

## Tilburg University

Balanceren tussen flexibiliteit en 'preferred opportunism'

Lafarre, Anne; den Dunnen, Jeroen

*Published in:*  
Onderneming en Financiering

*DOI:*  
[10.5553/OenF/157012472023031004002](https://doi.org/10.5553/OenF/157012472023031004002)

*Publication date:*  
2023

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Lafarre, A., & den Dunnen, J. (2023). Balanceren tussen flexibiliteit en 'preferred opportunism'. *Onderneming en Financiering*, 2023(4), 9-31. Article 1. <https://doi.org/10.5553/OenF/157012472023031004002>

### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

## WETENSCHAP

# Balanceren tussen flexibiliteit en ‘preferred opportunism’

*A.J.F. Lafarre & J. den Dunnen*

## 1 Inleiding

De Europese Commissie wil van Europa het meest aantrekkelijke continent voor start-ups en scale-ups maken.<sup>1</sup> Ook de Nederlandse overheid streeft ernaar een gunstig vestigingsklimaat te creëren voor startende ondernemingen en heeft diverse maatregelen en initiatieven geïntroduceerd om de toegang tot durfkapitaal te vergroten.<sup>2</sup> Recentelijk heeft demissionair minister Micky Adriaansens van Economische Zaken en Klimaat zelfs pensioenfondsen aangemoedigd om meer te investeren in start-ups en scale-ups.<sup>3</sup> Ook uit de recent gepubliceerde Miljoenennota<sup>4</sup> blijkt dat het demissionair kabinet de groei van de Nederlandse economie wil stimuleren, onder meer door investeringen vanuit het Nationaal Groeifonds, een fonds dat onder andere investeert in innovatieve projecten.<sup>5</sup> In het tweede kwartaal van dit jaar haalden Nederlandse start-ups € 525 miljoen aan kapitaal op, met name in technologie-industrieën.<sup>6</sup> Dit is echter een significante daling ten opzichte van het geïnvesteerde bedrag een jaar eerder. In het derde kwartaal van dit jaar daalde het bedrag aan investeringen bovendien verder naar € 425 miljoen.<sup>7</sup> Deze trend van dalende investeringen in start-ups is ook in andere Europese landen en

- 1 Zie het initiatief van de Europese Commissie omtrent ‘Startup Europe’, beschikbaar via <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/startup-europe/>. Zie ook het Europese VentureEU, een Europees *fund-of-funds* dat is opgericht in 2018 om *venture capital*-investeringen in Europa op te schalen. Meer informatie via [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_18\\_2763](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_2763).
- 2 Denk bijv. aan TechLeap (zie [www.techleap.nl/we-are-techleapnl](http://www.techleap.nl/we-are-techleapnl)), Invest-NL ([www.invest-nl.nl/page/2003/investeringsfondsen?lang=nl](http://www.invest-nl.nl/page/2003/investeringsfondsen?lang=nl)), het Nationaal Groeifonds ([www.nationaalgroeifonds.nl/het-nationaal-groeifonds](http://www.nationaalgroeifonds.nl/het-nationaal-groeifonds)) en de Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen ([www.rom-nederland.nl/](http://www.rom-nederland.nl/)). Ook in andere landen zien we dit soort initiatieven.
- 3 Het Financieel Dagblad, Pensioenfondsen in spagaat over meer geld naar start-ups, 6 juni 2023. Eerder deed oud-Tweede Kamerlid Kees Verhoeven in 2015 een voorstel voor een nieuwe rechtsvorm voor jonge, innovatieve ondernemingen, namelijk de ‘Startup BV’. Zie bijv. J.E. van Nuland & S. Renssen, *De haalbaarheid van de invoering van de Startup BV als nieuwe rechtsvorm, Ondernemingsrecht* 2015, afl. 57, p. 302.
- 4 Miljoenennota 2024, beschikbaar via [www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/prinsjesdag/miljoenennota-en-andere-officiële-stukken](http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/prinsjesdag/miljoenennota-en-andere-officiële-stukken).
- 5 Zie voor meer informatie over het Nationaal Groeifonds [www.nationaalgroeifonds.nl/](http://www.nationaalgroeifonds.nl/).
- 6 Quarterly Startup Report van 6 juli 2023, beschikbaar via [www.dutchstartupassociation.nl/lichte\\_stijging\\_in\\_startupinvesteringen\\_komende\\_halfjaar\\_wordt\\_bepalend](http://www.dutchstartupassociation.nl/lichte_stijging_in_startupinvesteringen_komende_halfjaar_wordt_bepalend).
- 7 Het Financieel Dagblad, Minder geld voor techstarters, maar ze blijven rennen en dromen, 13 oktober 2023.

de Verenigde Staten zichtbaar.<sup>8</sup> Een belangrijke reden voor deze dalende investeringen lijkt de stijgende rente te zijn, waardoor het ophalen van kapitaal lastiger is geworden.<sup>9</sup> Volgens een artikel van Techcrunch:

‘Startups have long basked in the sun of effectively zero-cost money. (...) More capital pools with more funds led to competitions for deal access, putting founders in the driver’s seat when it came to valuations and terms. (...) Now we are seeing the rubber band snap back. As interest rates rise, available funding to venture capitalists recedes and crossover capital has already left the scene to lick its wounds.’<sup>10</sup>

Start-ups kunnen worden omschreven als ondernemingen die zich in de vroege fase van hun levenscyclus bevinden, een onderneming exploiteren met een innovatief of zelfs disruptief product dat op grote schaal kan worden vermarkt en daarom een aanzienlijk groeipotentieel hebben.<sup>11</sup> Scale-ups kunnen worden omschreven als succesvolle start-ups die de eerste periode hebben overleefd en aan het ‘opschalen’ zijn.<sup>12</sup> Start-ups en scale-ups hebben in veel gevallen (veel) financiële middelen nodig, afhankelijk van de sector waarin de start-up actief is en het product en/of dienst dat door de start-up wordt aangeboden. Start-ups hebben in meerdere fasen van hun bestaan financiering nodig. Allereerst om te testen of hun ondernemersidee überhaupt kans van slagen heeft, daarna om een prototype van het product of een eerste versie van hun dienst te ontwikkelen en vervolgens om hun product en/of dienst uiteindelijk naar de markt te brengen. Wanneer het gaat om financiering van jonge ondernemingen zoals start-ups en scale-ups, dan begeven wij ons op het gebied van het onderwerp dat in de bedrijfseconomische literatuur bekendstaat als *entrepreneurial finance*. Dit gaat in het kort over het investeren in en financieren van jonge ondernemingen en dient te worden onderscheiden van het gebied dat bekendstaat als *corporate finance*, dat, kort gezegd, gefocust is op volwassen ondernemingen en de uitdagingen die zij tegenkomen op hun weg naar verdere groei, teneinde een gezond en bestendig rendement te realiseren voor hun investeerders. De bronnen van financiering alsmede het proces van het ophalen van die financiering zijn wezenlijk anders voor start-ups en scale-ups dan voor volwassen ondernemingen.<sup>13</sup> Er zijn meerdere redenen waarom het niet mogelijk is voor start-ups om kapitaal op te halen op de kapitaalmarkt of bij traditionele financiers zoals banken. We noemen er een paar. Ten eerste zijn er weinig tot geen (financiële) data beschik-

8 Het Financieel Dagblad, Investeringen in techbedrijven stabiel, wel zorgen over scale-ups, 10 juli 2023.

9 Sinds april 2022 is de 10 maanden-Euribor weer positief en sinds juli 2023 zelfs meer dan 4%.

10 Zie bijv. <https://techcrunch.com/2022/05/07/as-interest-rates-rise-startups-and-vcs-are-playing-a-new-game/>.

11 Een nieuwe onderneming gaat verschillende fasen door: (1) de *seed*-fase, (2) de start-upfase, (3) de groeifase en (4) de volwassen fase.

12 In dit artikel gebruiken we de termen start-up, scale-up en onderneming door elkaar heen. Waar wij deze termen gebruiken, bedoelen wij steeds de rechtspersoon die de ondernemingsrechtelijke activiteiten uitvoert.

13 L. Alemany & J.J. Andreoli, *Entrepreneurial finance. The art and science of growing ventures*, Cambridge: Cambridge University Press 2020.

baar met betrekking tot start-ups die de ondernemers en financiers in staat stellen om de toekomstige prestaties van deze ondernemingen te voorspellen. Ten tweede hebben deze start-ups vaak negatieve kasstromen, waardoor niet structureel kan worden voldaan aan aflossingsverplichtingen aan de bank. Ten derde beschikken start-ups vaak nog niet over activa die verpand kunnen worden aan financiers om deze partijen de nodige zekerheid te bieden voor het geval dat de start-up niet aan zijn verplichtingen kan voldoen.<sup>14</sup>

*Venture capitalists* (hierna ook: VC's, VC-investeerdere of durfinvesteerdere) zijn wel bereid om deze risicovolle start-ups en scale-ups te financieren.<sup>15</sup> Hun specialiteit ligt in het selecteren, adviseren, promoten van en investeren in start-ups. *Venture capitalists* halen kapitaal op bij andere investeerders, zoals institutionele beleggers en vermogende particulieren, en vormen fondsen met een vooraf bepaalde levensduur, meestal zo'n tien jaar, om te investeren in start-ups en scale-ups. Deze durfinvesteerdere verkrijgen vaak een minderheidsbelang in de vennootschappen waarin zij investeren, met als uiteindelijk doel het realiseren van een liquiditeitsgebeurtenis tegen het einde van de looptijd van het fonds om investeringen terug te verdienen en winst te maken voor hun eigen investeerders (hierna: *Exit*).<sup>16</sup> Om dit te bereiken moeten durfinvesteerdere hun investeringen zorgvuldig structureren in een portfolio met voldoende succesvolle start-ups.<sup>17</sup> Bovendien hebben VC-investeerdere een hoog minimaal beoogd rendement bij hun investering in een start-up.<sup>18</sup> Veel start-ups blijken immers achteraf geen doorslaand succes of staken geheel met de uitoefening van hun activiteiten. Om ervoor te zorgen dat de VC-investeerdere het gewenste rendement op fondsniveau haalt, zullen er een of meerdere zeer succesvolle start-ups in de portfolio van de VC-investeerdere moeten zitten om het verlies en de lagere rendementen bij de andere portfolio-ondernemingen goed te maken.<sup>19</sup>

De lagere rentetarieven stimuleerden lange tijd de toegang tot kapitaal van durfkapitaalfondsen doordat deze aantrekkelijker waren voor investeerders zoals pensioenfondsen in vergelijking met andere investeringsmogelijkheden zoals bijvoor-

14 Alemany & Andreoli 2020.

15 Venture capital (VC) vertoont gelijkenissen met private equity (PE), maar er zijn enkele belangrijke verschillen. VC-investeerdere financieren vaak beginnende ondernemingen die nog niet winstgevend zijn en in bepaalde gevallen zelfs nog geen omzet behalen of geen werkend product of dienst hebben, terwijl PE-investeerdere zich richten op volwassen, winstgevendere ondernemingen. Bovendien is venture capital met name gericht op innovatieve sectoren.

