

## Actieve bemoeienis door een participatiemaatschappij: mogelijkheden en risico's

### Inleiding

Participatiemaatschappijen worden vaak om uiteenlopende redenen benaderd door ondernemingen. Zo hebben participatiemaatschappijen vaak grote knowhow en een groot netwerk waarvan een onderneming gebruik wil maken. Ook kan de goede naam van een participatiemaatschappij bijdragen aan de positieve uitstraling van de onderneming. In de meeste gevallen worden participatiemaatschappijen benaderd door ondernemingen die onvoldoende eigen middelen hebben om in hun financieringsbehoefte te kunnen voorzien of die onvoldoende zekerheid kunnen bieden aan een verstrekker van vreemd vermogen. In die gevallen kan de onderneming schermen met het feit dat een participatiemaatschappij vertrouwen in de onderneming heeft getoond door deelname in het aandelenkapitaal. Indien de onderneming na een bepaalde tijd succesvol blijkt, stijgt de waarde van de aandelen in deze onderneming en behaalt de participatiemaatschappij dus rendement op haar investering. Afhankelijk van de fase waarin de onderneming verkeert, wordt wel gesproken over *venture capital* (nog jonge bedrijven) of van *private equity* (meer volwassen bedrijven).

Alhoewel de investering doorgaans volgt op een grondige analyse van de onderneming, het ondernemingsplan en het management, is deze vorm van financiering niet bepaald zonder risico. De participatiemaatschappij is daarom een veeleisende aandeelhouder: zij wil haar investeringsrisico zo goed mogelijk afdekken en eist hoge rendementen op haar investeringen om verliezen op onsuccesvolle investeringen goed te maken. Hierna worden enkele rechten beschreven die een participatiemaatschappij veelal bedingt om het door haar beoogde rendement te kunnen behalen en haar risico zo goed mogelijk in te dekken. Bij enkele van deze rechten worden kanttekeningen geplaatst.

### Rechten ter verbetering van het rendement en bescherming van de investering

#### *Garanties*

De participatiemaatschappij zal bij het aangaan van de investering de nodige garanties willen bedingen. Doorgaans wordt van de bestuurders van de vennootschap waarin wordt geïnvesteerd, en ook wel van haar aandeelhouders, gevraagd om persoonlijk in te staan voor onder andere de bestaande contracten, de juistheid van de prognoses, de jaarcijfers en de aanwezigheid van eventuele licenties en vergunningen. Het hangt van de gegoedheid van de aandeelhouders en bestuurders af in hoeverre zij in staat zijn tot nakoming indien een dergelijke garantie wordt ingeroepen.

#### *Milestone-financiering*

Bij zogenoemde *milestone*-financiering is de opzet dat de participatiemaatschappij niet in één keer in de gehele financieringsbehoefte van de onderneming voorziet, maar dat zij investeert in tranches. Pas als het vooraf afgesproken beoogde resultaat (de *milestone*) wordt behaald, volgt de volgende tranche (bijvoorbeeld bij ontwikkeling van geneesmiddelen: eerst financiering voor het laboratorium-onderzoek, indien het onderzoek slaagt, een tweede investering voor de dierproeven, en indien deze proeven ook positief zijn, een derde investering voor verdere ontwikkeling van het product). Op deze manier kan de participatiemaatschappij haar investering steeds opnieuw afwegen en blijft het onverhoopte verlies beperkt indien de *milestone* niet wordt behaald. Bovendien kan een hoger rendement worden behaald op de investering, omdat delen van de investering korter uitstaan.

Keerzijden van een *milestone*-financiering zijn dat niet iedere investering zich leent voor deze vorm van financiering en dat de participatiemaatschappij voor een lastige keus wordt gesteld indien de *milestone* niet wordt behaald: laat zij de investering voor wat het is en neemt zij haar verlies, of zijn de vooruitzichten nog rooskleurig genoeg om toch een voldoende positief rendement te verwachten bij vervolginvestering.

