

MR. H.L. KAEMINGK

Venture capital en private equity

Financiering door participatiemaatschappijen

Ondernemingen die hun financieringsbehoefte niet voldoende kunnen bevredigen uit hun opbrengsten uit gewone bedrijfsuitoefening, en geen beroep kunnen of willen doen op verschaffers van vreemd vermogen of de openbare kapitaalmarkt, zijn vaak aangewezen op participatiemaatschappijen. Participatiemaatschappijen verschaffen eigen vermogen of iets wat daarop lijkt of daarin converteerbaar is. Afhankelijk van de 'rijpheid' van de onderneming waaraan het vermogen ter beschikking wordt gesteld, wordt gesproken van *venture capital* of *private equity*. Met *venture capital* wordt bedoeld op eigen-vermogenfinanciering voor jonge bedrijven (men spreekt van *early stage*), waaraan een (zeer) hoog risico is verbonden omdat nog allerminst vaststaat dat het bedrijf succesvol zal zijn. Het begrip *private equity* wordt wel gebruikt als verzamelnaam voor alle vormen van eigen-vermogenverschaffing aan niet-beursgenoteerde ondernemingen (in welk geval ook *venture capital* onder dit begrip valt), maar ook wel als aanduiding van eigen vermogen dat verschaft wordt aan ontwikkelder ondernemingen die al een marktpositie hebben veroverd; in dit artikel wordt deze laatste betekenis aangehouden.

In deze bijdrage worden participatiemaatschappijen en de door hen verstrekte financiering als verschijnselen toegelicht en worden vervolgens enkele typische contractfiguren besproken die vaak voorkomen bij deze financieringsvormen. Bij investeringen door participatiemaatschappijen is doorgaans veel juridische assistentie gewenst, hetgeen dit terrein interessant maakt voor juristen. Dit heeft enerzijds te maken met het feit dat het gaat om aandelentransacties in niet-beursgenoteerde vennootschappen, waardoor in elk geval notarissen onmisbaar zijn, en anderzijds met de gangbare praktijk dat de financiering

wordt verstrekt op basis van soms uitvoerige overeenkomsten waarover vaak intensief wordt onderhandeld. Met die overeenkomsten wordt meestal beoogd om aan de participatiemaatschappij een bepaalde mate van zeggenschap te verlenen over de ontwikkeling van de onderneming, en afspraken te maken over het bereiken van de 'exit': de desinvestering door middel van verkoop aan een koper of beursnotering van de vennootschap.

Waarvoor dienen venture capital en private equity?

Participatiemaatschappijen benadrukken vaak dat zij meer doen dan alleen maar geld verschaffen. Minstens zo belangrijk, zo zeggen zij, is dat zij kennis, contacten, ervaring en dergelijke beschikbaar stellen aan de bedrijven waarin zij investeren. Ik wil daar nog aan toevoegen dat ondernemingen die participatiemaatschappijen met uitstekende reputaties tot hun aandeelhouders kunnen rekenen, daardoor vaak zelf aan geloofwaardigheid winnen. De gedachte hierbij is dat als een als succesvol bekend staande participatiemaatschappij het betreffende bedrijf de moeite waard vindt om in te investeren, dan moet het wel een *winner* zijn. Degenen die hierop af gaan (andere investeerders, banken, leveranciers, klanten, potentiële overnemers) beschouwen de betrokkenheid van de betreffende participatiemaatschappij dan welhaast als een stempel van goedkeuring.¹

De toegevoegde waarde die veel participatiemaatschappijen zeggen te leveren, gaat dus verder dan datgene waartoe een aandeelhouder naar Nederlands vennootschapsrecht jegens de vennootschap verplicht is: het storten op zijn aandelen. Men kan zeggen dat participatiemaatschappijen het management van hun deelneming soms 'aan het handje nemen'. Deze

actieve rol van de participatiemaatschappij kan zinvol zijn aangezien de financiële investering van de participatiemaatschappij vaak bedoeld is ter financiering van activiteiten die nieuw zijn voor de betreffende deelneming (zoals een bepaalde productontwikkeling, de verovering van buitenlandse markten of het realiseren van een 'buy-&-build'-strategie). De participatiemaatschappij concretiseert haar rol meestal door uit haar netwerk mensen voor te dragen die het managementteam van de deelneming kunnen versterken met relevante ervaring (bijvoorbeeld een operationele manager die een periode van snelle personeelsgroei al eens bij een ander bedrijf heeft meegemaakt), een actieve oud-ondernemer als commissaris voor te dragen, of contacten te leggen met bepaalde andere bedrijven uit haar portefeuille. De actieve betrokkenheid van de participatiemaatschappij wordt ook wel eens ervaren als een last: ontstaan er wezenlijke verschillen van mening over de te volgen koers, dan krijgt de participatiemaatschappij die bedongen heeft voor allerhande meer of minder strategische kwesties een stem in het kapittel te hebben, te horen dat men te betuttelend optreedt en het management meer de vrije hand zou moeten laten. In de beleving van het management wordt de autonomie van het bestuur, een belangrijk beginsel van ons vennootschapsrecht, dan ingeruild voor het meer Amerikaanse gevoel een *agent* te zijn van de eigenaren van het bedrijf. Bij echte deconfitures is een enkele keer de stelling ingenomen dat *investment managers* van venture-capitalfondsen zich zo actief met het management hadden bemoeid, dat zij als feitelijk bestuurders aansprakelijk konden worden gesteld.² Naar mijn indruk zijn veel investment managers zich ervan bewust dat hun betrokkenheid bij een deelneming onder omstandigheden met feitelijk bestuur gelijkgesteld of verward kan worden, doch vormt dit voor hen geen aanleiding om in het algemeen een meer passieve rol aan te nemen.

De betrokkenheid van een participatiemaatschappij is vrijwel altijd tijdelijk. Meestal heeft men al bij het verwerven van de deelneming een idee van de wijze waarop men weer zal 'uitstappen'. Daarover hieronder meer. Tussen 'instappen' en 'uitstappen' moet de participatiemaatschappij haar rol spelen. Men kan zeggen dat die rol neerkomt op financiering en begeleiding gedurende een bepaalde levensfase van de deelneming. Vaak is dat een vroege fase, waarin de deelneming wel kosten moet maken maar nog nauwelijks inkomsten geniet (zoals bij *early stage* ICT- of biotechnologische ondernemingen); soms ook is het een fase waarin het betrokken bedrijf op eigen benen leert staan (zoals bij *buy-outs* van onderdelen

van grotere concerns), en soms is het een fase waarin een scheiding, een tweede jeugd of andere ingrijpende veranderingen aan de orde zijn (zoals bij versnelde groei van rijpere bedrijven, waarbij van *development capital* wordt gesproken, bij wisselingen in de kring van aandeelhouders van familiebedrijven of bij zogenaamde *public to private*-transacties: het van de beurs halen van ondergewaardeerde ondernemingen).