Zie ook C. Zeisberger, M. Prah & B. White, *Mastering private equity. Transformation via venture capital, minority investments & buyouts*, West Sussex: John Wiley & Sons 2017, p. 19.

16 Dit kan via een verkoop van de aandelen in de start-up aan een koper of via een beursnotering.

17 Durfinvesteerdere zijn vaak enkel geïnteresseerd in de verkoopopbrengst bij een *Exit*. Start-ups behalen vaak nog geen winst en in het geval dat er wel winst wordt behaald, dan zal deze winst niet worden uitgekeerd maar eerder worden aangewend om de start-up verder te laten groeien.

18 Door economen ook wel aangeduid als een minimumrendementseis, maar merk op dat *venture capitalists* een achtergestelde positie hebben als (preferente) aandeelhouder. Zie hierover ook J.A. de Vries, *Discounted cash flow-waardering en indirecte cash flow-analyses: retracing the cash*, in: R.J. de Weij, *Grenzen aan financieringsvrijheid*, Deventer: Wolters Kluwer 2020, p. 113.

19 Zeisberger, Prah & White 2017, p. 20.

beeld obligaties.<sup>20</sup> Als gevolg van de stijgende rentetarieven zal het minimale vereiste rendement voor durfinvesteringen aanzienlijk moeten toenemen om rekening te houden met de risicovollere activaklasse. Investeerders zullen veeleisender en selectiever worden en ondernemers zullen in sommige gevallen minder gunstige financieringsvoorwaarden moeten accepteren. Bovendien blijven start-upondernemers te maken hebben met de voor durfinvesteerders gebruikelijke wijze van het structureren van hun investeringen. Principaal-agentproblemen en informatie-asymmetrie zorgen ervoor dat durfinvesteerders (soms vergaande) financiële en zeggenschapsrechten bedingen. Hierbij is vooral het zogenaamde *preferred-common conflict*<sup>21</sup> van belang, waarbij de belangen van preferente aandeelhouders (vaak VC-investeerders) en gewone aandeelhouders (doorgaans de start-upondernemers en werknemers) conflicteren. VC-investeerders bedingen niet alleen financiële bescherming, maar ook aanzienlijke invloed binnen de start-up met hun preferente aandelen. Alhoewel deze rechten vooral zijn bedoeld om principaal-agentproblemen en informatieasymmetrie ten gunste van de VC-investeerder op te lossen, kan deze *private ordering* (oftewel het gebruik van speciale rechten om in de complexe contractuele behoeften van durfinvesteerders te voorzien) echter ook leiden tot significante kosten voor de start-up. Dit wordt ook wel *preferred opportunism*<sup>22</sup> genoemd in de internationale literatuur.

Het (demissionaire) kabinet hecht veel waarde aan een goed vestigingsklimaat voor start-ups en scale-ups. Vele zaken spelen hierbij een rol, zoals bijvoorbeeld een voorspelbare en stabiele overheid, een goede infrastructuur, een aantrekkelijk fiscaal regime en goede wet- en regelgeving. Dit artikel gaat in op één van deze deelonderwerpen, namelijk in hoeverre het Nederlandse ondernemingsrecht geschikt is om enerzijds de behoeften van zowel start-ups als durfinvesteerders te ondersteunen en transactiekosten te minimaliseren, en anderzijds (mogelijk) opportunistisch gedrag van durfinvesteerders door het gebruik van preferente aandelen te beperken.

Dit artikel bestaat uit twee delen. Het huidige deel (deel 1) geeft een nadere juridische en financiële introductie van durfkapitaal en de wijze van *private ordering* door durfinvesteerders met het gebruik van speciale financiële en zeggenschapsrechten. We beschrijven wat er binnen het Nederlandse ondernemingsrecht mogelijk is, en hoe de door durfinvesteerders verlangde speciale financiële en zeggenschapsrechten in de praktijk worden vormgegeven. In het volgende deel (deel 2), dat wordt gepubliceerd in het eerstvolgende nummer van *Onderneming en Financiering* (O&F), gaan we vervolgens in op de mogelijke beperkingen die het Nederlandse ondernemingsrecht kan opwerpen. Zo moet er rekening worden gehouden

- 20 P. Gompers & J. Lerner, *What drives venture capital fundraising?* National Bureau of Economic Research 1999.
- 21 Naar E. Pollman, *Startup governance*, *University of Pennsylvania Law Review* (168) 2019, p. 155-221. Daarnaast beschrijft Pollman ook nog de '*preferred-preferred*' en '*common-common*' conflicten. In dit artikel richten wij ons vooral op het *preferred-common conflict*.
- 22 J.M. Fried & M. Ganor, *Agency costs of venture capitalist control in startups*, *New York University Law Review* (81) 2006, p. 967-1025.

met het beginsel van redelijkheid en billijkheid bij de speciale contractuele rechten die VC-investeerders bedingen. Ook gaan we onder andere in op het vennootschappelijk belang en de bestuursautonomie, en op conflicterende belangen rond zogenaamde zakelijke kansen, oftewel *corporate opportunities*. We maken daarbij een vergelijking met het recht van de Amerikaanse staat Delaware, dat al tientallen jaren de favoriete locatie is voor start-ups en durfinvesteerders in de Verenigde Staten, grotendeels vanwege de expertise, efficiëntie en voorspelbare juridische oplossingen die de *Delaware Court of Chancery* biedt.<sup>23</sup> Bovendien biedt het recht van Delaware aanzienlijke flexibiliteit en contractuele vrijheid, waardoor durfinvesteerders in hun complexe contractuele behoeften kunnen voorzien.<sup>24</sup>

In dit deel 1 gaan we allereerst in paragraaf 2 dieper in op de agencyproblemen tussen ondernemers en VC-investeerders. Vervolgens bespreken we in paragraaf 3 de financiële rechten die doorgaans door durfinvesteerders worden bedongen, veelal vormgegeven door middel van converteerbare preferente aandelen (par. 3.1). We belichten ook andere aspecten van start-upfinanciering, zoals het gebruik van meerdere investeringsrondes (par. 3.2) en *redemption rights* (par. 3.3). In paragraaf 4 gaan we in op een grote verscheidenheid aan speciale zeggenschapsrechten die doorgaans door durfinvesteerders worden bedongen, inclusief instructie- en goedkeuringsrechten (par. 4.1), informatierechten (par. 4.2), benoemingsrechten (par. 4.3) en *drag along*- en *tag along*-rechten (par. 4.4). In paragraaf 5 sluiten we dit eerste deel af.

## 2 Start-ups en agencyproblemen

Agencyproblemen, ook wel principaal-agentproblemen, ontstaan veelal tussen twee partijen waarbij de ene partij (de principaal) afhankelijk is van de andere partij (de agent).<sup>25</sup> In deze relaties draait het om de vraag hoe de principaal de agent kan motiveren om in zijn belang te handelen, rekening houdend met verschillen in belangen, risicobereidheid en informatieproblemen. Bij start-ups zijn veel verschillende partijen betrokken die (wederzijds) afhankelijk zijn van elkaar: de ondernemers (vaak ook de oprichters), werknemers en verschillende investeerders, inclusief durfinvesteerders. Deze actoren kunnen bovendien meerdere rollen hebben: zo zijn ondernemers vaak niet alleen gewone aandeelhouders, maar ook bestuurder van de start-up. En ook durfinvesteerders bedingen bij bepaalde investeringen dat ze hun eigen bestuurder(s) kunnen benoemen. Al deze partijen hebben in principe

- 23 L.A. Bebchuk & A. Hamdani, *Vigorous race or leisurely walk: Reconsidering the competition over corporate charters*, *Yale Law Journal* (112) 2002, p. 568. Zie ook M. Gelter, *The structure of regulatory competition in European corporate law*, *Journal of Corporate Law Studies* (5) 2005, afl. 2, p. 247-284.
- 24 C.A. Nigro & A. Gözlügöl, *Building an EU venture capital market: What about corporate law?* In: G. Gimigliano & V. Cattelan (red.), *Money law, capital, and the changing identity of the European Union*, Bloomsbury: Hart Publisher 2022, p. 165-178.
- 25 R. Kraakman, L. Enriques, G. Hertig, H. Kanda, W.-G. Ringe, J. Armour, P. Davies, H.B. Hansmann, M. Pargendler & K.J. Hopt, *The anatomy of corporate law* (3de druk), Oxford: Oxford University Press 2017.

belang bij het laten slagen van de start-up en een succesvolle Exit te realiseren. Er kunnen zich echter situaties voordoen waarbij de belangen van de verschillende partijen uit elkaar gaan lopen. Dit kan worden veroorzaakt door de verschillende soorten aandelen die deze partijen houden in de start-up (en de daaraan gekoppelde rechten) alsmede door het feit dat partijen een andere opvatting hebben over wanneer een Exit plaats moet vinden.<sup>26</sup>