#### *Opties voor het management*

Om de bestuurders van de vennootschap extra te stimuleren om hun plan tot een succes te maken zullen participatiemaatschappijen het ertoe proberen te leiden dat het bestuur deels ook zelf mee financiert en aandelen neemt in de vennootschap. Het bestuur ziet de waarde van zijn aandelen immers stijgen indien het ondernemingsplan slaagt. Deze prikkel voor het bestuur kan nog worden versterkt door opties tot het verkrijgen van (nieuw uit te geven) aandelen in het kapitaal van de vennootschap te verlenen aan de leden van het management en andere belangrijke medewerkers. De mogelijkheid van uitoefening van de opties kan afhankelijk worden gesteld van het behalen van vooraf bepaalde resultaten in een bepaalde periode. Indien deze resultaten worden behaald, kunnen de optiehouders hun opties uitoefenen. Indien wordt voorzien dat een uitgifte van nieuwe aandelen bij uitoefening van opties tot te grote verwatering van de zittende aandeelhouders leidt, kan ook worden afgesproken dat de optiehouders tegen de optie-uitoefenprijs een deel van de door de participatiemaatschappij gehouden aandelen kunnen overnemen; deze laatste vorm wordt vaak aangeduid als '*ratchet*'.

#### *Good leaver/bad leaver*

Door middel van een *good leaver/bad leaver*-regeling wordt een vertrekkende bestuurder verplicht om zijn aandelen te koop aan te bieden. Hierbij geldt dat indien de bestuurder als *bad leaver* kwalificeert (ontslag wegens slecht functioneren of zelf voortijdig opstappen van de bestuurder), hij vaak slechts de nominale waarde van het

aandeel (of de marktprijs indien deze lager is) krijgt. Er zijn echter omstandigheden te bedenken (bijvoorbeeld vertrek wegens arbeidsongeschiktheid) waarin een verkoop door een bestuurder gerechtvaardigd is en de bestuurder de marktwaarde voor zijn aandelen krijgt: hij kwalificeert dan als *good leaver*.

### *Right of first refusal, tag along en drag along*

Het *right of first refusal* is een uitwerking van de in artikel 2:195 lid 5 BW omschreven aanbiedingsregeling. Bij een vervreemding van aandelen dienen de aandelen eerst aan de mede-aandeelhouders te worden aangeboden. De mede-aandeelhouders hebben de keus om de aandelen zelf te nemen. De regeling kan voorts inhouden dat de mede-aandeelhouders een andere gegadigde kunnen aanwijzen aan wie de aandelen moeten worden aangeboden. Bij de vervreemding van aandelen spelen dikwijls ook nog vooraf overeengekomen *tag along*- en de *drag along*-rechten. Het *tag along*-recht biedt de houders van dit recht de gelegenheid om hun aandelen mee te verkopen indien een mede-aandeelhouder een koper heeft gevonden voor (een deel van) zijn aandelen. Stel, er zijn vier aandeelhouders die ieder 25% van de aandelen hebben, en twee aandeelhouders willen hun deel vervreemden. Indien de mede-aandeelhouders gebruikmaken van hun *tag along*-recht, zal de verkrijger van de aandelen de beoogde 50% van de aandelen verkrijgen. Hij verkrijgt echter niet twee keer 25%, maar vier keer 12,5% van het geplaatste aandelenkapitaal. Dit recht wordt soms niet alleen aan de participatiemaatschappij toegekend, maar ook aan de zittende aandeelhouders. Dit in tegenstelling tot het *drag along*-recht. Een *drag along*-recht stelt de houder ervan in staat het gehele aandelenkapitaal te vervreemden doordat hij zijn mede-aandeelhouders kan verplichten de door hen gehouden aandelen ook te vervreemden. Uiteraard krijgen de mede-aandeelhouders hun deel van de opbrengst van de aandelen, maar zij zijn ook gehouden hun aandelen te vervreemden indien zij deze opbrengst te laag vinden.