Oorsprong

Alhoewel wel wordt beweerd dat de Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC) het eerste venture-capitalfonds ter wereld was,³ is de moderne praktijk van financiering door participatiemaatschappijen pas kort na de Tweede Wereldoorlog ontstaan.⁴ De sector is sindsdien, vooral gedurende de laatste tien jaar, zeer fors gegroeid. Dit heeft te maken met factoren zowel aan de vraagzijde (zoals meer animo om te ondernemen, technologische vooruitgang die om vercommercialisering vraagt en de afstoting van activiteiten die niet langer als *core business* worden beschouwd) als aan de aanbodzijde (zoals de sterke groei van het vermogen dat door pensioenfondsen en verzekeraars in private-equity- en venture-capitalfondsen wordt geïnvesteerd, de forse bedragen die door grotere concerns voor investeringen in deelnemingen worden vrijgemaakt en de verbetering van mogelijkheden om deelnemingen door middel van beursnotering of verkoop te desinvesteren). Ongetwijfeld heeft ook een culturele component aan de groei bijgedragen; net als in de muziek- en filmindustrie komen de trends en ontwikkelingen in de private-equity- en venture-capitalwereld overduidelijk uit het westen. Traditioneel kon men zeggen dat zij ontstonden aan de Amerikaanse westkust (vooral in Silicon Valley bij San Francisco en in het zuiden bij San Diego), dan vaste grond kregen aan de oostkust (met name in het gebied rond Boston), vervolgens het Verenigd Koninkrijk veroverden en ten slotte bij ons het Europese vasteland bereikten, om van daaruit naar de primitieve binnenlanden van Europa te worden geëxporteerd. Dit beeld is niet meer compleet. In Amerika zijn ook andere centra tot ontwikkeling gekomen, terwijl inmiddels in Scandinavië en in landen als Duitsland, België, Frankrijk, Zwitserland en Israël wordt geïnvesteerd op een wijze die in *sophistication* niet onderdoet voor de praktijk alhier.

Deze Angelsaksische oorsprong heeft effect op de juridische vormgeving van investeringen door participatiemaatschappijen. In het algemeen kan men constateren dat in de Nederlandse rechtspraktijk oplossingen zijn gezocht voor het bredere probleem van de 'ombouw' van verschijnselen met een typisch

Amerikaanse achtergrond tot concepten die passen in het Nederlandsrechtelijke begrippenkader. Alhoewel rechtspraak over contractsbepalingen die typerend zijn voor investeringen door participatiemaatschappijen, zeldzaam is, redt de praktijk zich tot dusverre met noties die zijn ontwikkeld in rechtspraak over algemene verbintenisrechtelijke kwesties en over verschijnselen die bepaalde kenmerken delen met de investeringspraktijk van participatiemaatschappijen, zoals overnames, arbeidsrecht (vooral als het gaat om aandelenopties) en de bank- en financieringspraktijk en vertrouwt men overigens op begrip en wijsheid van de rechter.⁵

IRR: de maatstaf voor rendement

De kernactiviteit van een participatiemaatschappij bestaat uit het verwerven van participaties in deelnemingen (vandaar de naam 'participatiemaatschappij'), het bijdragen aan de waardegroei van de deelnemingen en het afstoten van de deelnemingen. Tijdens de looptijd is zij meestal nauwelijks geïnteresseerd in dividendinkomsten⁶: als een deelneming al winst behaalt⁷, wordt deze meestal – met instemming van de participatiemaatschappij – aangewend voor de verdere ontwikkeling van de betreffende deelneming. De focus is daarentegen gericht op de waarde van de deelneming bij de 'exit': de vervreemding van het door de participatiemaatschappij gehouden belang, meestal door middel van een verkoop van de deelneming aan een koper.⁸ Juist dán moet het te verkopen belang veel opbrengen. De participatiemaatschappij beoogt aldus om bij een dergelijke exit een forse boekwinst te realiseren, die zij meestal – afhankelijk van de omvang van haar belang en haar fiscale status – onbelast kan ontvangen. Het gerealiseerde rendement wordt vervolgens gemeten aan de hand van de zogeheten *Internal Rate of Return* (hierna: IRR), waarbij de boekwinst wordt gecorrigeerd voor de periode waarin het geïnvesteerde bedrag heeft 'uitgestaan'.

Welke IRR acceptabel wordt geacht, verschilt van geval tot geval. Is het aan een investering verbonden risico hoog (zoals vooral het geval is bij *early stage*-investeringen), dan verlangt men een hoge IRR (van doorgaans vele tientallen procenten per jaar). Daarbij houdt men ook rekening met het feit dat de investeringspraktijk soms kenmerken vertoont van het 'schieten met een schot hagel': men becijfert wel eens dat zo'n 30% van de bedrijven waarin door participatiemaatschappijen wordt geïnvesteerd, failliet gaat of anderszins als een mislukking valt aan te merken, dat zo'n 50% matig voortmoddert en dat niet meer dan 20% succesvol is. Met het rendement op de *winners* moet de participatiemaatschappij dus mede het verlies op de rest goedmaken.

Om een goede IRR te behalen, moet er dus voor gezorgd worden dat de deelneming snel fors in waarde stijgt en dat die waarde stijging daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Is dat op zichzelf al lastig, verdere complicaties kunnen ontstaan door omstandigheden aan de kant van de participatiemaatschappij zelf. Is de participatiemaatschappij bijvoorbeeld gestructureerd als een fonds met een looptijd van tien jaar, met eigen aandeelhouders die na afloop van die tien jaar hun inleg retour verwachten met een fors rendement, dan vormt het enkele naderen van het einde van die looptijd een reden voor de participatiemaatschappij om te streven naar verkoop van de deelneming. Of er dan wel een geschikte koper is en of de deelneming er op dat moment wel goed bij staat, is verre van zeker. Ook omstandigheden die te maken hebben met de interne winstverdelingssystematiek binnen participatiemaatschappijen kunnen het gedrag ten aanzien van een deelneming mede bepalen.⁹

Typisch bedongen rechten

Het is vooral het streven van participatiemaatschappijen om hun IRR te maximaliseren, dat verklaart waarom zij doorgaans voor een bepaalde wijze van dealfinanciering kiezen, een bepaalde mate van zeggenschap in de deelneming bedingen en controle willen hebben over een exit. Ik licht dit toe bij de bespreking van typische verschijnselen zoals het financieren aan de hand van *milestones*, het bedingen van een *liquidatiepreferentie* en *anti dilution adjustments*, het toepassen van *bad leaver*-bepalingen en het gebruik van *tag along*- en *drag along*-rechten.