Op hoofdlijnen zijn er twee soorten agencyproblemen die zich kunnen voordoen tussen de bij de start-up betrokken partijen: verticale problemen en horizontale problemen.<sup>27</sup> Verticale problemen zien met name op de problemen die kunnen ontstaan in de relatie tussen de aandeelhouders en het bestuur van de start-up. In voorkomende gevallen zal een durfinvesteerder een bestuurder van de start-up willen benoemen om zo controle te houden over zijn investering in de start-up (zie par. 4.3). Het bestuur van de start-up bestaat in dat geval uit bestuurders die door de durfinvesteerder zijn benoemd alsmede uit de ondernemers zelf. Het verticale probleem dat zich kan voordoen, is dat de algemene vergadering (AV, als orgaan van de start-up) het niet eens is met een besluit van het bestuur.<sup>28</sup>

Horizontale problemen doen zich voor tussen de verschillende aandeelhouders van de start-up. De belangen van de verschillende aandeelhouders van een start-up gaan uit elkaar lopen indien zij verschillende soorten aandelen houden met daaraan gekoppeld verschillende soorten financiële en zeggenschapsrechten.<sup>29</sup> Bij start-ups kan er zich met name een horizontaal probleem voordoen tussen de houders van gewone aandelen (doorgaans de start-upondernemers en eventueel werknemers en vroege investeerders) en de houders van preferente aandelen (vaak de durfinvesteerders). Dit is het preferred-common conflict dat in dit artikel centraal staat: durfinvesteerders en ondernemers hebben vaak verschillende gedachten over uiteenlopende onderwerpen waar start-ups mee te maken krijgen, zoals wanneer en hoe er additioneel kapitaal moet worden opgehaald en wanneer er een Exit moet plaatsvinden. Enerzijds kan er sprake zijn van *entrepreneur opportunism*,<sup>30</sup> waarbij informatieasymmetrie tussen de principaal (de investeerder) en de agent (de ondernemer) bijvoorbeeld kan resulteren in situaties waarin de ondernemer aandelen tegen een te hoge prijs aan de investeerder verkoopt (*hidden information*). Maar ook na de investering kunnen de belangen van de ondernemer afwijken van die van de durfinvesteerder, bijvoorbeeld doordat de ondernemer een eigen belang heeft bij het behouden van zeggenschap over de start-up (waarin zij zowel emotioneel als financieel veel heeft geïnvesteerd) en het prioriteren van groei boven winstmaximalisatie (*moral hazard*). Anderzijds kunnen de speciale contractuele rechten van durfinvesteerders zorgen voor kosten voor de onderneming en de houders van de gewone aandelen, de zogenaamde preferred opportunism-kosten. Zo

26 Pollman 2019.

27 Pollman 2019.

28 Pollman 2019.

29 K.M. Schmidt, Convertible securities and venture capital finance, *The Journal of Finance* (58) 2003, afl. 3, p. 1139-1166.

30 Fried & Ganor 2006.



kunnen VC-investeerders hun speciale rechten gebruiken om een Exit af te dwingen tegen voorwaarden die voor hen aantrekkelijk zijn, maar de langetermijnkansen van de onderneming en de gewone aandeelhouders onderwaarden.<sup>31</sup> Deze conflicten op aandeelhoudersniveau kunnen worden verergerd door de gangbare VC-praktijk, waarbij durfinvesteerders het recht krijgen om bestuurders voor te dragen en/of te benoemen, waarbij ook belangenconflicten kunnen optreden.<sup>32</sup>

In de volgende paragrafen gaan we in op de verschillende manieren waarop de durfinvesteerder zich beschermt tegen opportunistisch gedrag van ondernemers. Aandelen in Nederlandse bv's verlenen in principe zeggenschaps- en financiële rechten,<sup>33</sup> maar de Nederlandse wet biedt ruime statutaire mogelijkheden.<sup>34</sup> Zo kunnen er verschillende soorten aandelen worden gecreëerd en aan die soorten kunnen verschillende economische en zeggenschapsrechten toegekend worden. De mogelijkheid om statutair te differentiëren met betrekking tot uitkeringsrechten wordt geboden door art. 2:216 lid 6 en 7 van het Burgerlijk Wetboek (BW). Voor de differentiatie van zeggenschapsrechten is onder andere art. 2:228 lid 4 en 5 BW van toepassing. Bovendien biedt de wet op diverse andere plaatsen de mogelijkheid om specifieke rechten toe te kennen aan bepaalde organen.<sup>35</sup> In de volgende paragrafen bespreken we de financiële rechten (par. 3) en de zeggenschapsrechten (par. 4) die VC-investeerders bedingen. Echter, waar entrepreneur opportunism wordt ingedamd, is er steeds een risico dat deze oplossingen doorslaan naar de andere kant en het opportunistische gedrag van de durfinvesteerder bevorderen.

### 3 Financiële rechten

#### 3.1 *Converteerbare preferente aandelen*

VC-investeerders verkrijgen hun speciale contractuele rechten vaak door middel van converteerbare preferente aandelen. De Nederlandse wet voorziet niet in een

- 31 S. Sanga & E.L. Talley, Don't go chasing waterfalls: Fiduciary duties in venture capital backed start-ups (Law Working Paper No. 634/2022), European Corporate Governance Institute, 2020. Beschikbaar op SSRN.
- 32 Hoewel het typische VC-investeringsmodel aldus potentiële conflicten met zich meebrengt, bevat het model ook kenmerken die de belangen van VC's, start-ups, ondernemers en andere aandeelhouders op één lijn kunnen brengen en tegelijkertijd potentiële conflicten kunnen beperken die in elke onderneming met belangrijke investeerders kunnen ontstaan. Door bijv. te investeren door middel van aandelen in plaats van door het verstrekken van leningen aanvaarduren durfinvesteerders dat ze misschien niets krijgen als de start-up mislukt. Dit plaatst de durfinvesteerders naast de houders van gewone aandelen, onder wie vaak vroege investeerders en ondernemers. Dit voorkomt bovendien dat de start-up met schulden wordt opgezadeld. Durfinvesteerders leveren ook zinvolle bijdragen in de vorm van hun tijd, ervaring en connecties terwijl ze in formele rollen (bijv. als leden van het bestuur) en in informele contexten actief zijn, en die bijdragen kunnen ten goede komen aan de durfinvesteerders in de hoedanigheid van aandeelhouder van de start-up, de start-up zelf en de andere aandeelhouders.
- 33 Zie o.a. de flexibiliteit die wordt geboden in art. 2:216 en 2:228 BW.
- 34 Aan aandelen zijn in beginsel gelijke rechten en verplichtingen verbonden. Art. 2:201 BW staat echter expliciet toe dat bij de statuten van dit beginsel wordt afgeweken.
- 35 Bijv. het recht om bestuurders te benoemen en ontslaan (art. 2:242 BW) en het recht om bepaalde bestuursbesluiten goed te keuren (art. 2:239 lid 3 BW).



definitie van preferente aandelen.<sup>36</sup> Over het algemeen kunnen preferente aandelen worden beschreven als aandelen met bijzondere financiële rechten, zoals winstverdeling en vermogensverdeling bij liquidatie van de vennootschap.<sup>37</sup> Er bestaan verschillende vormen van preferente aandelen, waaronder bijvoorbeeld gewone preferente aandelen en cumulatief preferente aandelen. Daarnaast kunnen preferente aandelen *participating* of *non-participating* en converteerbaar of niet-converteerbaar zijn. In het kader van dit artikel zijn de volgende aspecten van de door durfinvesteerdere gehouden converteerbare preferente aandelen van belang: (1) de rechten op winstverdeling en vermogensverdeling bij een Exit, (2) de mogelijkheid om deze aandelen te converteren, en (3) of deze aandelen *participating* of *non-participating* zijn. We lichten deze aspecten hieronder verder toe.

### 3.1.1 Liquidatiepreferentie

In beginsel geven aandelen in het kapitaal van een Nederlandse bv recht op uitkeringen.<sup>38</sup> De gerechtigheid van een aandeelhouder tot de winst van een bv wordt in beginsel bepaald door de verplichte stortingen van het nominale bedrag van de door de aandeelhouder gehouden aandelen. In beginsel, want het is mogelijk om ofwel statutair ofwel bij ieder besluit tot uitkering met instemming van alle aandeelhouders, af te wijken van deze hoofdregel.<sup>39</sup> Durfinvesteerdere bedingen vaak een zogeheten liquidatiepreferentie. Een liquidatiepreferentie houdt in dat de durfinvesteerdere, voordat enige uitkering plaatsvindt aan de houders van andere soorten aandelen, een eenmalige opbrengst ontvangt bij een Exit. De liquidatiepreferentie omvat meestal een eenmalige opbrengst (de investering of een veelvoud ervan) en een cumulatief dividend na liquidatie. Dit kan worden weergegeven in de volgende formule:

$$LP = mI + D \quad (1)$$

waarbij LP de liquidatiepreferentie is, I de investering van de durfinvesteerdere, m de *multiple* die geldt (waarbij er een waarde van 1 geldt als er geen multiple van toepassing is) en D het cumulatief dividend is dat wordt bepaald door de coupon en het aantal jaren vanaf de investering tot aan de liquidatie.<sup>40</sup> Na de liquidatiepreferentie-uitkering aan de durfinvesteerdere worden de overgebleven opbrengsten verdeeld onder de gewone aandeelhouders.

36 De enige plek waar gesproken wordt over aandelen met de kenmerken van preferente aandelen, is in art. 2:96a lid 2 en 2:206a lid 2 BW.

