

# Top 10 juridische issues bij private equity transacties

MR. DRS. S. MOL

Het aantal private equity transacties lijkt in 2010 weer wat aan te trekken. Een private equity transactie is eigenlijk niet meer dan een gewone overname van alle of een deel van de aandelen in een (niet-beursgenoteerde) onderneming door een investeerder die als doel heeft deze aandelen na verloop van tijd weer met winst door te verkopen. Toch kennen private equity transacties een aantal specifieke kenmerken. In deze bijdrage wordt ingegaan op tien juridische issues die bij dit soort transacties een belangrijke rol spelen.<sup>1</sup> Achtereenvolgens komen aan bod de dealstructuur, het afbreken van onderhandelingen, de financiering, kooprijismechanismen, garanties, management incentives, bestuur en toezicht, doorbraak van aansprakelijkheid, exitscenario's en Ondernemingskamerprocedures. Ik sluit af met enkele concluderende opmerkingen. De bijzondere aspecten van public-to-private transacties (P-to-P's), private investments in public equity (PIPEs) en het structureren van private equity fondsen vallen buiten het bestek van deze bijdrage.

## Dealstructuur

De keuze voor de meest wenselijke transactiestructuur is met name fiscaal ingegeven. Bij een standaard *buy-out* wordt een investeringsvehikel, meestal een Nederlandse bv<sup>2</sup> opgericht dat gefinancierd wordt door de investeringsmaatschappij, het management en de bank. Dit investeringsvehikel (Newco) koopt de aandelen in de doelwitvennootschap en gaat met haar een fiscale eenheid aan om zodoende de financieringslasten ten laste van de fiscale grondslag van de doelwitvennootschap te brengen.<sup>3</sup> Hetzelfde resultaat

wordt bereikt met een juridische fusie tussen Newco en de doelwitvennootschap.

De verhouding tussen de financiering verstrekt door de investeringsmaatschappij en de financiering verstrekt door de bank, hangt af van de aard van de onderneming waarin wordt geïnvesteerd. De kasstromen van de doelwitvennootschap moeten voldoende zijn om de rente op de bankfinanciering te kunnen opbrengen. De investeringsmaatschappij streeft veelal naar een zo hoog mogelijke bankfinanciering ten opzichte van de equity financiering om zo de optimale *leverage* te bereiken. Hierbij dient naast de aanwezigheid van voldoende kasstromen ook rekening te worden gehouden met fiscale beperkingen zoals de *thin-cap* regels op grond waarvan renteaftrek boven een bepaalde verhouding eigen en vreemd vermogen niet is toegestaan.<sup>4</sup> Mede als gevolg van de financiële crisis worden transacties tegenwoordig met minder vreemd vermogen gefinancierd dan voorheen gebruikelijk was. Met name buiten de private equity wereld wordt dit door veel mensen als een gezonde ontwikkeling beschouwd. Verwacht wordt dat de aftrekbaarheid van rente in de toekomst verder zal worden begrensd. In 2009 heeft de staatssecretaris van Financiën een consulta-

- 1 Ik ben dank verschuldigd aan mijn kantoorgenoot Michiel Groenland voor zijn commentaar op de fiscale onderdelen van dit artikel, alsmede aan Richard Verkleij (Synergia Capital Partners) voor zijn opmerkingen naar aanleiding van een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Een besloten vennootschap biedt meer flexibiliteit dan een naamloze vennootschap, hetgeen na invoering van het wetsvoorstel Vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht verder toe zal nemen. In het vervolg van dit artikel zal ik uitgaan van een investering in een besloten vennootschap.
- 3 Indien voor een in het buitenland gevestigd investeringsvehikel wordt gekozen, is fiscale consolidatie met een Nederlandse doelwitvennootschap niet zonder meer mogelijk. De prejudiciële vraag of het feitelijke verbod op een grensoverschrijdende fiscale eenheid in strijd is met het EU-recht is op 25 februari 2010 door het Europees Hof van Justitie ontkennend beantwoord voor wat betreft de consolidatie van resultaten met een buitenlandse vennootschap, omdat de beperking van de vrijheid van vestiging gerechtvaardigd is uit hoofde van de handhaving van

de verdeling van de heffingsbevoegdheid tussen de lidstaten (Hof van Justitie EG 25 februari 2010, nr. C-337/08 (X Holding BV)).

