従って、ダイナミックな債務プッシュダウンの実施については常に十分な文書化を行い、とりわけ各債務プッシュダウンのときに自由に分配できる剰余金が十分あることを明確にするよう、注意しなければならない。

## ローンの当事者、資産への干渉

オランダのある地方裁判所は、Target が自らの買収に関連して買収融資元に差し出した担保は無効である、と判決した。この担保提供は又貸しの仕組みに関係していた。しかし地方裁判所は、Target が買収融資元からの（インワード）ローンの当事者であったことを認定できなかった。裁判所が認定したのは、（インワード）ローンが Target 名義で Bidco の開設した銀行口座を通じて行われたこと、そして取締役会はそれを知らなかった、ということだけだった。このため（インワード）ローンは Target の財産を経由していないと考えられた。従ってこの（インワード）ローンを取得したのは Target ではなく Bidco とされた。従って Target の提供した担保は Bidco が得た買収融資の担保として利用され、これはオランダ民法に規定された金融支援の禁止により無効である、と判決された。この判決の結果として、Target または Opco のレベルで（インワード）ローンによる債務プッシュダウンを行う場合には、たとえば Target / Opco を融資文書の当事者にし、融資の



引出し要請書に署名させて Target / Opco を（インウォード）ローンの当事者にするよう、注意しなければならない。またインウォードローンとアウトウォードローンが Target / Opco の財産を経由して行われるよう、たとえば現実のキャッシュフローを Target / Opco の（真正の）口座経由にし、あるいはさまざまな請求に対する支払いが相殺と譲渡によって行われたことを文書化するなど、注意が必要である。

## 自由に分配できる剰余金の有無

また上記地方裁判所の判決は、債務プッシュダウンの時点で自由に分配できる剰余金が存在していなければならないことを再度確認した。

## 労使協議会助言

大型の信用供与や第三者担保の提供は（その他さまざまな事柄の中でもとりわけ）オランダ・労使協議会法（WCA）の下オランダ・労使協議会が助言権限を持つ事柄である。外部からの買収融資に関しては、（買収融資元は）このことに十分な注意を払うのが普通である。実際には、（会社間の）オンウォードローンそのものも助言が必要とされることがある、という事実を考慮しなければならない。大型の信用供与もまた助言対象とされる。もし外部からの買収融資について管轄の労使協議会助言が必要とされるなら、その助言対象にオンウォードローンも含めるのがよい。

## 4. もう一つのソリューション——資産と債務の結合

Opco の資産と対融資元債務を単一の財産に集約することも、時には債務プッシュダウンの一方法として推奨される。Opco の資産は資産取引によって債務者（Bidco）に移転することができる。これには一般に、税務面、実際面（従業員の移転、営業権の移転など）でかなりの反対がある。

また、資産を債務者の債務と同じ企業に集約する（Opco と Target を Bidco に合併）手段として、合併も可能である。この種の合併は、3.3 項で述べた Target の排除を目指した合併とは目的を異にする。しかし、これにもやはり同じ注意が当てはまる。

## 5. 近い将来に考えられる債務プッシュダウンの変化

非公開有限責任会社に関する規則について民法を修正する法案の公式原案では、BV に対する金融支援禁止の廃止が提案されている。これは債務プッシュダウンをより柔軟にする可能性を開くものと思われる。提案された法案は、分配による債務プッシュダウンに流動性テストを満たすように求めている。これが意味するものは、法または定款の下維持しなければならない準備金を資本から差し引いた額がマイナスにならないか、あるいは分配の結果マイナスになるか（貸借対照表の簡易テスト）、分配を行った後も会社はなお流動負債の返済を継続できるか（現実の流動性テスト）、これらを調べるテストが必要になるということである。流動性テストが不合格であることを取締役会が知っていたなら（そうでないことが立証されない限り）取締役会は分配の金額に連帯して責任を負う。分配の後 1 年以内に会社の破産が宣告されたなら、取締役会は上記の事実を知っていたと見なされる。また分配の後 1 年以内に会社の破産が宣告されたなら、株主に分配額の払い戻し義務を負わせることも提案されている。ローン（インウォード、アウトウォードの両方とも）や提供された人的財産法上及び財産法上担保の妥当性を評価する場合、権限逸脱、不適切な管理、違法行為などの一般的基準に立ち返って評価することが必要になる。

