

Gorilla's en 'nieuwe' financieringsvormen

Eigen vermogen in plaats van vreemd vermogen

Venture capital ondernemingen worden vaak in overwegende mate gefinancierd door eigen vermogen in plaats van vreemd vermogen. Afhankelijk van de vermogensbehoefte van de te financieren onderneming wordt eigen vermogen aangetrokken. Het eigen vermogen wordt in verschillende rondes verstrekt.

De casus die ik hierna zal bespreken, betreft de versterking van het eigen vermogen van Gorillapark B.V. (hierna: Gorillapark). Gorillapark presenteert zich als een 'nieuwe economie' incubator, een onderneming die deelneemt in en ondersteuning verleent aan startende ondernemingen in de eerste fase, voorafgaand aan de eerste financieringsronde. Gorillapark richt zich op IT-bedrijven in Europa; in de IT-wereld is 'gorilla' een ander woord voor marktleider.

Casus

Gorillapark heeft een geplaatst aandelenkapitaal dat is verdeeld in verschillende series. Trailblazer Ventures B.V. (hierna: Trailblazer) is oprichter van Gorillapark en houdt ongeveer 65% van de aandelen. Het management houdt gewone aandelen. Bij de eerste financieringsronde in januari en februari 2000 zijn aan investeerders preferente aandelen A uitgegeven, bij de tweede financieringsronde in mei en augustus 2000 zijn preferente aandelen B uitgegeven. Bij de eerste financieringsronde zijn afspraken gemaakt omtrent het aandeelhouderschap, die zijn vastge-

legd in een aandeelhoudersovereenkomst van 21 januari 2000. Deze overeenkomst is op 28 juni 2000 gewijzigd (hierna: de Eerste Gewijzigde Aandeelhoudersovereenkomst). *initi@tive IP S.A.* (hierna: IIP) is op 30 augustus 2001 partij geworden bij de Eerste Gewijzigde Aandeelhoudersovereenkomst.

Door de economische teruggang is de waarde van de aandelen na november 2000 scherp gedaald. Om in nieuwe benodigde liquide middelen te voorzien heeft Gorillapark in 2001 pogingen ondernomen om nieuwe aandeelhouders aan te trekken via een derde financieringsronde. Op 11 mei 2001 hebben MeesPierson Investeringsmaatschappij B.V. en NesBic Strategic Investments B.V. een overbruggingskrediet van \$ 10 miljoen tot 8 juli 2001 aan Gorillapark ter beschikking gesteld. De pogingen om nieuwe investeerders aan te trekken zijn niet geslaagd. In augustus 2001 hebben voornoemde geldverstrekkers zich bereid getoond de leningen om te zetten in preferente aandelen C in Gorillapark. Daartoe werden een tweede gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst en een investeringsovereenkomst opgesteld. Alle aandeelhouders van Gorillapark met uitzondering van IIP steunen de uitvoering van deze investering en hebben de tweede gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst ondertekend. Het overbruggingskrediet is door de geldverstrekkers tot 30 december 2001 verlengd. Voorts hebben zij een tweede overbruggingskrediet van \$ 10 miljoen ter beschikking gesteld, om te zetten in preferente aandelen C onder voorwaarde dat het probleem met IIP zal zijn opgelost.

Gorillapark en Trailblazer vorderen dat IIP wordt bevolen zich te gedragen overeenkomstig de tweede gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst. Door de weigerachtige houding van IIP zou iedere mogelijkheid om alternatieve financiering te vinden worden geblokkeerd en zouden de geldverstrekkers de totale overbruggingslening van \$ 20 miljoen op 30 december 2001 opeisen. Dit zou leiden tot een noodsituatie en het faillissement van Gorillapark tot gevolg hebben. Voorts zou de deconstructieve houding van IIP de mogelijkheid van een voorgenomen fusie beletten. Volgens Trailblazer en Gorillapark is het handelen van IIP onrechtmatig en in strijd met de redelijkheid en billijkheid.

IIP stelt dat haar door Gorillapark onvoldoende informatie is verstrekt en dat toetreding tot de tweede gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst tot gevolg zal hebben dat de waarde van haar aandelen aanzienlijk zal dalen, nu aan derden (de geldverstrekkers) aandelen zullen worden uitgegeven voor een aanzienlijk lagere prijs, dit als gevolg van de veel lagere waardering van de deelnemingsportefeuille, zonder dat daar een compensatie tegenover staat.