### *Anti-dilution*

Een andere mogelijkheid voor de participatiemaatschappij om haar positie te verbeteren is de anti-verwateringsclausule, ook wel *anti-dilution*-clausule genoemd. De clausule kan worden gezien als een correctiemethode indien er een vervolginvestering plaatsvindt door een externe financier tegen een lagere waardering van de vennootschap dan waartegen de participatiemaatschappij indertijd is ingestapt. De participatiemaatschappij heeft het recht om in een voorkomend geval tegen een lage(re) uitgiftekoers een zodanig aantal aandelen te verwerven als overeenkomt met de waardering van de vennootschap door de nieuwe investeerder. Of de nieuwe investeerder ermee akkoord gaat dat de participatiemaatschappij de *anti-dilution*-clausule inroept, zal afhangen van de onderhandelingspositie van de vennootschap en haar aandeelhouders. Voorts bestaat het risico dat de participatiemaatschappij extra aandelen verkrijgt in een onderneming die niets waard blijkt te zijn.

Door een correctie op grond van een *anti-dilution*-clausule zullen de overige aandeelhouders hun aandeel in het geplaatste kapitaal van de vennootschap zien verwateren.

### *Preferentie*

Veelal financiert de participatiemaatschappij de vennootschap door storting op gewone aandelen en door storting op één of meer preferente aandelen. Aan deze laatste soort aandelen kleeft doorgaans een hoog agio. De preferentie bestaat er veelal uit dat de participatiemaatschappij bij de verdeling van de jaarlijkse winst van de vennootschap met voorrang een percentage van deze winst krijgt uitgekeerd. De hoogte van dit dividend wordt berekend over het nominale bedrag van een preferent aandeel, vermeerderd met het daarop gestorte agio. Ook kan een liquidatiepreferentie zijn bedongen. Dit is een verdeelsleutel die kan inhouden dat de participatiemaatschappij bij voorbaat een vooraf bepaalde factor (doorgaans gelijk of groter dan één) van haar investering terugontvangt uit de opbrengst in geval van een liquidatie van de vennootschap. Onder liquidatie wordt, afhankelijk van de gemaakte afspraak, niet alleen de juridische liquidatie van artikel 2:19 e.v. BW begrepen, maar tevens de beëindiging van de participatie door verkoop of notering op de beurs. Door het hiervoor omschreven *drag along*-recht kan de participatiemaatschappij haar mede-aandeelhouders verplichten hun aandelen mee te vervreemden en kan zij bij voorbaat haar door middel van de liquidatiepreferentie vast te stellen aandeel in de opbrengst ontvangen.

### *Vetorecht*

Indien de investering van de participatiemaatschappij te gering is om een meerderheid van de stemmen in de algemene vergadering van aandeelhouders te verkrijgen, zal de participatiemaatschappij proberen te bedingen dat bepaalde besluiten van de algemene vergadering slechts met een zodanige gekwalificeerde meerderheid genomen kunnen worden, dat haar instemming met het te nemen besluit vereist is. Op die manier krijgt de participatiemaatschappij een vetorecht voor bepaalde in de participatieovereenkomst of statuten van de vennootschap omschreven besluiten van het bestuur en/of de algemene vergadering.

### *Raad van commissarissen*

Tot slot bedingt de participatiemaatschappij vaak in de participatieovereenkomst dat zij één of meer commissarissen mag voordragen ter benoeming. De commissarissen zijn belast met het toezicht houden op het beleid, het bestuur en de algemene gang van zaken in de onderneming. Bij de vervulling van hun taak dienen de commissarissen zich te richten naar het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming (art. 2:250 lid 2 BW). Dit belang kan strijdig zijn met het belang van de aandeelhouder. Wat te doen bijvoorbeeld indien één jaar voor de door de participatiemaatschappij geplande exit de raad van commissarissen moet beslissen over uitbreiding van de activiteiten? Door de met de uitbreiding gepaard gaande investeringen ziet de participatiemaatschappij mogelijk de waarde van haar aan-