提案された法案によれば、（買収融資に関連した）債務プッシュダウンの主要な決定要因からは、自由に分配



できる剰余金額は除外されるだろう。他方、提案された制度では債務プッシュダウンの範囲拡大が可能となり、オランダ民法における現行の金融支援の禁止のあいまいさに苦勞する必要はもはやなくなるだろう。一方 Target/Opco の取締役会の責任はさらに重くなるだろう。これは買収を実行し難くする可能性がある。さらに、オランダ民法における現行の金融支援の禁止のあいまいさは、実際問題として、**権限逸脱**、不適切な管理、違法行為などの一般的基準や、金融支援条件の公正な性質をめぐるあいまいさに重点が移るだろう。

## 6. まとめ

民法の観点から見ると、債務プッシュダウンの意図は、ターゲット企業とその事業会社による債務負担を可能にすることである。これに関しては一般に、**権限逸脱**、詐欺による譲渡、取締役会の責任、違法行為、利益相反などの法律原則を念頭に置かなければならない。これらについてはこれ以上ここでは論じない。これまでに取り扱ってきたのは、買収融資をターゲット会社とその事業会社に負担させることに対する規制条件であった。

以上をまとめると次のようになる。企業は買収融資のために（財産法上又は人的財産上の）第三者担保を提供してはならない。買収融資をターゲット会社またはその事業会社に負担させる（クロージング後）一般的な 2 つの方法は、債務譲渡による債務プッシュダウンと債務更改による債務プッシュダウンである。債務更改では、Target/Opco は一定額の資金を買収融資元から借り入れ、これを Bidco に又貸しし（又貸し方式）あるいは配当として分配し、ついで Bidco は同額の買収債務を返済する。債務譲渡の場合、Target/Opco は買収債務の一部を引き継ぐ（これは分配された配当または又貸しされたオンワードローンと相殺される）。債務プッシュダウンに関して、又貸し方式による債務更改は最高裁判所に認められているが、債務譲渡は（まだ）認められていない。この理由もあって、実際には債務更改の方が好まれている。

Target が NV の場合、債務プッシュダウンは又貸し方式で行うことができず、配当分配によってのみ行うことができる。このため債務プッシュダウンは自由に分配できる剰余金の金額に限定される。

Target が BV の場合、債務プッシュダウンは又貸し方式で行うことができる。このため NV は BV に転換されることが多い。オンワードローンは特定の諸要件を満たさなければならない。すなわち、その金額は自由に分配できる剰余金までに限定され、分配不能な準備金が維持されなければならない、会社の定款でローンが認められている（あるいは少なくとも禁止されていない）ことが必要である。安全性の観点から、これら諸要件は Target の子会社にも該当すると一般に認められている。最高裁判所は、会社が取得したローンあるいは提供した担保のどちらも、ローンがその後買収融資を支援するために使用されたとしてもその影響を受けないことを確認した。最高裁判所の判断にはなお若干のあいまいさが残るが、概して、オンワードローンが上記諸要件を満たさない場合でもこの最高裁判所の確認は当てはまると想定される。これとは別に実際上の小さなあいまいさは他にもまだ残っている。たとえば、自由に分配できる剰余金は Target または Opco のレベルになければならないのか、自由に分配不能な剰余金は Target または Opco のレベルで維持しなければならないのか、これらを明確にすることは重要かも知れない。これらについてはまだ確定的な答えがない。債務プッシュダウンは地方裁判所の判決に照らして慎重に行わなければならない。また実際には、又貸し方式でのオンワードローンに関してさえ、労使協定会法の下での相談要件を考慮することも必要である。

BV の柔軟化を目指した立法提案に関しては、制定法の修正が進行中であり、これにより BV に対する金融支援禁止は廃止されるだろう。この禁止は流動性テストに置き換えられ、このテストが債務プッシュダウンの評



価のために使用されるだろう。この修正が実現すれば、買収融資がもっと簡素化されるかも知れない。

## ルクセンブルグ

### 特定投資ファンド (SIF)

#### 1. 概要

ルクセンブルグ議会で特定投資ファンド (SIF) に関する新法が成立し、遅くとも 2007 年 2 月 14 日までに発効するだろう (SIF 法)。SIF 法は 1991 年の「有価証券の公募を行わない合同投資事業に関する法」(1991 年法) を引き継ぎ、これに代替する。