37 Asser/Van Olffen & Rensen 2-IIa 2019/308.

38 In beginsel, want het is op grond van art. 2:216 lid 7 BW mogelijk om statutair te bepalen dat aandelen winstrechtloos zijn. De wet heeft het over het begrip ruime 'uitkering'. Dit begrip omvat niet enkel uitkering van winst, maar ook uitkering ten laste van reserves alsmede terugbetaling aan aandeelhouders in het kader van een kapitaalvermindering.

39 Zie art. 2:216 lid 6 BW.

40 Dividenden zijn vaak cumulatief, zodat ze een eenvoudige niet-samengestelde rentebetaling per jaar accumuleren.

### 3.1.2 *Conversie*

Een aandeel wordt als 'converteerbaar' beschouwd als de statuten toestaan dat dit aandeel kan worden omgezet oftewel geconverteerd. Hoewel de Nederlandse wet geen precieze definitie van 'conversie' bevat, is er consensus dat dit inhoudt dat de rechten verbonden aan een specifiek aandeel worden gewijzigd en dat daarvoor een statutaire basis vereist is.<sup>41</sup> Wat de conversie precies inhoudt en wat de procedure daarvoor is, is van geval tot geval verschillend. In de context van venture capital houdt conversie veelal in dat de houders van de converteerbare preferente aandelen het recht krijgen om de door hen gehouden preferente aandelen om te zetten in gewone aandelen, waarmee afstand wordt gedaan van het recht op de liquidatiepreferentie. Hiermee krijgen de durfinvesteerdere de mogelijkheid om te kiezen tussen een vaste opbrengst (de hierboven vermelde liquidatiepreferentie) en een deel van de opbrengsten van de gewone aandeelhouders. Deze keuze wordt meestal gemaakt tijdens een Exit, zoals een beursgang of overname.

Kortom, gewone aandeelhouders delen de opbrengst van de onderneming na de liquidatie in verhouding tot hun belang, terwijl preferente aandeelhouders aanvullende kasstroomrechten hebben, afhankelijk van de uitstapwaarde en de wijze van eigendomsoverdracht. Dit kan resulteren in aanzienlijke voordelen voor durfinvesteerdere die preferente aandelen bedingen, zelfs met een bescheiden belang. Zodoende kan een belang van 20% in sommige gevallen recht geven op de volledige opbrengst na liquidatie. Hieronder bekijken we het gebruik van preferente aandelen en hun impact op kasstromen voor zowel durfinvesteerdere als ondernemers.<sup>42</sup>

De durfinvesteerdere kan er dus voor kiezen om de liquidatiepreferentie te laten vervallen door zijn converteerbare preferente aandelen om te zetten in gewone aandelen. Hierdoor zal de durfinvesteerdere bij de verdeling van de verkoopopbrengst bij een Exit meedelen met de gewone aandeelhouders. De beslissing van de durfinvesteerdere om de aandelen al dan niet te converteren, wordt bepaald door de hoogte van de opbrengst die de durfinvesteerdere als gewone aandeelhouder zal ontvangen en de waarde van zijn liquidatiepreferentie. Dit kan worden weergegeven in de volgende formule:

$$O_0 = LP / a \quad (2)$$

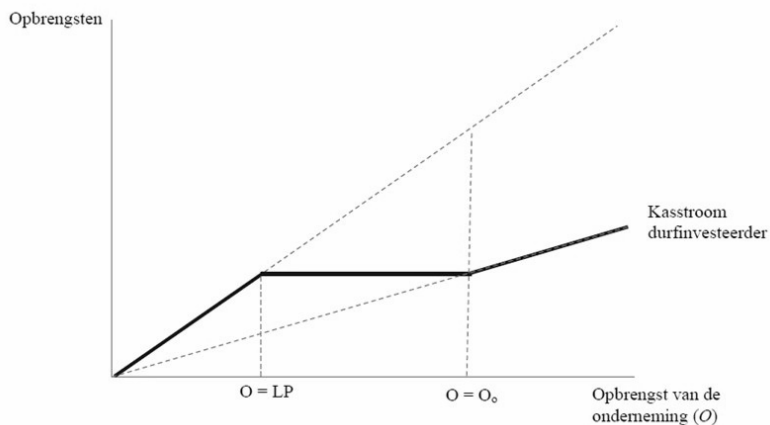
waarbij  $O_0$  de minimale totale opbrengst van de onderneming is waarbij het voordelig is voor de durfinvesteerdere om zijn aandelen om te zetten in gewone aandelen,  $LP$  weer de liquidatiepreferentie is en  $a$  het aandelenbelang van de durfinves-

41 P.H.N. Quist, *Conversie en aandelen* (diss. Nijmegen; Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 149), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 13-25.

42 Deze analyse is gedeeltelijk gebaseerd op hoofdstuk 6 uit M. Da Rin & T. Hellmann, *Fundamentals of entrepreneurial finance*, New York: Oxford University Press 2021.

teerder.<sup>43</sup> We nemen hierbij steeds aan dat één preferent aandeel kan worden omgezet in één gewoon aandeel. Dit wordt in figuur 1 geïllustreerd.

**Figuur 1** De waarde van de onderneming en opbrengsten voor de durfinvesteerder



In figuur 1 vertegenwoordigt de zwarte lijn de kasstroom van de durfinvesteerder. Deze stijgt in lijn met de opbrengst van de onderneming ( $O$ ) totdat deze de liquidatiepreferentie bereikt. Daarna ontstaat er een situatie waarin de waarde van de onderneming groter is dan de liquidatiepreferentie van de durfinvesteerder, maar nog niet groot genoeg om de investeerder te laten converteren. Dit gebeurt wanneer de opbrengst van de onderneming geldt als  $LP \geq O > O_0$ .

Bijvoorbeeld, een durfinvesteerder heeft € 2 miljoen geïnvesteerd en heeft een preferent aandelenbelang van 20%. De investeerder heeft geen multiple bedongen, maar er is wel een cumulatieve coupon van 8% afgesproken. Indien de onderneming na vijf jaar verkocht wordt, is de liquidatiepreferentie € 2,8 miljoen ( $LP = € 2 \text{ miljoen} + 8\% * € 2 \text{ miljoen} * 5 = € 2,8 \text{ miljoen}$ ). In dit geval zal de investeerder zijn preferente aandelen pas omzetten naar gewone aandelen als het bod van de koper meer dan € 14 miljoen bedraagt.<sup>44</sup> Wat opvalt is dat de durfinvesteerder geen financiële prikkel heeft om een hoger bod te zoeken zolang  $LP \geq O > O_0$ . Zijn opbrengst blijft immers € 2,8 miljoen. Daarentegen zal de ondernemer die gewone aandelen houdt er juist groot belang bij hebben om ervoor te zorgen dat  $O > LP$ . Gezien deze belangentegenstelling zal de durfinvesteerder graag drag along-rechten bedingen om zeggenschap te hebben over de Exit-beslissing (zie hierover verder par. 4.4).

43 Waarbij men uitgaat van een *pro rata parte* indien de durfinvesteerder zijn aandelen omzet in gewone aandelen.

44 Immers, het belang van de durfinvesteerder is 20% en deze investeerder zal alleen vanaf deze opbrengst minstens € 2,8 miljoen verdienen als gewone aandeelhouder ( $O_0 = € 2,8 \text{ miljoen} / 20\% = € 14 \text{ miljoen}$ ).

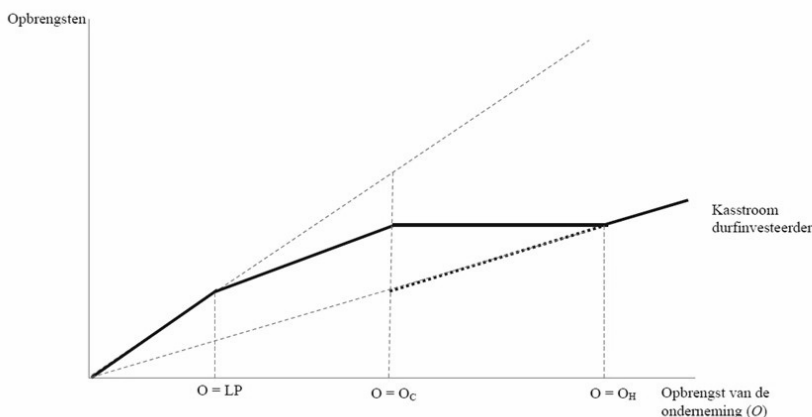
### 3.1.3 *Participating en non-participating preferente aandelen*

Durfinvesteerdere kunnen participating preferente aandelen en non-participating preferente aandelen bedingen. Non-participating preferente aandelen geven enkel recht op de overeengekomen liquidatiepreferentie en geen recht om mee te delen in de winst die overblijft na uitkering van de liquidatiepreferentie zonder omzetting. Participating preferente aandelen daarentegen geven na ontvangst van de liquidatiepreferentie ook recht op het delen in de opbrengst met gewone aandeelhouders als  $O < O_c$ . Dit vermindert het belangenconflict tussen durfinvesteerdere en gewone aandeelhouders met betrekking tot de kasstroomrechten tot op zekere hoogte, maar leidt ook tot een grotere ongelijke verdeling tussen de twee partijen. Als we uitgaan van bovenstaand voorbeeld, dan ontvangt de durfinvesteerdere met participating preferente aandelen bij een totale verkoopopbrengst van € 14 miljoen meer dan 36% van deze opbrengst. Eerst ontvangt hij namelijk zijn liquidatiepreferentie van € 2,8 miljoen en daarnaast ontvangt hij nog 20% van het restant van de verkoopopbrengst (€ 14 miljoen minus de € 2,8 miljoen preferentie), zijnde een bedrag van € 2.240.000. In totaal ontvangt de durfinvesteerdere met participating preferente aandelen in dit voorbeeld dus € 5.040.000, wat neerkomt op 36% van de verkoopopbrengst.