delen dalen en wordt een geplande exit minder aantrekkelijk door een lager rendement. Om een schijn van belangenverstrengeling te verminderen zou de participatiemaatschappij kunnen overwegen om geen eigen personeel voor benoeming tot commissaris voor te dragen. Indien de raad van commissarissen het belang van de participatiemaatschappij laat prevaleren, zou dit op basis van artikel 2:259 juncto artikel 2:9 BW kunnen kwalificeren als onbehoorlijke taakvervulling en aldus kunnen leiden tot aansprakelijkheid. Een mogelijkheid om een dergelijke aansprakelijkheid te voorkomen en toch goed geïnformeerd te zijn over het reilen en zeilen van de vennootschap is genoeg te nemen met de positie van toehoorder bij de raad van commissarissen. De toehoorder heeft toegang tot de vergaderingen van de raad en kan door het bijwonen van de vergaderingen kennisnemen van de stand van zaken. Een toehoorder kan echter geen stem uitbrengen in de vergadering en heeft ook niet het recht om een vergadering bijeen te roepen. Overige mogelijkheden om een vinger aan de pols te houden zijn periodieke verslaggeving aan de aandeelhouders, het jaarlijkse budget voor het bestuur en de jaarlijks door het bestuur op te stellen update van het ondernemingsplan.

### Risico's van te actieve bemoeienis door de participatiemaatschappij

Door het hiervoor beschreven vetorecht, het zitting hebben in de raad van commissarissen en de lijst van in de statuten of op andere wijze schriftelijk vastgelegde besluiten van de algemene vergadering en het bestuur die instemming behoeven van de participatiemaatschappij of de door haar voorgedragen commissaris, kan de participatiemaatschappij (enig) toezicht houden op de vennootschap. Zolang het bij het uitoefenen van dit toezicht blijft, is er niets aan de hand. De participatiemaatschappij moet er echter voor waken dat zij niet zelf initiatieven neemt en de statutaire bestuurder tot een soort marionet verwordt. Indien de participatiemaatschappij zich namelijk actief met het beleid en bestuur van de vennootschap bemoeit, zou de participatiemaatschappij kunnen worden aangemerkt als feitelijk bestuurder van de onderneming en zich het daarmee verbonden risico van bestuurdersaansprakelijkheid op de hals halen. In geval van een faillissement van de vennootschap kan men, gezien de kapitaalcrachtigheid van een participatiemaatschappij, wel zien aankomen dat een curator in ieder geval zal onderzoeken of hij de participatiemaatschappij aansprakelijk kan stellen. Een van de criteria die kunnen leiden tot aansprakelijkheid in geval van feitelijk bestuurderschap, is dat het formele bestuur terzijde wordt gesteld door de feitelijk bestuurder. Mede bepalend voor de terzijdestelling kunnen zijn de positie van de participatiemaatschappij in de algemene vergadering en hoe sterk de bestuurder in zijn schoenen staat. Indien de participatiemaatschappij een doorslaggevende stem heeft in de algemene vergadering, kan zij de bestuurder statutair doen ontslaan. Deze doorslaggevende stem zou in het nadeel kunnen werken van de participatiemaatschappij, namelijk indien zij

aannemelijk moet maken dat de bestuurder niet hoeft te vrezen voor zijn positie bij het (herhaaldelijk) niet gehoor geven aan de initiatieven van de participatiemaatschappij.

### Afdwingbaarheid

Het invoeren van sommige van de hiervoor omschreven bedingen kan in enkele gevallen zeer zwart-wit uitpakken. Hierbij kan worden gedacht aan een beroep op *bad leaver*-bepalingen of de *anti-dilution*-clausule, maar wellicht nog meer in het oog springend is onder omstandigheden een beroep op de liquidatiepreferentie in combinatie met het *drag along*-recht. Stel dat een vennootschap vóór toetreding van een participatiemaatschappij een waarde heeft van vier miljoen en dat er voor vijf miljoen wordt geparticipeerd, waarbij een liquidatiepreferentie wordt bedongen van factor anderhalf. Na deze investering blijkt de door de vennootschap gedreven onderneming niet succesvol en op een gegeven moment is de vennootschap nog maar zes miljoen waard. Indien de participatiemaatschappij nu zou besluiten de onderneming te verkopen door gebruikmakend van het *drag along*-recht alle aandelen te vervreemden, zou zij als enige aandeelhouder haar inleg (met zelfs nog enig rendement) terugontvangen.