SIF 法は、2002 年 12 月 20 日の法律 (2002 年法) の支配下にある従来の合同投資事業を規制する法律、規制、財務関連の規定と、2004 年 6 月 15 日の法律 (2004 年法) が適用によりリスクキャピタル投資会社 (SICAR) に適用される制度とを組み合わせた結果である。

これにより、規制が軽く、運用が柔軟で財務効率のよい、国際的な適格性を持つ投資家ベース向けの投資ファンド制度が生まれる。SIF 制度の主要な特徴を以下説明する。

#### 2. 適格な投資家

1991 年法の下での先行制度に比べ、SIF 法は適用対象を適格で高度な投資家のみ限定することにより、投資家ベースを大きく拡大している。この法律は適格な投資家を特定するための一定の基準を設けている。これら投資家の地位や経験、あるいは投資家が規制の軽いファンド機関への投資リスクを特別に受容する結果として、より低い水準の保護が容認されあるいは要求されている。

このようにして、機関投資家、職業的投資家、あるいは「十分な情報を持つ」投資家は SIF に投資するだけでなく、SIF を立ち上げることもできる。投資家が「十分な情報を持つ」立場にあるためには、投資家が「十分な情報を持つ」状態を維持することの他、(i) 少なくとも 125,000 ユーロを投資するか、(ii) もしこれより投資額が低い場合は、当該の SIF への投資を適切に評価するに十分な投資家としての専門性、経験、知識を持っている旨を証明した指定の与信機関、投資会社または投資運営会社の査定を提示しなければならない。

さらに、どの適格投資家も SIF を設立して立ち上げることができる。これは規制の軽い SICAR 制度から得られた経験によるもので、大きな改革である。従って SIF の設立者はもはや、2002 年法下の合同投資事業の発起人の仕事に必要な、そしてしばしば小規模で高度に専門的な投資運営のプロフェッショナルあるいは組織にとって大きな参入障壁となる「十分な資金」を要求されない。

#### 3. 監督

SIF の設立にはもはやルクセンブルグの金融部門規制機関 (*Commission de Surveillance du Secteur Financier* - CSSF) の事前承認は必要とされない。SIF の設立から 1 カ月以内に当該 SIF の設立文書を CSSF



に提出しさえすればよい。CSSF は当該 SIF とその代表取締役が適用法規に従っているかどうかを検証した上で公式 SIF リストへのファンドの掲載を認めるが、SIF は設立後ただちに活動を開始することができる。

## 4. 投資の運営

CSSF は SIF の代表取締役 (*dirigeants*) の資格審査に特別の注意を払う。従って各 SIF の正規の代表者は SIF を運営する上での専門的資格、良好な資産状態および信用の資格証明を提出しなければならない。代表取締役には居住に関する要件がない。さらに代表取締役の専門的資格は実際には SIF の代表取締役全体として評価され、必ずしも各代表取締役について別々に評価されるのではない。

## 5. 投資とレバレッジの制約

もう一つの重要な改革が、SIF に適用される適格投資政策に関して行われた。リスク分散の原則は従来通り適用されるが、投資に対する定量的、質的、地理的、あるいはその他の種類の既定の制約は課されない。従って SIF の発起人は既定の規制ガイドラインに縛られることなく投資政策（たとえば単一コンパートメント SIF にするか、多重コンパートメント SIF にするか）や投資の制約/制限を自由に決定することができる。ただし投資政策はリスク分散の原則を基礎としなければならない。

また SIF は借入れ制限に拘束されることがなくなる。

## 6. 開示の制限及び報告義務

各 SIF は「発行文書」を作成しなければならない。この文書に、場合に応じ私募メモランダム、募集メモランダム、あるいは目論見書と名前を付けてよい。記載すべき最小限の事項は定められていないが（EU の目論見書指令に従って目論見書を作成する場合を除く）、投資家が投資の決定を行うのに必要な情報はすべて記載されていなければならない。

SIF は既定の報告書式に従って年次報告書を提出するだけでよく、情報開示は最小限のレベルでよい。年次報告書は当該年度末から 6 カ月以内に投資家と CSSF に提出される。