In veel gevallen worden bij zeer hoge opbrengsten de preferente aandelen automatisch omgezet naar gewone aandelen door een limiet (een 'cap') te plaatsen op de liquidatiepreferentie. Dit betekent dat zodra  $O \geq O_c$  is (waarbij  $O_c$  de cap is op de opbrengst van de onderneming), er een automatische omzetting plaatsvindt en de durfinvesteerdere gewone aandelen verkrijgt. Deze regeling is vooral bedoeld om ondernemers te belonen voor de hoge liquidatiewaarde  $O_c$ . Echter, zonder aanpassing zou deze regeling leiden tot een discrete daling in de kasstroom van de investeerdere zodra  $O \geq O_c$  (aangeduid met de stippellijn in figuur 2). Alhoewel dit voordelig is voor de ondernemer, zal de durfinvesteerdere hierdoor juist een financieel belang krijgen om het bod van de verkrijgende partij te verlagen tot net onder  $O_c$ . Dit conflict kan worden voorkomen door de uitbetalingen rond de cap te egaliseren (zoals de zwarte lijn in figuur 2 laat zien). De durfinvesteerdere krijgt dan nog zijn preferente rechten die de liquidatiepreferentie en de participatie tot aan  $O_c$  omvatten. Dit is het geval totdat  $O = O_H$ ; vanaf dat moment zal de totale opbrengst van de onderneming hoog genoeg zijn en zal er daadwerkelijk een omzetting naar gewone aandelen plaatsvinden.<sup>45</sup>

45 Da Rin & Hellmann 2021.

**Figuur 2** De waarde van de onderneming en opbrengsten voor de durfinvesteerder met een cap



Door converteerbare preferente aandelen met liquidatievoorkeuren te verstrekken kan het informatieprobleem voorafgaand aan de investering (*adverse selection*) in ieder geval gedeeltelijk worden weggenomen, aangezien ondernemers door het accepteren van preferente aandelen een geloofwaardig signaal kunnen afgeven dat hun onderneming meer waard is dan de liquidatiepreferentie van de durfinvesteerder.<sup>46</sup> De durfinvesteerder op zijn beurt kan de *lemons* filteren,<sup>47</sup> omdat ondernemers van start-ups met lager groeipotentieel minder geneigd zijn de voorwaarden te accepteren. Na de investering kunnen deze aandelen ondernemers stimuleren om de waarde van hun start-up te vergroten. Omdat ondernemers gewone aandelen hebben, profiteren ze proportioneel van positieve bedrijfsresultaten, waardoor ze een sterke stimulans hebben om de waarde van de start-up te vergroten.<sup>48</sup> Bovendien willen ze uiteraard graag dat de durfinvesteerder zijn preferente aandelen omzet.

Preferente aandelenstructuren kunnen echter ook preferred opportunism aanwakkeren.<sup>49</sup> Zo kunnen durfinvesteerders geneigd zijn om veiligere strategieën met lagere risico's te kiezen, zelfs als dit de totale waarde van de onderneming vermindert. Dit komt doordat indien de start-up een waarde bereikt die gelijk is aan de

46 W.A. Sahlman, The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of Financial Economics* (27) 1990, afl. 2, p. 473-521. Anderzijds kan een (te) hoge liquidatiepreferentie ook het probleem van 'debt overhang' versterken: in situaties waarin de waarde van de onderneming een stuk lager ligt dan de liquidatiepreferentie zullen ondernemers niet voldoende gemotiveerd zijn. Zie hierover bijv. N. Christopoulos, Liquidation preference in private equity, *Ondernemingsrecht* 2005, afl. 14, p. 481.

47 G.A. Akerlof, The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* (84) 1970, afl. 3, p. 488-500.

48 Sahlman 1990.

49 Fried & Ganor 2006.

liquidatiepreferentie, de durfinvesteerders (met name die met non-participating preferente aandelen) minder profiteren van waardestijgingen dan ze verliezen bij waardeverminderingen vanwege hun liquidatiepreferentie. Dienovereenkomstig geven zulke durfinvesteerders vaak de voorkeur aan een snelle Exit, zelfs als het voortzetten van de start-up als onafhankelijke onderneming een hogere verwachte waarde heeft.<sup>50</sup> Hierin spelen bedongen drag along-rechten die de ondernemer kunnen dwingen om zijn aandelen ook te verkopen aan een derde partij een belangrijke rol (zie hierover verder par. 4.4).

### 3.2 *Financieringsrondes en antiverwateringsrechten*

Gefaseerde financiering, oftewel *staged financing*, zoals gebruikelijk in venture capital, is het proces waarbij ondernemingen in meerdere rondes financiering ophalen bij investeerders. Deze verschillende rondes worden aangeduid als Series A, Series B enzovoort. In dit proces zijn er conflicterende belangen. Ondernemers en vroege aandeelhouders willen soms grotere financieringsrondes uitstellen in de hoop dat de waardering van de onderneming zal stijgen, waardoor nieuwe investeerders een kleiner belang krijgen. Dit brengt echter ook risico's met zich mee, zoals verslechterende marktomstandigheden, waardoor financiering riskanter wordt. Neem de volgende situatie: een durfinvesteerder doet een aanbod van een investering van € 2 miljoen, gebaseerd op een *pre-money* waardering van € 3 miljoen.<sup>51</sup> De vennootschap heeft momenteel 7 miljoen uitstaande aandelen. Zonder het gebruik van meerdere investeringsrondes zal de aandelenprijs die de durfinvesteerder moet betalen voor zijn aandelen  $\text{€ } 3 \text{ miljoen} / 7 \text{ miljoen aandelen} = \text{€ } 0,43$  per aandeel bedragen. Het aantal aandelen dat wordt uitgegeven aan de durfinvesteerder is  $\text{€ } 2 \text{ miljoen} / \text{€ } 0,43 \text{ per aandeel} = 4,67 \text{ miljoen aandelen}$  (afgerond), oftewel een circa 40%-belang in de vennootschap. Stel nu dat de investering plaatsvindt in twee investeringsrondes van ieder € 1 miljoen. Hierbij gaan we ervan uit dat de vennootschap haar mijlpalen heeft behaald en dat hierdoor de aandelenprijs in de tweede ronde stijgt naar € 0,60. De durfinvesteerder krijgt nu 'slechts' 4 miljoen aandelen, en daardoor een kleiner belang:

- ronde 1:  $\text{€ } 1 \text{ miljoen} / \text{€ } 0,43 \text{ per aandeel} = 2,33 \text{ miljoen aandelen}$  (afgerond);
- ronde 2:  $\text{€ } 1 \text{ miljoen} / \text{€ } 0,60 \text{ per aandeel} = 1,67 \text{ miljoen aandelen}$  (afgerond).

Het proces van meerdere financieringsrondes kan ook worden gestructureerd als mijlpaalfinanciering, waarbij het totaalbedrag en de aandelenprijs van tevoren worden vastgesteld en verdeeld in tranches (meestal twee), vaak met een automatische investering bij het bereiken van mijlpalen. De aandelenprijs van de tweede tranche is meestal hetzelfde als die van de eerste, maar ligt vaak hoger dan bij een volledige financiering in één ronde, omdat het risico voor de durfinvesteerder lager is. In vergelijking met meerdere financieringsrondes vereenvoudigt mijlpaalfinanciering het proces omdat de dealstructuur voor de tweede tranche al is opgezet,<sup>52</sup>

50 Fried & Ganor 2006.

51 'Pre-money' betekent letterlijk de waardering vóór een investeringsronde. 'Post-money' is de waardering na een investeringsronde.

52 Da Rin & Hellmann 2021.

maar het kan ook onzekerheid met zich meebrengen voor toekomstige financiering en leiden tot heronderhandelingen als mijlpalen niet worden bereikt.<sup>53</sup>

### 3.2.1 Verwatering

Hoewel gefaseerde financiering investeerders beschermt tegen verliezen en hun opties openhoudt,<sup>54</sup> brengen deze structuren ook conflicten tussen bestaande en nieuwe aandeelhouders met zich mee. Verwatering (of *dilution*) verwijst naar het afnemen van het belang van bestaande aandeelhouders wanneer er additionele aandelen worden uitgegeven en bestaande aandeelhouders zelf niet pro rata deze aandelen verkrijgen. Het kan twee belangrijke nadelen voor de zittende aandeelhouders tot gevolg hebben.<sup>55</sup> Ten eerste kan verwatering invloed hebben op hun zeggenschapsrechten. Omdat het totale aantal uitstaande aandelen toeneemt, daalt het relatieve stemrecht van de bestaande aandeelhouders, tenzij de statuten worden aangepast.<sup>56</sup> Zo kan het voorkomen dat een aandeelhouder met een belang van 20% na een aandelenuitgifte nog maar een belang heeft van 15%. Indien in de statuten en/of de aandeelhoudersovereenkomst is overeengekomen dat bepaalde aandeelhoudersbesluiten slechts kunnen worden genomen met een gekwalificeerde meerderheid van meer dan 80%, dan verliest de betreffende aandeelhouder door deze aandelenuitgifte zijn blokkerende stem en zorgt de aandelenuitgifte dus voor een machtsverschuiving binnen de vennootschap. Ten tweede kan verwatering leiden tot waardevermindering voor bestaande aandeelhouders, afhankelijk van de prijs waartegen nieuwe aandelen worden uitgegeven. Als de uitgifteprijs gelijk is aan of hoger dan de prijs die de huidige aandeelhouders hebben betaald, is er geen waardeverlies. Maar als de uitgifteprijs lager is, worden de aandelen van bestaande aandeelhouders minder waard. Indien er in een financieringsronde aandelen worden uitgegeven tegen een lagere uitgifteprijs dan de prijs die de durfinvesteerder heeft betaald, dan spreekt men over een *down round*.<sup>57</sup>

Om durfinvesteerders te beschermen tegen de negatieve gevolgen van een *down round* kunnen aandeelhouders antiverwateringsrechten bedingen, die in de statuten en/of de aandeelhoudersovereenkomst worden opgenomen.<sup>58</sup> We bespreken hieronder eerst de antiverwateringsrechten die durfinvesteerders beogen te compenseren voor het geval dat tijdens een nieuwe financieringsronde blijkt dat de durfinvesteerder een te hoge aandelenprijs heeft betaald bij een eerdere financie-

53 E.J.D. Mutsaers, Venture-capitalfinanciering: US-terms in de NL-praktijk, Ondernemingsrecht 2020/149.

54 Da Rin & Hellmann 2021.

55 Merk op dat een ander nadelig effect van een aandelenuitgifte (en niet zozeer van de daaropvolgende verwatering) is dat een aandeelhouder geconfronteerd kan worden met een ongewenste nieuwe medeaandeelhouder.