- 4 Zie hierover onder meer O. van der Donk, 'Private equity en fiscaliteit', *Ondernemingsrecht* 2007-64.

tiedocument opgesteld, waarin onder meer voorstellen zijn gedaan het systeem van de fiscale renteaftrek in het geheel op de schop te nemen en een zogenaamde 'groepsrentebox' te introduceren met heffing en aftrek van groepsrente tegen een gereduceerd tarief.<sup>5</sup> Bij brief van 5 december 2009 heeft hij echter aangegeven dat een aantal voorgestelde aanpassingen wel is onderzocht, maar invoering vooralsnog als bezwaarlijk wordt gezien.<sup>6</sup> Daarbij is aangekondigd dat een nader vorm te geven aftrekbeperking voor overnameholdings toch doorgang zal vinden. De regeling zal dan zien op excessieve renteaftrek; reële financieringsverhoudingen zullen worden ontzien. In het overleg met de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer werd nog aangekondigd dat het wetsontwerp voor het zomerreces van 2010 zou worden ingediend, met als ingangsdatum 1 januari 2011, maar op 11 maart 2010 is dit onderdeel op de lijst controversiële zaken geplaatst en wordt behandeling van dit voorstel als gevolg van de val van het kabinet uitgesteld tot na de formatie.<sup>7</sup>

Het grootste deel van de investering die de investeringsmaatschappij doet, vindt plaats door middel van aandeelhoudersleningen of cumulatief preferente aandelen, die een vast rendement en een relatief hoge preferentie van terugbetaling hebben.<sup>8</sup> Een kleiner gedeelte wordt geïnvesteerd in gewone aandelen. Naarmate het vast renderende gedeelte van de financiering groter is, neemt het rendement en het risico van de gewone aandelen toe. Het management investeert meestal uitsluitend in gewone aandelen.<sup>9</sup> Ook de keuze voor aandeelhoudersleningen of cumulatief preferente aandelen is vaak fiscaal ingegeven. De mogelijke aftrekbaarheid van rente speelt hierbij een belangrijke rol. De rente wordt vaak bijgeschreven op de hoofdsom en pas betaald bij exit. Een niet-fiscale reden om te kiezen voor cumulatief preferente aandelen is de (uiterlijke) verbetering van de balanspositie van de doelwitvennootschap. Dit geldt overigens niet voor vennootschappen die op basis van IFRS moeten rapporteren, omdat cumulatief preferente aandelen onder IFRS als vreemd vermogen worden aangemerkt. Deze overwegingen kunnen ook leiden tot een hybride vorm van financiering, die van beide vormen kenmerken bevat.

Investeringsmaatschappijen nemen zowel minderheids- als meerderheidsbelangen in doelwitvennootschappen. Bij minderheidsbelangen zal een investeringsmaatschappij veto-rechten bedingen ten aanzien van alle belangrijke besluiten op aandeelhoudersniveau om zo alsnog voldoende controle te kunnen uitoefenen. Dit kan op verschillende manieren worden vormgegeven. Onder meer door het creëren van

afzonderlijke soorten aandelen of door het opnemen in de statuten van een gekwalificeerde meerderheid voor het nemen van een bepaalde categorie besluiten die dermate hoog is dat instemming van de investeringsmaatschappij in die gevallen vereist is.

## Afbreken van onderhandelingen

Alle deelnemers aan het onderhandelingsproces van een private equity of venture capital transactie moeten zich op grond van de wet te goeder trouw gedragen.<sup>10</sup> Op grond van de jurisprudentie die is ontwikkeld ten aanzien van de pre-contractuele fase, kan een investeerder die al enige tijd met (de aandeelhouders van) een doelwitvennootschap in gesprek is over een mogelijke investering in een situatie terecht komen dat hij niet zonder meer de onderhandelingen mag afbreken.<sup>11</sup> Weglopen van de onderhandelingstafel kan leiden tot een verplichting tot het vergoeden van door de wederpartij gemaakte kosten of zelfs tot het vergoeden van gederfde winst van de wederpartij. Om voor dit laatste in aanmerking te komen, moet een wederpartij aantonen dat zij dacht en redelijkerwijs mocht denken dat op grond van de onderhandelingen enigerlei overeenkomst tot stand zou komen. Uit de rechtspraak blijkt dat dit een zware opgave is. Aanspraken op vergoeding van gederfde winst worden meestal afgewezen.