SIF は純資産価値の公表を要求されない。

## 7. 柔軟な組織規則

SIF は契約の約定による普通ファンド (*fonds commun de placement* - FCP、運営会社が運営を行う)、非公開有限責任会社 (*société à responsabilité limitée* - S.à.r.l.) の形態による変動資本を持つ投資会社 (SICAV)、公開有限責任会社 (*société anonyme* - SA)、合資会社 (*société en commandite par actions* - SCA)、あるいは公開有限責任会社の形態を持つ協同組合 (*société coopérative sous forme de société anonyme* - SCSA) として、あるいはその他有限責任パートナーシップ (*société en commandite simple*) など、ルクセンブルグの法律の下で許された法的形態で設立することができる。これらの例が示すように SIF はアングロサクソン諸国家のパートナーシップに普通見られる運営上、法律上の柔軟性を模倣している。ファンド機関の選択は重要であり、この選択の結果、運営上これまでにない柔軟性を得るだろう。さらに発起人は、募集、償還、分配の計画や資産評価を始め、資産、リスク、投資家の区分に必要な柔軟性をもつことになる。



SIF の最低資本金額は、CSSF の承認後 1 年以内に 1,250,000 ユーロに達しなければならない。

## 8. 保管機関

ルクセンブルグのファンド機関の通例に従い、SIF の資産はルクセンブルグ設立の保管銀行によって保護されなければならない。しかし、これまでとは異なり SIF 法は保管銀行に特定の任務を課していないため、SIF と保管銀行との関係を構築する上で制約は少なくなる（2002 年法のファンドと比較して）。

## 9. 課税

SIF に対する課税制度は、1991 年法と 2002 年法下の従来からの課税制度が無変更のまま継続される。

SIF が法人格を伴ってあるいは伴わずに設立されるかどうかを問わず、その資本拠出には 1,250 ユーロが固定の資本税として一度だけ課税される。

その他、サブスクリプション税 (*taxe d'abonnement*) が税率 0.01% で SIF の正味資産総額に対して毎年課税される。さらに 1991 年法に従い、SIF が (i) 2002 年法に支配されすでに年次のサブスクリプション税が課されている他の合同投資事業に投資する場合、(ii) 特定の金融手段にのみ投資する場合、あるいは (iii) 年金プールリング制度の実施に関わっている場合、この SIF にはサブスクリプション税が適用されない。

ルクセンブルグは 40 以上の二重課税協定を結んでいるが、その多くはルクセンブルグの合同投資事業に恩恵をもたらさない。しかしドイツ、オーストリア、中国、韓国、スペイン、フィンランド、インドネシア、アイルランド、マルタ、モロッコ、ウズベキスタン、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、シンガポール、スロベニア、タイ、トリニダード、トバゴ、チュニジア、ベトナムの諸法域は SICAV/SICAF に条約保護を与えている。ルクセンブルグはブルガリア、ギリシャ、イタリア、ロシア、スイスにもケースバイケースで条約上の恩恵を与えることがある。

FCP（普通ファンド）として設立された SIF は原則として自ら条約上の恩恵を請求することができない。FCP 自体は法的にも税務的にも法人格を持たないため、投資家は SIF の投資が行われているターゲット法域で直接条約上の恩恵を請求することができる。

## 10. まとめ

SIF は設立要件の水準が低く、法律上の組織要件が柔軟であり、税制上優遇されているため、ルクセンブルグで利用できる新たな投資機関の商品となる。

ルクセンブルグの FCP と SICAV のこれまでの実績を踏まえ、SIF は国際的な発起人・投資家ベースに、大部分の国際的オフショアファンドと比べても遜色のないテーラーメイドのオンショア投資ファンドを提供することを目指す。

<お断り>

これは非公式日本語訳です。解釈に差異が生じる場合には、英語版を正本とします。



## **Tokyo**

### **Attorneys at law**

**Pieter Leguit**

**12F, Nishimoto Kosan Nishikicho Building**

**3-23 Kanda Nishikicho**

**Chiyoda-ku**

**Tokyo 101-0054**

**t +81 3 5281 5587**

**f +81 3 5281 5589**

**[pieter.leguit@loyensloeff.com](mailto:pieter.leguit@loyensloeff.com)**

**[www.loyensloeff.com](http://www.loyensloeff.com)**