56 Zie art. 2:228 lid 2 en 3 BW.

57 Da Rin & Hellmann 2021.

58 Zie voor een overzicht van de verschillende antiverwateringsrechten M. Brons, Bescherming tegen verwatering, MvO 2020, afl. 5-6, p. 150-158. Brons geeft in zijn artikel overigens terecht aan dat de term 'antiverwatering' wat onzuiver is omdat antiverwateringsrechten niet in alle gevallen voorkomen dat het belang van de zittende aandeelhouder verwatert, maar enkel het waardeverlies mitigeren of voorkomen.



ringsronde. Dit soort rechten worden vaak contractueel (in aandeelhoudersovereenkomsten) geregeld en staan bekend als antiverwateringsclausules. Er bestaan verschillende categorieën antiverwateringsclausules: *full-ratchet* of *weighted average*-antiverwateringsclausules, waarbij de laatste categorie weer kan worden onderverdeeld in *broad-based* en *narrow-based* clausules. De antiverwateringsclausules beogen de durfinvesteerder te beschermen tegen tegenvallende toekomstige financieringsrondes waarbij de uitgifteprijs lager is dan die door de durfinvesteerder is betaald. Meer in het bijzonder zorgen antiverwateringsclausules ervoor dat de aandelenprijs die de durfinvesteerder heeft betaald naar beneden wordt aangepast in het geval er sprake is van een down round. De verschillen tussen de categorieën van antiverwateringsclausules zijn gelegen in hoe hoog die aanpassing is en daardoor welke bescherming de durfinvesteerder geniet.

De meest vergaande antiverwateringsclausule is de *full-ratchet* bepaling. Deze bepaling levert de meeste bescherming op voor de durfinvesteerder die dit recht heeft bedongen, aangezien bij deze bepaling de uitgifteprijs die de durfinvesteerder heeft betaald volledig wordt aangepast naar de lagere aandelenprijs in de down round. De aanpassing van de oorspronkelijke uitgifteprijs ( $P_{\text{oud}}$ ) naar de lagere uitgifteprijs ( $P_{\text{nieuw}}$ ) vindt plaats doordat er een dusdanig aantal nieuwe aandelen wordt uitgegeven aan de durfinvesteerder dat de totale door hem betaalde uitgifteprijs gelijk is aan  $P_{\text{nieuw}}$ , die geldt in de down round.<sup>59</sup> Waar deze bepaling voor de durfinvesteerder de meeste bescherming biedt, zorgt de *full-ratchet* bepaling voor de meeste pijn bij de aandeelhouder die dit recht tegen zich moet laten gelden (vaak de ondernemer en vroege investeerders). De uitoefening van een *full-ratchet* antiverwateringsclausule kan een nadelig effect hebben op het succes van de start-up indien het belang van de ondernemer significant kleiner wordt en de belangen van de ondernemer en durfinvesteerder uit elkaar gaan lopen; de ondernemer zal namelijk door zijn significant afgenomen aandelenbelang minder gemotiveerd zijn om van de start-up een succes te maken. Bij een *weighted average*-clausule wordt  $P_{\text{oud}}$  niet volledig aangepast naar  $P_{\text{nieuw}}$ , maar naar een prijs die ergens tussen deze twee prijzen in ligt. Doordat de prijs niet volledig wordt aangepast naar  $P_{\text{nieuw}}$ , is het aantal additioneel uit te geven aandelen ook lager, en is de verwatering bij de aandeelhouders die dit recht tegen zich moeten laten gelden ook lager.<sup>60</sup>

### 3.2.2 *Antiverwateringsclausules toegepast*

Ter illustratie het volgende voorbeeld: twee jaar geleden ontving bv X een investering van € 3 miljoen van venture capitalist VC A, met een pre-money waardering van € 9 miljoen.<sup>61</sup> Destijds waren er al 4,5 miljoen aandelen uitgegeven, wat neer-

59 Indien er sprake is van een Nederlandse bv, dan zal de verkrijger van deze aandelen op grond van art. 2:191 BW de nominale waarde van deze aandelen moeten storten. De durfinvesteerder zal niet bereid zijn om dit te doen, aangezien zij juist gecompenseerd wil worden. Om dit probleem te adresseren zal in de antiverwateringsclausule opgenomen moeten worden dat de nominale waarde van de additioneel uit te geven aandelen zal worden volgestort ten laste van de agioreserve van de vennootschap.

60 Mutsaers 2020.

61 De post-money waardering is dan € 12 miljoen.

kwam op € 2 per aandeel. VC A verkreeg 1,5 miljoen aandelen en verwierf een belang van 25%; de ondernemers hielden 75% (oftewel 4,5 van 6 miljoen aandelen). Nu staat bv X op het punt om een nieuwe investeringsronde te lanceren, waarin de onderneming een investering van € 2 miljoen wil verkrijgen. VC B, de nieuwe investeerder, waardeert bv X op € 10 miljoen voorafgaand aan deze nieuwe investering van € 2 miljoen. De nieuwe situatie is nu afhankelijk van de antiverwateringsclausule die VC A heeft bedongen. De aandelenprijs voor ronde 2 wordt berekend door de nieuwe waardering (€ 10 miljoen) te delen door het totale aantal uitgegeven aandelen voorafgaand aan de nieuwe investering (6 miljoen aandelen). Dit komt neer op een lagere aandelenprijs van € 1,67 per aandeel.

Zonder antiverwateringsclausule zal VC A een belang van 20,8% krijgen, terwijl de ondernemer 62,5% behoudt. De nieuwe investeerder, VC B, verkrijgt immers 1,2 miljoen aandelen voor zijn investering van € 2 miljoen.<sup>62</sup> Indien VC A een full-ratchet-clausule heeft bedongen, wordt hij volledig gecompenseerd voor de lagere waardering van bv X. VC A krijgt nu een aandelenbelang van (afgerond) 1,8 miljoen aandelen (€ 3 miljoen / € 1,67 per aandeel), en dus 300.000 extra aandelen.

Nu bekijken we het scenario waarin VC A een broad-based weighted average-clausule heeft bedongen. Hierbij wordt een gewogen gemiddelde berekend van de nieuwe aandelenprijs en de oude aandelenprijs. Deze clausule is een stuk vriendelijker voor de aandeelhouders die erdoor geraakt worden dan de full-ratchet clausule. Zie hieronder de berekening van het gewogen gemiddelde waarbij alle uitgegeven aandelen worden meegenomen in de berekening (broad-based):<sup>63</sup>

$$WA_{bb} = \frac{S_{GK} + \frac{I_{nieuw}}{P_{oud}}}{S_{GK} + \frac{I_{nieuw}}{P_{nieuw}}} \quad (3)$$

In deze formule staat  $WA_{bb}$  voor de wegingsfactor van een 'broad-based weighted average',  $S_{GK}$  voor het aantal aandelen in het geplaatst kapitaal voorafgaand aan de investering,  $I_{nieuw}$  voor de nieuwe investering,  $P_{nieuw}$  voor de aandelenprijs van deze nieuwe investering, en  $P_{oud}$  voor de aandelenprijs die deze bestaande investeerder heeft betaald. Het aantal extra aandelen dat VC A moet verkrijgen, wordt dan als volgt berekend:

- 1 De aandelenprijs die deze investeerder heeft betaald, moet worden vermenigvuldigd met de wegingsfactor  $WA_{bb}$ .
- 2 Het initiële bedrag dat door de investeerder is geïnvesteerd, moet worden gedeeld door de uitkomst van de som onder 1 (dat is de nieuwe uitgifteprijs).

62 Immers, de aandelenprijs *pre-money* in de nieuwe investeringsronde is € 10 miljoen / 6 miljoen aandelen = € 1,67 per aandeel (afgerond).

63 Naar Da Rin & Hellmann 2021, hoofdstuk 9.

- 3 Het huidige aantal door de investeerder gehouden aandelen moet worden afgetrokken van het aantal onder 2.<sup>64</sup>

Ad 1.

$$€ 2 * \frac{6 \text{ miljoen} + \left(\frac{2 \text{ miljoen}}{€ 2,00}\right)}{6 \text{ miljoen} + \left(\frac{2 \text{ miljoen}}{€ 1,67}\right)} = € 1,94.$$

Ad 2. € 3.000.000 / € 1,94 = 1.542.343.

Ad 3. 1.542.343 – 1.500.000 = 42.343 extra aandelen.