Financiering aan de hand van milestones

Bij *milestone*-financiering verbindt de participatiemaatschappij zich om een bepaald bedrag gefaseerd in de deelneming te investeren, waarbij het realiseren van bepaalde '*milestones*' voorwaarde is voor het beschikbaar komen van de volgende tranche. Dit is een uitstekende manier om het risico te beperken: worden de *milestones* niet behaald doordat het bedrijf mislukt, dan houdt de investeringsverplichting op en zijn de verliezen nog te overzien. Een veel gehanteerd argument om voor deze financieringsmethode te kiezen is dat de deelneming het gehele bedrag toch niet meteen kan aanwenden; jonge farmaceutische ondernemingen, bijvoorbeeld, zijn vaak jarenlang bezig om een bepaalde vinding om te zetten in geteste en op de markt toegelaten geneesmiddelen. Als de *milestones* worden afgestemd op de cashbehoefte van de deelneming, gaat dit argument inderdaad op, al versluiert het dat deze techniek vooral zo populair is vanwege het risicobeperkend effect en de gunstige uitwerking op de IRR: immers, door de periode te beperken

waarin bepaalde bedragen daadwerkelijk zijn geïnvesteerd, verbetert het rendement op jaarbasis vaak drastisch.

Stof voor discussie is vaak gelegen in wat de participatiemaatschappij voor haar investering verlangt: aandelen in de deelneming. Indien van het toegezegde bedrag maar een deel wordt uitbetaald en de rest afhankelijk is van het bereiken van *milestones*, is het dan redelijk dat de participatiemaatschappij wel ineens alle corresponderende aandelen ontvangt, of moet de uitgifte daarvan ook aan *milestone*-voorwaarden onderhevig zijn? Vaak slaagt de participatiemaatschappij erin om de aandelen ineens te verkrijgen, met het argument dat zolang de *milestones* niet zijn gehaald, er reden is om de waardering van de onderneming neerwaarts bij te stellen, zodat een fors belang voor slechts weinig geld vooralsnog gerechtvaardigd is. In dat geval worden volgende tranches als agio gestort.

Liquidatiepreferentie

Tot de typische rechten die participatiemaatschappijen vaak bedingen behoort de liquidatiepreferentie. Deze speelt vooral een rol bij de venture-capitalfinanciering van nog jonge ondernemingen, waarvan de waarde moeilijk is te bepalen. In de praktijk blijkt dat de hoogte van de waardering die door verschillende participatiemaatschappijen aan het bedrijf wordt toegekend, in belangrijke mate bepalend is voor de vraag met welke participatiemaatschappij men uiteindelijk in zee gaat. Om deze reden hebben participatiemaatschappijen er belang bij, zeker indien zij onderling in concurrentie zijn om in een bepaald bedrijf te mogen investeren, om de zogenoemde *pre-money* waardering van het betreffende bedrijf (dat wil zeggen: de overeengekomen waarde voorafgaande aan de investering van de betreffende participatiemaatschappij) op een hoog niveau te bepalen. De consequentie daarvan is echter wel dat het door de participatiemaatschappij te investeren bedrag, uitgedrukt als percentage van de zogenoemde *post-money* waardering (dat is: de waarde onmiddellijk nadat de investering heeft plaatsgevonden), relatief beperkt is, zodat de omvang van het aandelenbelang dat de participatiemaatschappij voor haar investering verkrijgt, eveneens relatief bescheiden is.

Hier doet zich een interessant verschil voor met de investeringspraktijk in beursgenoteerde ondernemingen. Bij dergelijke ondernemingen poogt een investeerder voor zijn investering doorgaans juist zoveel mogelijk aandelen te verkrijgen, omdat hij daardoor

(I) meer zeggenschap kan uitoefenen;

(II) een groter deel van het dividend ontvangt; en

(III) een groter deel ontvangt van de marktwaarde die de betreffende beursgenoteerde onderneming opbrengt bij verkoop (bijvoorbeeld bij een openbaar bod).

Bij venture-capitalfinanciering worden deze overwegingen soms minder belangrijk gevonden. Zeggenschap wordt toch wel bedongen door de participatiemaatschappij, zelfs als zij maar een kleine aandeelhouder is, en wel door middel van de contracten die zij sluit met de deelneming en de overige aandeelhouders. Voor het tweede aspect, dividend, bestaat vaak maar weinig belangstelling, om de reeds genoemde reden dat de deelneming alle beschikbare middelen doorgaans aanwendt voor haar groei. Met het oog op het derde aspect, de opbrengst bij verkoop, bedingen veel participatiemaatschappijen vaak een liquidatiepreferentie. Dit is in feite niet veel meer of minder dan een verdelings- of toerekeningsafpraak, die luidt dat indien de deelneming verkocht wordt, de opbrengsten daarvan niet pro rata onder de aandeelhouders worden verdeeld, maar allereerst in een bepaalde mate toekomen aan (of worden toegerekend aan de aandelen gehouden door) de participatiemaatschappij.¹⁰ Dergelijke afspraken worden in de praktijk in talloze varianten aangetroffen. Veel voorkomend is de liquidatiepreferentie krachtens welke de participatiemaatschappij bij voorrang het bedrag van haar investering éénmaal terugontvangt, vermeerderd met een bepaald percentage en vervolgens bij het verdelen van het restant meedeelt naar rato van haar aandelenbelang in de deelneming.

Voorbeeld: een participatiemaatschappij investeert € 5 miljoen in een onderneming met een *pre-money* waardering van € 15 miljoen en bedingt daarbij een enkelvoudige liquidatiepreferentie met een toepasselijke rentepercentage van 10% per jaar. Ze verkrijgt aldus een belang van 25%. Wordt het bedrijf één jaar later aan een koper verkocht voor niet meer dan € 10 miljoen (kortom: niet bepaald een succesvolle *venture*), dan wordt deze verkoopopbrengst als volgt onder de aandeelhouders toegerekend en verdeeld: de participatiemaatschappij ontvangt allereerst € 5,5 miljoen (haar investering plus 10% rente). Het restant van € 4,5 miljoen wordt pro rata verdeeld, hetgeen betekent dat de participatiemaatschappij hiervan nog eens 25%, dus € 1,125 miljoen, ontvangt. Totale opbrengsten voor de participatiemaatschappij: € 6,625 miljoen. Dit betekent dat de participatiemaatschappij, die 25% van de aandelen hield, 66,25% van de verkoopopbrengst ontvangt. Zou dezelfde

Venture capital en private equity

onderneming wel een echte *winner* zijn geworden en na één jaar voor € 100 miljoen zijn verkocht, dan zou de participatiemaatschappij hebben ontvangen: € 5,5 miljoen, plus € 23,6 miljoen (25% van het restant), dus in totaal € 29,1 miljoen, hetgeen overeenkomt met 29,1% van de verkoopopbrengst. Hier is het verschil met het percentage van haar deelneming (25%) al heel wat minder groot.