Oordeel president

De president oordeelt dat voldoende gelegenheid is geboden aan IIP om zich van de financiële situatie van Gorillapark op de hoogte te stellen. De andere aandeelhouders achten zich blijkbaar wel voldoende geïnformeerd. Daarnaast betwist IIP ook niet dat de waarde van de portefeuille aanzienlijk is gedaald en dat dit gevolgen heeft voor de koers van de uit te geven aandelen. Na overwogen te hebben dat het argument van IIP dat de waarde van haar aandelen daalt, niet opgaat omdat haar weigering mee te werken waarschijnlijk leidt tot het faillissement van Gorillapark, spreekt de president het vermoeden uit dat IIP door haar weigering probeert een betere positie af te dwingen dan de andere aandeelhouders die partij zijn bij de Eerste Gewijzigde Aandeelhoudersovereenkomst. Volgens de president beoogt zij daarmee de paritas van deze groep ten gunste van haar te doorbreken. Dit is in strijd met de redelijkheid en billijkheid die ook tussen aandeelhouders geldt en in het bijzonder ook moet gelden tussen deze groep van aandeelhouders en Gorillapark, dat voor haar voortbestaan direct afhankelijk is van de solidariteit van de aandeelhouders. De president overweegt dat dit anders zou kunnen zijn indien van IIP zou worden verlangd dat zij (meer) geld stopt in een onderneming waarvoor zij het risico niet langer wil nemen, ook al zouden andere aandeelhouders dit anders beoordelen. In dit geval loopt IIP echter geen verhoogd financieel risico. De president beveelt IIP zich te gedragen conform de tweede gewijzigde aandeelhoudersovereenkomst voorzover dit nodig is voor de realisering van de thans door Gorillapark beoogde uitgifte van aandelen.

Commentaar

Indien meerdere financieringsrondes worden voorzien, kunnen daartoe in de statuten en aandeelhoudersovereenkomst bepalingen worden opgenomen die discussies bij een nieuwe financieringsronde kunnen beperken. Bij nieuwe financieringsrondes zal het met name gaan om (1) de vaststelling dat zo'n ronde nodig is en (2) de rechten van de bestaande aandeelhouders.

Ten aanzien van de vaststelling van de noodzaak van een nieuwe financieringsronde zal de aandeelhoudersovereenkomst bepalingen bevatten waarbij meestal wordt verwezen naar een businessplan dat is goedgekeurd door de aandeelhouders en waarvan zonder hun goedkeuring niet mag worden afgeweken. Ik begrijp dat in het hier besproken geval de behoefte aan financiering blijkt uit een investeringsovereenkomst die door alle aandeelhouders met uitzondering van IIP is getekend. Gezien de geldleningen die dreigen te worden opgeëist, neemt de president de noodzaak van extra financiering snel aan.

Vaak wordt overeengekomen dat als extra geld nodig is, getracht zal worden vreemd vermogen aan te trekken. Bij 'nieuwe economie' ondernemingen lukt dat meestal niet of onvoldoende tenzij (ook) (rechten tot het nemen van) aandelen worden toegekend. Over het algemeen worden bij een nieuwe financieringsronde aandelen van een nieuwe serie uitgegeven die een hogere preferentie hebben dan de bestaande series aandelen. Anders dan gebruikelijk, is het bij preferente aandelen veelal niet de bedoeling dat deze aandelen ook daadwerkelijk als eerste delen in de winst en een eventueel liquidatieoverschot. Waar het bij 'nieuwe economie' ondernemingen meestal om gaat, is een preferentie bij exits, zoals een beursgang. De aandelen met de hoogste preferentie mogen op grond van de afspraken in een aandeelhoudersovereenkomst, na conversie in gewone aandelen, bij een beursgang als eerste worden genoteerd. Uiteraard kent elke serie aandelen een separate agioreserve. Aan de vergadering van houders van (latere) series aandelen kunnen ook bijzondere zeggenschapsrechten worden toegekend, bijvoorbeeld een goedkeuringsrecht ten aanzien van bijzondere besluiten van het bestuur of, door de wijze waarop de vereiste meerderheid voor besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders is geformuleerd, feitelijk een veto in de algemene vergadering van aandeelhouders. Ook kan worden bepaald dat geen besluiten tot uitgifte van aandelen met een hogere preferentie kunnen worden genomen zonder de instemming van de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde serie.

Aandeelhoudersovereenkomsten bevatten over het algemeen afspraken om verwatering van bestaande aandeelhouders tegen te gaan. Naast een voorkeursrecht bij uitgifte van aandelen kan aanvullende bescherming tegen verwatering worden overeengekomen. Het is niet ongebruikelijk dat wordt overeengekomen dat bij uitgifte van nieuwe aandelen tegen een lagere koers de bestaande aandeelhouders tegen nominale waarde een zodanig aantal nieuwe aandelen van hun serie kunnen nemen, dat elke aandeelhouder eenzelfde gemiddeld bedrag per aandeel heeft betaald als het bedrag dat voor elk nieuw aandeel wordt betaald. Helaas wordt uit de uitspraak niet duidelijk welke afspraken zijn opgenomen in de Eerste Gewijzigde Aandeelhoudersovereenkomst en of anti-verwateringsmechanismen zijn overeengekomen. De uitspraak van de president lijkt tot een bevredigende situatie te leiden, maar een gang naar de rechter had wellicht kunnen worden voorkomen indien de Eerste Gewijzigde Aandeelhoudersovereenkomst bepalingen had bevat met het oog op deze situatie.

Mr. C.J. Groffen