Om te voorkomen dat men ongewenst in een situatie terecht komt waarin afbreken niet zonder meer mogelijk is, is het verstandig om bij het starten van onderhandelingen in een *letter of intent* of een ander juridisch document<sup>12</sup> duidelijke afspraken te maken over de gebondenheid van partijen aan het voeren van gesprekken en het uitwisselen van stukken vooruitlopend op het sluiten van een overeenkomst. Het opnemen in een *letter of intent* van voorbehouden als '*subject to board approval*' of '*subject to contract*' geeft, mits juist omschreven, een investeringsmaatschappij in beginsel de mogelijkheid de onderhandelingen af te breken indien deze voorbehouden niet worden weggenomen.<sup>13</sup> Een voorbehoud brengt met zich mee dat de partij in wier belang dit is opgenomen zich inspant om ervoor te zorgen dat de betreffende voorwaarde wordt vervuld.<sup>14</sup> Ter illustratie: indien een investment manager het voorbehoud '*subject to board approval*' opneemt in een *letter of intent*, maar vervolgens na eigen heroverweging besluit af te zien van het voorleggen van de voorgenomen transactie aan de *board*, kan niet zonder meer een beroep op dit voorbehoud worden gedaan. Ook indien bij de wederpartij het gerechtvaardigd vertrou-

5 Kamerstukken II, 2008-2009, 31 369, nr. 6.

6 Kamerstukken II, 2008-2009, 31 369, nr. 9; deze brief wordt in de fiscale vakliteratuur wel als Sinterklaasavondbrief aangeduid.

7 Tweede Kamer 11 maart 2010, 32 333, nr. 14.

8 Zie hierover K. Kodde, 'De Private Equity Buy Out Transactie: structureren van de equity, aandeelhouders- en verkoopafspraken', *Ondernemingsrecht* 2005-17.

9 Om te voorkomen dat een managementparticipatie als lucratief belang wordt aangemerkt, dient de verhouding gewone aandelen / preferente aandelen ten minste 1 op 10 te bedragen. Zie hieromtrent verder hierna onder Management incentives.

10 Zie art. 2:8, 6:2 en 6:248 BW.

11 Zie onder meer HR 18 juni 1982, *NJ* 1983, 723 m.nt. CJHB (Plas/Valburg), HR 23 oktober 1987, *NJ* 1988, 1017 (VSH/Shell), HR 14 juni 1996, *NJ* 1997, 481 (MBO/De Ruitertij) en HR 12 augustus 2005, *NJ* 2005, 467 (CBB/JPO).

12 Zoals head of terms, termsheet, memorandum of understanding, intentie-overeenkomst of voorovereenkomst.

13 Zie HR 24 november 1995, *NJ* 1996, 162 (Van Engen/Mirror) en uitgebreid over dit onderwerp M. van Hooijdonk en R.J.P.L. Tjittes, 'Precontractuele aansprakelijkheid bij onderhandelen met een voorbehoud', *Contracteren* 2009, 52.

14 Zie HR 24 maart 1995, *NJ* 1997, 569 (Beliën/Provincie).

wen is gewekt dat het voorbehoud niet meer zal worden ingeroepen – bijvoorbeeld doordat de *board* doorlopend van het verloop van de onderhandelingen op de hoogte is en geen blijk geeft van twijfels ten aanzien van de voorgenomen transactie – kan de investeringsmaatschappij onder omstandigheden haar rechten hebben verwerkt.

## Alle deelnemers aan het onderhandelingsproces van een private equity of venture capital transactie moeten zich op grond van de wet te goeder trouw gedragen.

### Financiering

Een bank is veelal bereid een gedeelte van de koopsom te financieren indien de doelwitvennootschap voldoende kasstromen genereert om de rente te kunnen voldoen en over voldoende activa beschikt die tot zekerheid kunnen dienen.<sup>15</sup> Dit verklaart waarom venture capital investeringen in *early stage* ondernemingen meestal niet met bankleningen worden gefinancierd. Deze ondernemingen beschikken immers doorgaans niet (of zeer beperkt) over vrije kasstroom en evenmin over substantiële activa die verhypothekend of verpand kunnen worden. Ook bij ‘gewone’ private equity transacties is het aandeel in de financiering dat banken beschikbaar stellen aanzienlijk beperkter geworden in vergelijking met een aantal jaren geleden; afhankelijk van beschikbare kasstromen en zekerheden vaak maximaal 50% tot 60% van het totale voor de overname benodigde bedrag. Een ander gevolg van de economische crisis is dat met name bij de grotere transacties het interne flatteringsproces bij een bank aanmerkelijk langer duurt dan voorheen. Investeringsmaatschappijen vissen hierdoor vaker achter het net in biedingsprocessen, omdat zij een financieringsvoorbehoud in hun bod op moeten nemen, waar strategische kopers veelal over eigen middelen beschikken en hiervoor dus geen voorbehoud hoeven te maken.

De vennootschap die de koopsom moet voldoen – het investeringsvehikel – biedt doorgaans zelf weinig zekerheden. Er kan een pandrecht gevestigd worden op de aandelen in de doelwitvennootschap, maar het nut hiervan is beperkt nu deze aandelen een beperkte waarde vertegenwoordigen op het moment dat de doelwitvennootschap niet meer aan haar renteverplichtingen kan voldoen. Het moet dus vooral van de doelwitvennootschap en haar dochtermaatschappijen komen; daar bevinden zich activa die voor de bank interessant zijn.