Uit het voorbeeld blijkt het effect van de liquidatiepreferentie: zij beschermt vooral tegen het risico dat de verkoopopbrengst relatief tegenvalt. Maar een absolute bescherming vormt dit niet: gaat de deelneming ter ziele, of brengt zij anderszins minder op dan wat de participatiemaatschappij heeft geïnvesteerd, dan valt er niet veel te verdelen en zal de participatiemaatschappij haar boekverlies moeten nemen.

Anti-dilution adjustments

In samenhang¹¹ met een liquidatiepreferentie wordt vaak ook het recht bedongen om te worden gecompenseerd tegen latere emissies van aandelen die plaatsvinden op een lagere *pre-money* waardering dan de *post-money* waardering die het resultaat is van de investering door de participatiemaatschappij (men spreekt dan van een zogenoemde *down round*). Het gaat er daarbij meestal niet om de latere emissie als zodanig tegen te houden (want de desbetreffende nieuwe 'financieringsronde' kan dringend nodig zijn om de deelneming in leven te houden), maar om de verwaterende gevolgen daarvan (vooral de 'erosie' van de prijs per aandeel) voor de participatiemaatschappij te beperken door in zo'n geval additionele aandelen uit te geven aan de participatiemaatschappij. Hoeveel additionele aandelen er dan moeten worden uitgegeven, hangt af van wat is bedongen: vele varianten en berekeningsformules worden in de praktijk aangehouden.¹²

Aan een dergelijke contractueel bedongen bescherming tegen verwatering bestaat niet altijd behoefte. Die behoefte is er wel indien de zeggenschap van de participatiemaatschappij, bijvoorbeeld door de geringe omvang van haar belang, beperkt is. Maar indien de participatiemaatschappij een zodanig belang in de deelneming heeft dat een emissie van aandelen aan een nieuw toetredende aandeelhouder niet kan plaatsvinden zonder haar positieve stem in de aandeelhoudersvergadering, kan het bedingen van deze bescherming ook wel achterwege blijven. Komt in de aandeelhoudersvergadering op enig moment een voorstel aan de orde om aandelen uit te geven aan een derde, met uitsluiting van het voorkeursrecht van bestaande aandeelhouders, op een lagere waardering dan die waarop de participatiemaatschappij is

'ingestapt', dan kan de participatiemaatschappij aan haar steun voor dit voorstel de voorwaarde verbinden dat de vennootschap in dat geval ook additionele aandelen uitgeeft aan de participatiemaatschappij; aldus kan zij een vergelijkbare vorm van bescherming bereiken. Nadeel hiervan is evenwel dat in zo'n geval ook andere aandeelhouders mogelijk bepaalde eisen zullen stellen, waardoor het realiseren van de gewenste financieringsronde lastig kan worden. Zelfs komt het voor dat de beoogde nieuwe aandeelhouder alsnog afhaakt indien hij zijn toekomstige medeaandeelhouders elkaar aldus het leven zuur ziet maken. Neen, het wil dan wel eens handiger zijn indien het recht op anti-verwateringsbescherming al veel eerder contractueel is vastgelegd, zodat men dan kan volstaan met erop te wijzen dat men 'slechts' gebruikmaakt van een recht dat enige tijd geleden juist met het oog op dit soort situaties is bedongen.

Een punt van discussie is vaak wat op dit soort additionele aandelen gestort moet worden. In Amerikaanse contracten staat vaak vermeld dat ze worden uitgegeven '*at no cost*', maar bij Nederlandse vennootschappen staat de stortingsplicht van de artikelen 2: 80/191 BW daaraan in de weg. Dus wordt doorgaans overeengekomen dat de additionele aandelen op een zodanige manier moeten worden volgestort als naar Nederlands vennootschapsrecht ten minste vereist is. Vaak betekent dat, dat de nominale waarde moet worden betaald;¹³ is de vennootschap nog niet door alle reserves heen, dan kan volstorting soms nog plaatsvinden ten laste van een reeds aanwezige agio-reserve.

In de praktijk wordt de soep vaak niet zo heet gegeten, aangezien de uitoefening van dit soort rechten wel tot resultaten moet leiden die voor de nieuw toetredende aandeelhouder acceptabel zijn. Doorgaans is voor een nieuwe aandeelhouder niet acceptabel dat het aandelenbelang van het management van de deelneming door de toepassing van *anti-dilution adjustments* zozeer wordt verwaterd dat daarvan geen motiverende werking en *sense of ownership* meer uitgaan. De moeizame discussies die hieraan worden gewijd hebben dan vaak als resultaat dat het management op enigerlei wijze wordt ontzien (of op haar beurt wordt gecompenseerd), zodat als 'slachtoffers' overblijven de aandeelhouders die geen recht hebben op *anti-dilution adjustments* en niet tot het management behoren.

Een zinvolle nuancering op de betreffende chaos die het gevolg kan zijn van de toepassing van *anti-dilution adjustments*, is de restrictie dat een participatiemaatschappij uitsluitend dan een beroep op dit recht kan doen, indien zij zelf in de desbetreffende

financieringsronde ‘meedoet’, waarmee wordt bedoeld dat zij ten minste een bepaald bedrag mee-investeert op dezelfde emissiekoers als die waartegen aandelen worden uitgegeven aan de nieuw toetredende aandeelhouder. In goed jargon spreekt men in dit geval van *pay to play*.