Kortom, antiverwateringsbescherming zal het belang van de ondernemers in de start-up verkleinen ten bate van de zittende investeerders. Daarnaast zullen investeerders in een Series B-financieringsronde ook antiverwateringsbescherming bedingen als zij deze rechten ook hebben gekregen in de Series A-financieringsronde. Dit geldt overigens ook voor (meervoudige) liquidatiepreferenties en andere financiële en zeggenschapsrechten. Hoe beter de Series A-investeerders zijn beschermd, hoe moeilijker de onderhandelingen zullen zijn in de volgende rondes. Een complicerende factor hier is dat sommige VC-investeerders in meerdere rondes zullen investeren, hetgeen ook belangentegenstellingen tussen investeerders binnen één aandelenklasse zal opleveren. Deze conflicten kunnen worden aangeduid als *preferred-preferred* conflicten.<sup>65</sup>

### 3.2.3 Andere mogelijkheden

Naast contractuele antiverwateringsclausules kunnen durfinvesteerders zich op andere manieren beschermen tegen verwatering. Een zeer krachtig recht om verwatering tegen te gaan, is door statutair of contractueel vast te leggen dat het besluit tot aandelenuitgifte enkel kan worden genomen met de instemming van de zittende aandeelhouder. Hierdoor heeft de zittende aandeelhouder in feite een vetorecht<sup>66</sup> om elke toekomstige aandelenuitgifte te blokkeren. Dit wordt echter meestal als zeer onaantrekkelijk beschouwd voor andere (toekomstige) aandeelhouders en zal daarom in de praktijk niet snel worden geaccepteerd. Naast dit verregaande recht hebben zittende aandeelhouders op grond van art. 2:206a BW een voorkeursrecht bij iedere uitgifte van aandelen (of rechten tot verkrijging daarvan). Dit voorkeursrecht kan echter statutair worden uitgesloten of per geval worden uitgesloten door het orgaan dat bevoegd is om te beslissen over een aandelenuitgifte. Het voorkeursrecht is voor durfinvesteerders echter minder relevant,

64 Bij het toepassen van een zogenaamde narrow-based weighted average-clausule wordt geen rekening gehouden met alle aandelen die geplaatst zijn voorafgaand aan de investeringsronde, maar met een beperkter aantal (zoals bijv. het aantal aandelen dat door de durfinvesteerder wordt gehouden). Hoe lager dit aantal, hoe beter de bescherming voor de durfinvesteerder die dit recht heeft bedongen. Resumerend biedt de full-ratchet clausule de durfinvesteerder de meeste bescherming, daarna de narrow-based clausule en dan de broad-based clausule.

65 Pollman 2019.

66 Eigenlijk gaat het hierbij dus om een zeggenschapsrecht.

omdat houders van preferente aandelen in beginsel geen voorkeursrechten hebben bij de uitgifte van gewone aandelen.<sup>67</sup>

### 3.3 *Redemption rights*

Een ander recht dat durfinvesteerdere in sommige gevallen bedingen en we willen uitlichten, is het zogenaamde *redemption right*, oftewel een terugkoopregeling. Dit recht houdt in dat de durfinvesteeder de aandelen die hij bezit in de vennootschap kan laten terugkopen door de vennootschap tegen een vooraf overeengekomen prijs. Durfinvesteerdere bedingen dit recht voor situaties waarin de investering in de vennootschap niet het verwachte rendement oplevert en er geen mogelijkheid is voor een snelle Exit. Het terugkooprecht is belangrijk voor durfinvesteerdere, aangezien veel investeringsfondsen een beperkte investeringshorizon hebben en ze op deze manier hun geld nog voor het einde van het fonds kunnen herinvesteren.<sup>68</sup> Voor de vennootschap en de ondernemer is de uitoefening van het terugkooprecht echter ongewenst, omdat dit kan leiden tot een uitstroom van contanten uit de vennootschap. In de beginfase van jonge ondernemingen is vaak juist extra kapitaal nodig om groei te realiseren. Bovendien kan de uitoefening van het terugkooprecht ook leiden tot liquiditeitsproblemen voor de vennootschap, aangezien het benodigde geld meestal niet direct beschikbaar is, wat kan resulteren in de noodzaak om extra financiering aan te trekken om de investeeder uit te kopen. Sinds de invoering van het nieuwe bv-recht is de inkoop van aandelen door de bv een stuk flexibeler geworden (zie art. 2:207 BW).<sup>69</sup> Een inkoop van aandelen is op grond van art. 2:207 lid 2 BW alleen toegestaan indien de vennootschap voldoende vrij uitkeerbaar vermogen heeft en zij na de beoogde terugkoop kan blijven voortgaan met de betaling van haar opeisbare schulden.

## 4 Zeggenschapsrechten

Naast het bedingen van financiële rechten kunnen durfinvesteerdere zich ook beschermen tegen risico's zoals opportunistisch gedrag van ondernemers door bepaalde zeggenschapsrechten te bedingen. In deze paragraaf bespreken we een aantal van deze zeggenschapsrechten die vaak door durfinvesteerdere worden bedongen, waaronder het recht om instructies te geven en om bepaalde beslissingen te blokkeren, het recht om bestuurders, commissarissen of *board observers*<sup>70</sup> te benoemen, het recht op informatie en drag along- en tag along-rechten.

### 4.1 *Instructierecht en goedkeuringsrechten*

Durfinvesteerdere investeren met het door hen opgehaalde kapitaal in bv's en nv's. Het geïnvesteerde kapitaal wordt door deze ondernemingen gebruikt om verdere

67 De statuten kunnen echter anders bepalen. Zie art. 2:206a lid 2 BW.

68 Da Rin en Hellmann stellen dat *redemption rights* ook worden gebruikt om druk uit te oefenen; vooral de dreiging om deze rechten te gebruiken kan een stimulans geven om actief op zoek te gaan naar een Exit-mogelijkheid. Da Rin & Hellmann 2021.

69 Bovendien is art. 2:207c BW komen te vervallen.

70 W. Peters, De board observer in de Nederlandse vennootschap, *MvO* 2022, afl. 10-11, p. 259-271.

groei te realiseren. Het bestuur van de ondernemingen is bevoegd om het door de durfinvesteerder geïnvesteerde kapitaal aan te wenden om het doel van de onderneming te verwezenlijken. Durfinvesteerders willen dat het door hen geïnvesteerde kapitaal zo goed mogelijk wordt aangewend, terwijl de ondernemer/het bestuur zo veel mogelijk vrijheid wenst om zijn taak uit te oefenen.<sup>71</sup> Er zal een balans moeten worden gevonden tussen de vrijheid van de ondernemer en de wens om preferred opportunism te voorkomen enerzijds, en de wens van de durfinvesteerder om controle te houden over het door hem geïnvesteerde vermogen en entrepreneur opportunism te voorkomen anderzijds. In de uitoefening van zijn taak is het bestuur van een Nederlandse bv namelijk autonoom.<sup>72</sup> Dit houdt in dat het bestuur bij het uitoefenen van zijn bestuurstaak geen instructies van andere vennootschapsorganen dient te aanvaarden, zolang het bestuur zijn taak uitoefent binnen de grenzen van de wet en de statuten. In de Cancun-beschikking werd de bestuursautonomie in besloten verhoudingen benadrukt. Wel is het met de invoering van de flex-bv in art. 2:239 lid 4 BW mogelijk gemaakt om een statutair instructierecht op te nemen dat het bestuur verplicht instructies van een ander orgaan op te volgen, waarbij het onderscheid tussen algemene en concrete aanwijzingen is komen te vervallen.<sup>73</sup> Onder orgaan van de vennootschap wordt verstaan de AV, de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, het bestuur, de raad van commissarissen en de gemeenschappelijke vergadering van het bestuur en de raad van commissarissen.<sup>74</sup> De instructie kan alleen worden genegeerd wanneer zij in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De instructiebevoegdheid verandert niets aan de verdeling van bevoegdheden tussen de organen, aangezien het bestuur altijd de mogelijkheid behoudt om, met verwijzing naar het vennootschappelijk belang, de instructie te negeren.<sup>75</sup>

Naast gebruik van het instructierecht (met als ondergrens het vennootschappelijk belang) kunnen bij of krachtens de statuten bepaalde bestuursbesluiten worden aangewezen die aan de goedkeuring van een ander orgaan van de vennootschap zijn onderworpen.<sup>76</sup> In de aandeelhoudersovereenkomst en/of de statuten van de start-up wordt vaak een lijst opgenomen met bestuursbesluiten die zijn onderworpen aan de voorafgaande goedkeuring van een ander orgaan van de vennootschap, zoals de AV (de *reserved matters*). Ingevolge art. 2:189a BW wordt onder een orgaan

71 We laten bestuurders die zijn aangewezen door durfinvesteerders even buiten beschouwing.

72 HR 21 januari 1955, ECLI:NL:HR:1955:AG2033, NJ 1959/43 (Forumbank); HR 13 juli 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434 (ABN AMRO); HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544 (ASMI); HR 20 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652, NJ 2018/331 (Fugro). Zie ook Hof Amsterdam (OK) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965, JOR 2017/261 (AkzoNobel).

73 Vóór de vereenvoudiging van het bv-recht was het mogelijk om een statutair instructierecht te hebben, maar deze instructies moesten beperkt blijven tot algemene beleidsrichtlijnen die waren gespecificeerd in de statuten. Met de aanpassingen is het onderscheid tussen algemene en specifieke instructies weggefallen. M. Olaerts, *Instructiebevoegdheid en bestuursautonomie*, WPNR 2022, afl. 7389, p. 751-763.

74 Art. 2:189a BW.

75 Olaerts 2022.

76 Art. 2:239 lid 3 BW.

van de vennootschap ook verstaan de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding.<sup>77</sup> de statuten kunnen dus ook bepalen dat deze rechten toekomen aan de vergadering van preferente aandelen. Deze rechten zijn voor een VC-investeerder van belang indien zij geen of geen controlerende positie heeft in het bestuur van de start-up. Bij het redigeren van de lijst met reserved matters moet men in ogenschouw houden dat de beperking van de bestuursautonomie niet zodanig mag zijn dat de bestuursbevoegdheid volledig wordt uitgehouden.<sup>78</sup>

Hierboven hebben wij behandeld hoe durfinvesteerders hun invloed uit kunnen oefenen op het bestuur van de start-up: enerzijds door het gebruik maken van een instructierecht en anderzijds door bepaalde bestuursbesluiten te onderwerpen aan de goedkeuring van een ander orgaan van de vennootschap. Zoals we in de inleiding hebben beschreven, nemen durfinvesteerders vaak een minderheidsbelang in de vennootschap, waardoor de durfinvesteerder geen controlerende stem heeft in de AV. Om haar positie als minderheidsaandeelhouder te beschermen zal de durfinvesteerder moeten verlangen dat bepaalde besluiten door de AV enkel genomen worden in een vergadering waarin het gehele geplaatste kapitaal aanwezig of vertegenwoordigd is (quorumeis), met een gekwalificeerde meerderheid die zo hoog is dat de durfinvesteerder altijd voor het besluit moet stemmen (meerderheidseis). Hierdoor krijgt de durfinvesteerder *de facto* dus een vetorecht ten aanzien van deze besluiten. Een andere manier waarop de positie van de durfinvesteerder als minderheidsaandeelhouder beschermd kan worden, is door (1) bepaalde besluiten van de algemene vergadering te onderwerpen aan de voorafgaande goedkeuring van de vergadering van preferente aandelen (die wordt gecontroleerd door de durfinvesteerder) en/of (2) bepaalde besluiten te delegeren aan deze soortvergadering.