Afgevraagd kan worden of het invoeren van de liquidatiepreferentie in combinatie met het *drag along*-recht aanvaardbaar is naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid (art. 6:248 lid 2 jo. art. 6:2 lid 2 BW). Uitgangspunt hierbij is uiteraard dat de rechtsgevolgen van een overeenkomst worden bepaald door hetgeen partijen overeen zijn gekomen. De derogerende werking van redelijkheid en billijkheid moet dan ook terughoudend worden toegepast. Enkele van de in kernarresten als *Saladin/HBU*<sup>1</sup> en het *Pseudovogelpest*<sup>2</sup> geformuleerde criteria ter nadere invulling van de maatstaven van redelijkheid en billijkheid die hierbij een rol kunnen spelen, zijn de omvang van de schade, de onderlinge verhouding van partijen, de wijze waarop het beding tot stand is gekomen, en de mate waarin de wederpartij zich de strekking van het beding bewust is geweest.

Uitgaande van de situatie waarin de participatiemaatschappij wordt betrokken om te voorzien in de financieringsbehoefte van een vennootschap waar – vóór de participatie – alle aandelen door de bestuurders worden gehouden, is er een aantal argumenten dat bij de toetsing aan de maatstaven van redelijkheid en billijkheid voor de mede-aandeelhouders van de participatiemaatschappij pleit. Indien een vennootschap onvoldoende eigen middelen heeft om in haar financieringsbehoefte te kunnen voorzien of wanneer zij onvoldoende zekerheid kan bieden aan een verstrekker van vreemd vermogen, zijn de vennootschap en haar bestuur vaak aangewezen op een participatiemaatschappij. In economisch mindere tijden zal de concurrentie onder de parti-

1. HR 19 mei 1967, NJ 1967, 261 m.nt. GJS.

2. HR 20 februari 1976, NJ 1976, 486 m.nt. GJS.

participatiemaatschappijen niet groot zijn, en mede doordat de participatiemaatschappij exclusiviteit bij de onderhandelingen zal bedingen, heeft zij min of meer een monopoliepositie. Daarbij komt dat de participatiemaatschappij een professionele partij is die vaak wordt bijgestaan door (juridische) adviseurs. Dit tegenover een bestuur van een vennootschap dat veelal geen ervaring heeft met participaties en ook niet altijd (juridisch) advies inwint. Het is dus moeilijk te verifiëren of het bestuur en de vennootschap zich bewust zijn van de strekking van de diverse in de participatieovereenkomst opgenomen bedingen. Tot slot gebeuren de onderhandelingen door de financiële situatie van de vennootschap veelal onder tijdsdruk, hetgeen de onderhandelingspositie voor de vennootschap en haar bestuurders er niet beter op maakt.

Tegenover deze argumenten die voor de bestuurders en de vennootschap pleiten, staat het hoge risico voor de participatiemaatschappij. Zij investeert een hoog bedrag en is voor het rendement op deze investering voor een groot deel afhankelijk van de inspanningen van het bestuur. De hiervoor omschreven rechten die een participatiemaatschappij veelal bedingt, vormen hierbij geen garantie voor het slagen van de investering. Het risico voor de bestuurders is daarentegen doorgaans gering. Door hun aandeelhouderschap worden de bestuurders beloond voor hun inspanningen indien de participatie succesvol is: zij profiteren dan mee van de waardeverhoging van hun aandelenpakket dat door uitoefening van eventuele optierechten nog in omvang toeneemt. Met een in verhouding tot de participatiemaatschappij relatief lage investering kunnen de bestuurders een groot rendement halen, terwijl de eventuele verliezen (wederom in verhouding) vrij gering zijn.

De rechtspraak over de derogerende werking van redelijkheid en billijkheid is tot nog toe zeer feitelijk en niet toegespitst op de casuïstiek van participaties door een participatiemaatschappij. Wat het gewicht is dat in een voorkomend geval aan de hiervoor genoemde argumenten moet worden toegekend, is dan ook nog onduidelijk.

*Mr. M.A.F.J. Schoolmeesters  
Loyens & Loeff*