Bad-leaver-bepalingen

Met een variant op het bekende adagium dat voor de waarde van onroerend goed drie factoren belangrijk zijn (‘locatie, locatie en locatie’), benadrukken participatiemaatschappijen vaak dat voor een succesvolle investering drie factoren essentieel zijn: management, management en management. Een participatiemaatschappij investeert niet in een onderneming als die onderneming niet wordt geleid door personen met talent, ervaring en de juiste *drive*. Het beoordelen van de kwaliteit van het management behoort tot de belangrijkste onderdelen van het selectieproces dat participatiemaatschappijen toepassen. Ook in de contracten wordt er veel aan gedaan om de managers betrokken, gemotiveerd en gefocust te houden. Dat gebeurt door positieve en negatieve prikkels. Positieve prikkels worden bijvoorbeeld vormgegeven door opties die de managers het recht geven om een deel van de aandelen die de participatiemaatschappij houdt voor een symbolisch bedrag te kopen indien de deelneming bepaalde doelen (op het gebied van omzet, winst, of waarde van de deelneming bij verkoop) heeft behaald.¹⁴ Bepaald positieve prikkels gaan ook uit van de wijze waarop de transactie wordt gestructureerd, met als bekendste voorbeeld de zogenoemde *envy ratio* die veelal wordt toegepast bij *management buy-outs*.¹⁵

Een negatieve prikkel is gelegen in zogenoemde *bad-leaver-bepalingen*. Dit zijn bepalingen waardoor een manager (dan wel zijn houdster- of managementvennootschap) wordt verplicht om aandelen in de deelneming aan te bieden indien hij ontslag neemt of wordt ontslagen. Vermoedelijk mede vanwege de raakvlakken met arbeidsrechtelijke kwesties (waarmee nagenoeg elke manager wel eens praktische ervaring heeft opgedaan), is dit niet zelden het onderwerp waarover in onderhandelingen het langst wordt gediscussieerd. Vele vragen spelen een rol, en worden op velerlei uiteenlopende manieren beantwoord, zoals:

- aan wie moet er worden aangeboden? Hier is het antwoord meestal dat moet worden aangeboden aan alle overige aandeelhouders, dus inclusief andere managers die wel ‘blijven zitten’;
- in welke gevallen moet er worden aangeboden? Vaak alleen bij vrijwillig genomen ontslag en bij

situaties die in arbeidsrechtelijke zin neerkomen op een dringende reden, doch soms ook in bepaalde gevallen van uit elkaar gaan zonder duidelijke verwijtbaarheid aan de kant van de manager. Soms geldt na verloop van enkele jaren een soepeler regime;

- moeten alle aandelen of een deel daarvan worden aangeboden? Soms ziet men dat naarmate de tijd verstrijkt, een oplopend percentage van het aandelenbelang van de aanbiedingsverplichting wordt vrijgesteld, al benadrukken veel participatiemaatschappijen dat toch echt alles moet worden aangeboden, omdat de vertrokken manager anders nog als ‘stoorzender’ in de aandeelhoudersvergadering blijft terugkeren;
- voor welke prijs moet worden aangeboden? Voor de marktwaarde (en wat is dat dan)? Voor de nominale waarde? Voor € 1? In de praktijk wordt soms onderscheiden naar verschillende gradaties van *bad-leaver-schap* en wordt eveneens gevarieerd naarmate meer tijd is verstreken, waardoor de scherpste kantjes er na verloop van enkele jaren wel afslijten.

Ruwweg kan men zeggen dat de strengste *bad-leaver-bepalingen* voorkomen bij *buy-out*-transacties, waarin voor vaak forse bedragen een bestaande onderneming wordt gekocht door een vennootschap waarvan de aandelen worden gehouden door de managers (van de gekochte onderneming) en een participatiemaatschappij. Een manager die zich in zo’n avontuur begeeft, moet doorgaans accepteren dat hij voor langere tijd wordt ‘vastgebonden’, aangezien het geringe belang dat hij in de onderneming heeft verworven (soms ten koste van veel privé-offers), moet worden aangeboden indien de manager niet langer aan het roer staat en dan nog voor een prijs die zo laag is dat zij als een ‘straf’ wordt ervaren. Aangezien in andere transacties dan *buy-outs* het management vaak al aandeelhouder is voordat de participatiemaatschappij ‘instapt’, heeft een participatiemaatschappij er in dat soort gevallen aanmerkelijk meer moeite mee om vergaande aanbiedingsverplichtingen aanvaard te krijgen door managers die tevens aandeelhouders zijn.

In de praktijk worden *bad-leaver-bepalingen* zelden letterlijk toegepast, maar wordt hun toepassing achter de hand gehouden tijdens onderhandelingen over een vertrekregeling. Dit berust op een gewone afweging van proceskansen: de manager die tegen zijn zin moet vertrekken, realiseert zich dat hij uiteindelijk toch wel zijn aandelen zal moeten of zal willen aanbieden, terwijl de overige aandeelhouders

vaak liever de gang naar de rechter willen voorkomen omdat niet kan worden uitgesloten dat een rechter die oordeelt over wat in wezen een arbeidsgeschil is, op rigoureuze wijze op het *bad-leaver*-arrangement inbreekt.¹⁶

Tag Along en Drag Along

Al eerder gaf ik aan dat participatiemaatschappijen het belangrijk vinden om invloed (en vaak zelfs: controle) te hebben op de zogenoemde *exit*, waarmee bedoeld wordt de wijze waarop het aandelenbelang uiteindelijk te gelde wordt gemaakt. De enkele ondernemer die relatief onvoorbereid met participatiemaatschappijen in gesprek raakt, wil zich nog wel eens verbazen over al die aandacht voor iets wat (vaak) pas vele jaren later staat te gebeuren, maar op de keper beschouwd zijn er belangrijke argumenten om *exit*-afspraken te maken. Dat geldt vooral indien de participatiemaatschappij slechts een klein belang in de deelneming verwerft. Wie een meerderheidsbelang verwerft (zoals vaak bij *buy-outs* het geval is), kan, zo zou men kunnen zeggen, het treffen van *exit*-afspraken ook wel achterwege laten, wetende dat elke in de deelneming geïnteresseerde potentiële koper zich toch wel bij de grootaandeelhouder zal melden en deze aldus de gelegenheid zal bieden invloed uit te oefenen op de voorwaarden waaronder de deelneming verkocht zal kunnen worden.