#### 4.2 Informatierechten

De durfinvesteerder (als principaal) en de ondernemer (als agent) beschikken vaak niet over dezelfde informatie. Deze informatieasymmetrie kan nadelige gevolgen hebben voor zowel de durfinvesteerder als de ondernemer. Durfinvesteerders kunnen informatierechten bedingen om de informatieasymmetrie te verkleinen. Op grond van art. 2:217 BW dienen het bestuur en de raad van commissarissen alle verlangde inlichtingen te verschaffen aan de AV, tenzij een zwaarwichtig belang van de vennootschap zich daartegen verzet. Uit de ASMI-beschikking van de Hoge Raad<sup>79</sup> volgt dat dit een recht van de AV is en niet van individuele aandeelhouders buiten de AV. Alhoewel individuele aandeelhouders het recht hebben om tijdens de AV vragen te stellen,<sup>80</sup> hebben zij buiten AV's geen specifiek recht op informatie.

77 Sinds de invoering van de flex-bv kennen we ook de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde aanduiding naast de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort. In art. 2:201 lid 3 BW is bepaald dat de statuten kunnen bepalen dat aan aandelen van een bepaalde soort of aanduiding bijzondere rechten als in de statuten omschreven inzake de zeggenschap in de vennootschap zijn verbonden.

78 Kamerstukken II 1998/99, 26277, nr. 3, p. 11.

79 HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976, NJ 2010/544, m.nt. P. van Schilfgaarde (ASMI).

80 Voor nv's volgt dit ook uit de Aandeelhoudersrichtlijn.

Aangezien een durfinvesteerder dus niet kan terugvallen op een wettelijk recht op informatie, zal hij deze rechten contractueel overeen moeten komen met de vennootschap.

#### 4.3 *Benoemingsrechten*

Sinds de vereenvoudiging van het bv-recht is het mogelijk om in de statuten aan de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding het recht toe te kennen om een of meer bestuurders rechtstreeks te benoemen.<sup>81</sup> Hierdoor is het mogelijk geworden om voor een VC-investeerder een aparte soort aandelen te creëren in de statuten en aan die soort aandelen het recht te geven om een of meer bestuurders te benoemen. Hoewel deze door de VC-investeerder benoemde bestuurders zich bij het vervullen van hun taak moeten richten op het vennootschappelijk belang, zullen zij bij de uitoefening van hun taak (en het uitoefenen van hun stemrecht) uiteraard de belangen van de VC-investeerder laten meewegen. Een ander fenomeen, dat is overgewaaid vanuit de Anglo-Amerikaanse praktijk, is dat VC-investeerders het recht bedingen om een board observer te benoemen. Een board observer is een persoon die formeel geen zitting heeft in het bestuur van een onderneming (en dus ook niet stemgerechtigd is), maar slechts toevoerder is. Het recht om een board observer te benoemen vindt geen wettelijke basis in het Nederlandse recht, maar wordt vaak uitgewerkt in de aandeelhoudersovereenkomst. De redenen voor het benoemen van board observers in plaats van bestuurders zijn uiteenlopend. Een van de redenen is het voorkomen van mogelijke bestuurdersaansprakelijkheid. Board observers zijn geen bestuurder en lopen in beginsel dus ook niet het risico op bestuurdersaansprakelijkheid, tenzij ze kunnen worden aangeduid als feitelijk beleidsbepalers (zie art. 2:248 lid 7 BW). Een andere reden kan zijn dat het belang van de durfinvesteerder te klein is om een positie in het bestuur te rechtvaardigen. In die gevallen kan de benoeming van een board observer uitkomst bieden.<sup>82</sup>

#### 4.4 *Drag along- en tag along-rechten*

Zoals eerder aangegeven, streven durfinvesteerders naar een Exit om zo hun investeringen terug te verdienen en winst te genereren voor hun investeerders. Zo'n Exit moet plaatsvinden binnen de looptijd van het beleggingsfonds en het liefst resulteren in een zo hoog mogelijk rendement. Gezien het grote belang van een goede Exit voor durfinvesteerders willen zij zo veel mogelijk invloed hebben op c.q. controle houden over dit moment. Een van de manieren waarop durfinvesteerders deze invloed en controle bewerkstelligen, is door het bedingen van zogenaamde contractuele drag along- en tag along-rechten. Een drag along-recht (ook wel een 'meesleprecht' genoemd) voor een durfinvesteerder houdt in dat een durfinvesteerder het recht heeft om haar medeaandeelhouders te verplichten om mee te verkopen bij een Exit-moment. Een tag along-recht voor een durfinvesteerder

81 Art. 2:242 lid 1 BW. Merk op dat dit artikel bepaalt dat iedere aandeelhouder met stemrecht moet kunnen deelnemen aan de besluitvorming inzake de benoeming van ten minste één bestuurder.

82 Zie Peters 2022 en H. de Vries, M. van Loon & S. Mol, *Venture capital deal terms*, Den Haag: HMS Media Vof 2016, p. 97.



houdt in dat de durfinvesteerder zijn medeaandeelhouders kan verplichten om bij een verkoop van de door die aandeelhouder(s) gehouden aandelen de aandelen van de durfinvesteerder mee te verkopen. Het uitoefenen van een drag along-recht door de houders van (participating) preferente aandelen kan voor de houders van gewone aandelen verstreckende gevolgen hebben bij een tegenvallende Exit, namelijk dat zij een uitkering ontvangen die heel laag of zelfs nihil is.<sup>83</sup> Omdat de uitoefening van het drag along-recht verstreckende gevolgen kan hebben voor de houders van de gewone aandelen, worden er in de praktijk door de houders van de gewone aandelen vaak voorwaarden verbonden aan de uitoefening van dit recht door de durfinvesteerder.<sup>84</sup>

## 5 Afsluitende opmerkingen voor deel 1

De relaties tussen durfinvesteerders en ondernemers zijn buitengewoon complex. In de vorige paragraaf hebben we gezien dat ondernemers en durfinvesteerders vaak tegenstrijdige belangen hebben, die kunnen leiden tot speciale contractuele regelingen en preferred opportunism-kosten. Zo willen ondernemers graag veel vrijheid genieten bij het laten groeien van hun start-up. Durfinvesteerders willen op hun beurt zo veel mogelijk flexibiliteit en vrijheid om in hun complexe contractuele behoeften te voorzien, met het oog op controle houden op het door hen geïnvesteerde vermogen en entrepreneur opportunism te voorkomen, hetgeen tot preferred opportunism-kosten kan leiden. In de inleiding benoemden wij dat de Nederlandse overheid actief een rol kan spelen in het creëren van een gunstig vestigingsklimaat voor zowel start-ups als durfinvesteerders. Het ondernemingsrecht kan hieraan (in de marge) bijdragen, maar zal ook vooral een juiste balans moeten vinden tussen de vrijheid van de ondernemer en de wens om preferred opportunism te voorkomen enerzijds, en de wens van de durfinvesteerder om controle te houden over het door haar geïnvesteerde vermogen en entrepreneur opportunism te voorkomen anderzijds. In zijn algemeenheid kan worden gesteld dat het bv-recht veel mogelijkheden biedt voor VC-investeerders om tot een (vanuit hun perspectief) efficiënte contractuele herverdeling te komen van financiële en zeggenschapsrechten. Zo is het mogelijk om converteerbare preferente aandelen te creëren, durfinvesteerders te beschermen tegen verwatering en redemption rights overeen te komen. Tegelijkertijd is het sinds de invoering van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (Wet flex-bv) mogelijk om vennootschappen een ‘corporate governance-maatpak’ aan te meten.

Dat neemt niet weg dat het Nederlandse ondernemingsrecht durfinvesteerders ook beperkt in bepaalde opzichten. Zoals we in deel 2 zullen bespreken, zijn som-

83 In deel 2 van dit artikel gaan we o.a. in op de beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid bij deze rechten.

84 Bijv. dat dit recht enkel kan worden uitgeoefend met de voorafgaande toestemming van een ander vennootschapsorgaan, door verloop van een bepaalde tijd, of enkel bij het behalen van een bepaalde minimumverkoopopbrengst. Zie o.a. H.L. Kaemingk, *Venture capital en private equity. Financiering door participatiemaatschappijen*, O&F 2002, afl. 50, p. 31-40. Mutsaers 2020.

mige van deze beperkingen fundamenteel van aard en raken zij aan het leerstuk van het vennootschappelijk belang en andere open normen binnen het Nederlandse ondernemingsrecht. Zo wordt de mogelijkheid voor de VC-investeerder om de vennootschap in te zetten voor het eigen belang beperkt door het beginsel van bestuursautonomie. Bovendien vereisen de speciale contractuele rechten die VC-investeerdere bedingen een hoge mate van contractsvrijheid, terwijl het beginsel van de redelijkheid en billijkheid een beperkende werking heeft. In het volgende deel van dit artikel zullen we bespreken dat – in tegenstelling tot Delaware – deze onvolledige private ordering van de start-up in Nederland enerzijds kan leiden tot kosten en onzekerheid voor durfinvesteerdere, maar anderzijds wel een belangrijk vangnet vormt om preferred opportunism te beperken waar nodig.