De reden waarom bij de meeste investeringen door participatiemaatschappijen *exit*-afspraken tussen aandeelhouders worden gemaakt,¹⁷ is meestal gelegen in de rechtsvorm van de deelneming: aangezien deelnemingen van participatiemaatschappijen bijna altijd besloten vennootschappen zijn (of daarmee overeenkomende figuren buiten Nederland), staan tussen een gewenste en een geslaagde *exit* tal van wetten in de weg en praktische bezwaren. Tot de basale problemen op dit gebied behoren doorgaans de verplichte blokkeringsregeling¹⁸ (zowel de aanbiedings- of goedkeuringsregeling en het daarbij voorgeschreven prijsbepalingsmechanisme), en het bewerkstelligen dat een mede-aandeelhouder überhaupt tot verkoop wil overgaan. Wie de zaak volledig wil dichttimmeren, kan nog tal van andere *exit*-problemen identificeren die uitnodigen tot een vooraf opgestelde, uitvoerige contractuele regeling; daarbij kan ook nog worden meegewogen welk *exit*-scenario (meestal: verkoop of beursgang) voor de deelneming het meest waarschijnlijk is.¹⁹

De reden waarom de *exit* zo belangrijk wordt gevonden, is in feite eenvoudig: het is het moment waarop het rendement van de betreffende investering wordt bepaald. Door middel van *exit*-afspraken pro-

beert een participatiemaatschappij daarom allereerst zoveel mogelijk mogelijkheden²⁰ te verkrijgen om haar aandelenbelang in cash om te zetten, en vervolgens, voorzover van een mogelijkheid gebruik wordt gemaakt, deze te benutten en de verkoopopbrengst te maximaliseren. De rechten die met dit doel worden bedongen worden meestal aangeduid als *tag along*- en *drag along*-rechten.

Tag along-rechten houden meestal in dat een participatiemaatschappij van een mede-aandeelhouder mag verlangen dat deze bij eventuele verkoop van zijn aandelen aan een derde aan de participatiemaatschappij de mogelijkheid biedt om ook 'uit te stappen'.

Voorbeeld: een participatiemaatschappij houdt 25% in een bepaald bedrijf; er zijn nog twee andere aandeelhouders, waarvan één (aandeelhouder A) 50% houdt en de andere (aandeelhouder B) 25%. Aandeelhouder A wil al zijn aandelen aan een derde verkopen; de beide mede-aandeelhouders maken geen gebruik van hun statutaire recht om op de aandelen te reflecteren, vanwege geldgebrek (aandeelhouder B) respectievelijk de wens om juist ook te gaan verkopen (participatiemaatschappij). Indien de participatiemaatschappij gebruikmaakt van haar *tag along*-recht, is aandeelhouder A in dat geval verplicht om de participatiemaatschappij te laten 'meedoen' bij de verkoop. Dit betekent in beginsel dat de te verkopen aandelen pro rata beschikbaar komen voor verkoop, en dan dus voor tweederde deel door aandeelhouder A worden geleverd, en voor eenderde deel door de participatiemaatschappij. Het resultaat van de transactie is dan dat de derde 50% verwerft en dat het restant is verdeeld over aandeelhouder A (16,7%), aandeelhouder B (25%) en de participatiemaatschappij (8,3%). Aandeelhouder A is dus niet geslaagd in haar opzet om volledig 'uit te stappen' omdat zij deze *exit opportunity* naar rato heeft moeten delen met de participatiemaatschappij. In de praktijk zal aandeelhouder A in zo'n geval proberen om de derde zover te krijgen dat deze niet 50%, maar 75% wil verwerven, zodat aandeelhouder A en de participatiemaatschappij volledig kunnen 'uitstappen'. Kenmerk is steeds: de mede-aandeelhouder organiseert een verkoop, de participatiemaatschappij 'haakt aan'.

Drag along-rechten houden meestal in dat een participatiemaatschappij haar mede-aandeelhouders kan verplichten om in te gaan op een bod van een derde. Dit is een vergaand recht (dat immers ingrijpt in de beschikkingsmacht van een eigenaar over zijn goed), waarover in de praktijk soms hevig wordt onderhandeld. Zeker indien de participatiemaatschappij slechts een beperkt belang in de deelneming verkrijgt, gaat

Venture capital en private equity

het soms te ver om haar het alleenrecht te geven om te beslissen over de verkoop van alle aandelen; allereerste afzwakkingen komen dan ook voor, zoals bijvoorbeeld dat het *drag along*-recht alleen kan worden ingeroepen:

- met steun van andere aandeelhouders, zodanig dat het bod wordt gesteund door aandeelhouders die gezamenlijk ten minste een bepaald percentage van de aandelen houden;
- indien het bod voor de tot verkoop gedwongen aandeelhouders inhoudt dat zij op hun investering een rendement behalen dat een bepaald percentage te boven gaat;
- indien de deelneming de gemaakte prognoses gedurende een bepaald aantal jaren steeds maar niet heeft gerealiseerd; of
- nadat ten minste een bepaald aantal jaren is verlopen.

Bij al dit soort onderwerpen dient men erop bedacht te zijn dat de diverse rechten die vaak door participatiemaatschappijen worden bedongen, op elkaar kunnen inwerken. Kan een participatiemaatschappij bijvoorbeeld met een beroep op haar *drag along*-recht een verkoop van 100% van de aandelen in een bepaalde deelneming bewerkstelligen, dan kwalificeert een dergelijke verkoop vermoedelijk óók als een situatie waarin een ook door de participatiemaatschappij bedongen liquidatiepreferentie van toepassing is. Of de uitkomst van die gelijktijdige toepassing van bepaalde rechten dan nog wel past binnen wat hier te lande als redelijk en billijk is aan te merken, staat niet altijd vast.²¹

Om het even op scherp te zetten: Eerder gaf ik het voorbeeld van een participatiemaatschappij die € 5 miljoen investeert in een onderneming met een *pre-money* waardering van € 15 miljoen, en daarbij een enkelvoudige liquidatiepreferentie bedingt met een toepasselijk rentepercentage van 10% per jaar. Ze verkrijgt aldus een belang van 25%. Indien deze participatiemaatschappij met een beroep op haar *drag along*-recht na exact één jaar een verkoop van 100% van de aandelen kan bewerkstelligen voor slechts € 5,5 miljoen en deze opbrengst wordt vervolgens verdeeld conform de liquidatiepreferentiebepalingen, dan zou – zie het eerder vermelde voorbeeld – de gehele verkoopopbrengst naar de participatiemaatschappij gaan. Mij dunkt dat de participatiemaatschappij die een dergelijke toepassing van haar rechten doordrukt ondanks oppositie van haar medeaandeelhouders, erop mag rekenen dat zij zal moeten

aantonen dat zij bij de uitoefening van haar rechten ook de belangen van haar medeaandeelhouders heeft meegewogen.

Afronding

Wie bij het begrip ‘aandeelhouder’ steeds moet denken aan diegenen die als zodanig doorgaans in de kolommen van de financiële pers figureren, kan concluderen dat participatiemaatschappijen atypische, ja zelfs wonderlijke aandeelhouders zijn. Zij investeren in bedrijven waarin vaak nog heel wat moet gebeuren voordat blijkt of het een *winner* of een *loser* is. Tijdens hun aandeelhouderschap zijn zij intensief bij het bedrijf betrokken; in dit opzicht is er een hemelsbreed verschil met de gang van zaken bij beursgenoteerde ondernemingen. En hun *return on investment* is afhankelijk van een succesvolle exit, waarbij vele factoren roet in het eten kunnen gooien. Het is kortom niet toevallig dat participatiemaatschappijen in goed Nederlands vaak worden aangeduid als verschaffers van ‘durfkapitaal’ of ‘risicokapitaal’. Voor het hanteren en zo mogelijk beheersen van deze risico’s gebruiken zij verschillende instrumenten: hun belangrijkste uitrusting is in feite de sociale intelligentie die nodig is om effectief om te gaan met de uiteenlopende belangen van de bij een deelneming betrokken managers, medeaandeelhouders, en potentiële kopers. Maar ook juridische instrumenten bewijzen in deze sector hun waarde, waarvan een aantal typerende voorbeelden in dit artikel is vermeld.

Voor wie de wereld van *private equity* en *venture capital* vanuit een juridisch perspectief bekijkt, breken interessante tijden aan. Na jarenlange hoogconjunctuur is het voor veel participatiemaatschappijen tegenwoordig lastiger om uitstekende rendementen te realiseren. De spanning die daardoor ontstaat is uiteindelijk altijd terug te voeren op de gang van zaken bij de deelnemingen, waarin geld en aandacht zijn geïnvesteerd. Wij mogen daarom verwachten dat over de vraag of de wederzijds aangegane verbintenissen wel deugdelijk worden nagekomen, meer dan voorheen van mening zal worden verschild. Onvermijdelijk zal dan ook een toename waarneembaar worden van geschillen die bij de rechter worden uitgevochten, hetgeen van nut zal zijn voor de rechtsontwikkeling op dit gebied. De dag waarop de Hoge Raad zich eens zal buigen over *drag along*-rechten en *bad leavers*, komt nu met rasse schreden naderbij.

Mr. H.L. Kaemingk is advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam.

Venture capital en private equity

- 1 Een opmerkelijk voorbeeld hiervan deed zich in 1999 en begin 2000 voor bij Nederlandse internetbedrijven die (het venture capitalfonds beheerd door) ir. Roel Pieper (ex-topman van Philips) als aandeelhouder hadden. Vele investeerders hadden toentertijd zo'n haast om kansrijke bedrijven te selecteren dat de enkele betrokkenheid van Pieper al voldoende werd gevonden; met een variant op de bekende reclame van chipfabrikant Intel ('Intel inside') sprak men ten aanzien van dit soort bedrijven wel van het keurmerk 'Pieper inside'.
- 2 Dit was onder meer het geval bij LetsBuyIt.com N.V., dat twee bekende Nederlandse venture capitalfondsen onder haar aandeelhouders had.
- 3 De VOC zond schepen naar Indië teneinde aldaar specerijen in te kopen en financierde deze onderneming door een beroep te doen op aandeelhouders die dit soort zeer riskante ventures aandurften.
- 4 In de Verenigde Staten vormde het beursgenoteerde American Research and Development Corporation, geleid door de van oorsprong Franse professor Georges Doriot, de bakermat van de huidige venture capital- en private equity-sector. Dichter bij huis ontstonden, vooral met het oog op de wederopbouw na de Tweede Wereldoorlog, in Engeland het toenmalige Investors in Industry (thans 3i Group Plc.) en in Nederland de Nederlandse Participatiemaatschappij (thans NPM Capital N.V.). Ons land kent thans participatiemaatschappijen met een uiteenlopende diversiteit: sommige zijn fondsen met volledig externe aandeelhouders, andere behoren geheel of gedeeltelijk tot banken of verzekeraars, of zijn opgezet als ontwikkelingsmaatschappijen met een regionale oriëntatie. Ook is er een grote diversiteit in focus: sommige participatiemaatschappijen investeren in allerlei sectoren van het bedrijfsleven, terwijl andere zich specifiek toeleggen op bijvoorbeeld ICT, buy-outs, life sciences (waaronder biotechnologie) of leisure & entertainment.
- 5 Veel praktijkjuristen gaan ervan uit dat rechters mogelijk onwennig zullen aankijken tegen de contracten die op dit terrein gangbaar zijn, en anticiperen daarop door in enige mate kenbaar te maken welke overwegingen aan bepaalde typische contractsbepalingen ten grondslag hebben gelegen. Daarbij heeft men veelal het Haviltex-arrest in het achterhoofd. Relevant is ook dat op de Nederlandse markt zoveel concurrentie aanwezig is dat niet veel participatiemaatschappijen extreem eenzijdige contracten (willen of kunnen) bedingen.
- 6 De enkele participatiemaatschappij die zelf beursgenoteerd is (zoals voorheen in Nederland Alpinvest Holding NV en NPM Capital N.V.) hecht er soms wel aan, met als argument dat haar eigen aandeelhouders ter beurze jaarlijks dividend verwachten en de daarvoor benodigde winst niet voldoende voorspelbaar is te realiseren uit exit-opbrengsten, die bijna altijd moeilijk te plannen zijn.
- 7 Nog niet zolang geleden was het maken van winst door deelnemingen van venture capitalists zelfs enige tijd not done. Naar het voorbeeld van het Amerikaanse, aanvankelijk door participatiemaatschappijen gefinancierde internetbedrijf Amazon.com, Inc. was het *en vogue* om (zeer) veel geld uit te geven om snel een omvangrijke marktpositie te bereiken. De veronderstelling was dat winst later wel zou komen. Voor zeer veel bedrijven is dit inmiddels op een teleurstelling uitgelopen.
- 8 Dit soort transacties zijn feitelijk 'gewone' overnames waarbij de participatiemaatschappij en haar medeaandeelhouders gezamenlijk tot verkoop overgaan. Er zijn wel enkele bijzonderheden waarneembaar, zoals de weerstand bij participatiemaatschappijen om bij exits uitvoerige garanties te geven aan de koper en de sterke voorkeur om een koopprijs in contanten te ontvangen.
- 9 Bij veel participatiemaatschappijen ontvangen de investment managers een percentage (de zogenoemde *carried interest*) van de gerealiseerde overwinst, vaak na aftrek van een bepaald minimumrendement dat door de eigen aandeelhouders ten minste wordt verlangd. Slaagt een participatiemaatschappij er, bijvoorbeeld in 'slappe' tijden, niet in om voldoende aantrekkelijke investeringsmogelijkheden te vinden voor het gehele voor investeringen beschikbare vermogen, dan ontstaat bij investment managers een prikkel om geld dat is geïnvesteerd door aandeelhouders liever 'terug te geven' dan beschikbaar te houden, aangezien aldus het verdere inzakken kan worden voorkomen van de (immers sterk van tijdsverloop afhankelijke) rendementen van de aandeelhouders, met funeste gevolgen voor de *carried interest* voor de managers zelf. Dit verschijnsel heeft zich in 2001 enkele malen voorgedaan bij venture capitalfondsen die met forse bedragen waren opgezet in hoogtijjaren als 1998 en 1999.
- 10 Een liquidatiepreferentie is meestal niet alleen van toepassing bij verkoop van aandelen, maar ook bij andere situaties die op enigerlei wijze gemeen hebben dat er 'liquiditeit' wordt gegenereerd, zoals een liquidatie, beursnotering, of verkoop van de onderneming; in jargon spreekt men van *liquidity events*.
- 11 Deze samenhang kan als volgt worden toegelicht: wordt een liquidatiepreferentie bedongen in een situatie waarin de deelneming uit biedingen van verschillende participatiemaatschappijen kon kiezen, dan bestaat er reden om te vermoeden dat de uiteindelijk uitverkoren participatiemaatschappij 'instapt' op een hoge waardering, waarvan geenszins vaststaat dat deze gerechtvaardigd is, doch dit risico accepteert juist omdat een liquidatiepreferentie is bedongen. In zo'n situatie is er echter wel een reëel risico dat de waardering in een volgende financieringsronde tegenvalt; er is dan behoefte aan *anti-dilution adjustments*.
- 12 De bekendste vormen van *anti-dilution adjustments* worden aangeduid als *full ratchet* (waarbij de gehele investering van de participatiemaatschappij wordt 'herberekend' tegen de nieuwe, lagere, waardering), en *weighted average* (een gewogen gemiddelde, waarbij in diverse vormen rekening wordt gehouden met de omvang van de latere emissie).
- 13 Maar opgepast: indien er sprake is van een fors verlaagde waardering van de deelneming, dan kan het aantal ter compensatie aan de participatiemaatschappij uit te geven aandelen zo fors oplopen, dat met de volstorting daarvan door betaling van de nominale waarde nog steeds substantiële bedragen zijn gemoeid. Dit kan zo belemmerend werken dat een volledige reorganisatie van de kapitaalstructuur van de deelneming nodig wordt.
- 14 Enigszins afhankelijk van de wijze waarop de betreffende managers in de onderneming participeren (in privé of via een besloten vennootschap), kan dit wel tot fiscale complicaties leiden. Een vergelijkbaar resultaat is soms beter te bereiken door aan de managers een liquidatiepreferentie te bieden.
- 15 Dit is het getal waarmee wordt aangegeven hoeveel malen goedkoper de aandelen zijn die managers in het kader van een buy-out verwerven, vergeleken met de aandelen van de participatiemaatschappij in dezelfde buy-out. De verklaring hiervoor ligt in de keuze van de financieringsstructuur van het acquisitievehikel, waarin doorgaans het grootste deel van het eigen vermogen door de participatiemaatschappij wordt ingebracht als storting op preferente aandelen.
- 16 Aangezien *bad-leaver*-bepalingen doorgaans van toepassing worden door het zich voordoen van situaties die door kantonrechters (of bij bestuurders: de rechtbank) worden getoetst, ligt het sterk voor de hand dat een ontslagen manager zich tegen toepassing van de *bad-leaver*-regeling verzet met als argument

Venture capital en private equity

dat daardoor sprake is van kennelijk onredelijk ontslag, dat is: een ontslag waarvan de gevolgen, alles in aanmerking nemende, voor de betrokkene te ernstig zijn.

- 17 Hoe hoog de exit-afspraken op de prioriteitenlijst van een participatiemaatschappij staan, hangt van vele factoren af. Sommige betreffen de deelneming zelf, de markt waarin zij opereert en de (strategische) spelers die op die markt actief zijn, maar vaak zijn factoren aan de kant van de participatiemaatschappij zelf nog belangrijker, zoals de eisen van haar eigen aandeelhouders, de ambities van haar investment managers, en eventuele combinatiemogelijkheden met andere deelnemingen. Er zijn ook participatiemaatschappijen die bewust nauwelijks exit-afspraken willen maken en hiervan in commerciële zin gebruikmaken door te benadrukken dat zij 'geen vooraf geconditioneerde exit' verlangen.
- 18 Zie, voor de BV, artikel 2: 195 BW.
- 19 Hier doet zich een kenmerkend verschil voor tussen de exit-afspraken die doorgaans door Amerikaanse participatiemaatschappijen worden gewenst en die welke door continentaal-Europese vaak worden voorgesteld. Bij Amerikanen, zo kan men enigszins generaliserend constateren, is men sterk gericht op een beursnotering (hetgeen zich vaak manifesteert in uitvoerige Registration Rights Agreements), terwijl in onze contreien vaak wordt toegewerkt naar een onderhandse verkoop. Hier speelt overigens ook een cultureel verschijnsel een rol: waar een Amerikaanse partij soms de mogelijkheid wil openlaten dat hij, zich beroepend op de gesloten contracten, een beursnotering afdwingt, wordt hier te lande vaak de houding aangenomen dat als een beursnotering beter is voor het bedrijf en haar aandeelhouders, 'we' het over de modaliteiten daarvan te zijner tijd wel eens worden, en dat een door de participatiemaatschappij afgedwongen beursgang, met tegenstribbelende medeaandeelhouders en managers, niet bepaald op een warm onthaal bij beleggers zal mogen rekenen en daarom toch niet realistisch is.
- 20 Bedoeld in de betekenis van het (dacht ik) door Johan Cruijff geïntroduceerde onderscheid tussen kansen en mogelijkheden. Om een kans te benutten, is scorend vermogen nodig, terwijl een mogelijkheid eerst nog moet worden ontwikkeld tot een kans.
- 21 Aangezien partijen zowel medeaandeelhouders van elkaar zijn als contractspartijen, kunnen de in dit soort gevallen in te zetten argumenten worden ontleend aan zowel artikel 2: 8 BW (redelijkheid en billijkheid binnen een rechtspersoon) als artikel 6: 248 BW (redelijkheid en billijkheid tussen contractspartijen). Men zie voor beschouwingen over de afdwingbaarheid van venture capitalcontracten: P.E. Wateler, *Venture-capitalcontracten*, Ars Aequi 2002, pp. 124-133.