Het *financial assistance* verbod van art. 2:207c BW staat er echter aan in de weg dat een vennootschap zekerheden verstrekt ‘met het oog op het nemen of verkrijgen door anderen van aandelen in haar kapitaal’. Dit verbod treft ook haar dochtermaatschappijen. Dit verhindert dat een doelwitvennootschap of haar dochtermaatschappijen ze-

kerheden kunnen verstrekken voor een geldlening die aan het investeringsvehikel wordt verstrekt. Om toch te bereiken dat activa van de doelwitvennootschap tot zekerheid dienen van door een bank verstrekte acquisitiefinanciering, wordt gebruik gemaakt van doorleenconstructies.<sup>16</sup> Hierbij gaat de doelwitvennootschap met de bank een financiering aan waarvoor zekerheden worden verstrekt. De doelwitvennootschap leent deze middelen vervolgens door aan het investeringsvehikel dat hiermee de aandelen in de doelwitvennootschap verwerft. Het bedrag van de ‘doorlening’ mag niet hoger zijn dan het bedrag van de uitkeerbare reserves in de doelwitvennootschap. Deze methode van structureren wordt ook wel *debt pushdown* genoemd. Andere methodes om aan het *financial assistance* verbod te ontkomen, zijn het ‘lichter’ maken van de doelwitvennootschap door dividenduitkeringen of het terugbetalen van kapitaal, het overdragen van activa aan het investeringsvehikel of het aangaan van een juridische fusie direct na afronding van de transactie.

Met de invoering van het wetsvoorstel Vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht, dat op 15 december 2009 door de Tweede Kamer is aangenomen,<sup>17</sup> zal het *financial assistance* verbod voor de besloten vennootschap naar verwachting verdwijnen. Dit zal de financieringspraktijk aanmerkelijk vereenvoudigen. Het betekent overigens niet dat er na invoering van het wetsvoorstel geen grenzen meer zijn aan het verstrekken van zekerheden. Schuldeisers die bij het vernietigen van zekerheden gebaat zijn (en curatoren die in hun belang optreden), zullen hun pijlen dan – meer nog dan nu het geval is – richten op doeloverschrijding, pauliana en onbehoorlijk bestuur.

### Kooprijismechanismen

De meest voorkomende kooprijismechanismen bij private equity transacties zijn het systeem van kooprijisaanpassing achteraf en het *locked-box* mechanisme. Het systeem van kooprijisaanpassing houdt in dat kort voor de transactiedatum een overnamebalans (*closing accounts*) wordt opgesteld op grond waarvan de initiële kooprijis wordt bepaald. Na levering van de aandelen wordt de overnamebalans vergeleken met de definitieve cijfers op de datum van de overdracht en vindt aanpassing van de kooprijis plaats. Het *locked-box* mechanisme brengt met zich mee dat de aandelen van de doelwitvennootschap geacht worden economisch te zijn overgegaan op een datum gelegen voor de overdrachtsdatum, meestal de laatste balansdatum.<sup>18</sup> De

15 Bij grotere private equity transacties worden veelal meerdere vormen van financiering gebruikt die van elkaar verschillen in preferenties, zekerheden, looptijden, rentetarieven en overige vergoedingen.

16 Gesauveerd in HR 7 mei 2004, «JOR» 2004/161 (Muller q.q./Rabobank), zie hierover onder meer R.E. Hartog, ‘Financieringsstructuren in het licht van artikel 2:207c BW’, *V&O* 2004 p. 98-102.

17 *Kamerstukken II*, 2008-2009, 31 763, zie hierover onder meer B. Bier, ‘Kapitaalbescherming nieuwe stijl’, *TOP* 2007, p. 252-257; J.A. McCahery en E.P.M. Vermeulen, ‘Is de nieuwe bv voldoende aantrekkelijk in internationaal verband?’, *TOP* 2007, p. 263-271; H.J. Portengen, ‘Naar contractsvrijheid voor de BV en haar statutaire inrichting (?)’, in: *De vereenvoudigde BV*, Preadvis van de vereniging ‘Handelsrecht’, Deventer: Kluwer 2006.

18 Zie voor een uitgebreide uiteenzetting hierover: A. Grimme, ‘Locked box, afscheid van kooprijisaanpassingen in M&A-contracten?’, *TOP* 2006,

koopprijs wordt bepaald op grond van de jaarrekening die in veel gevallen door een accountant wordt gecontroleerd. De koopovereenkomst bevat bepalingen die erop toe moeten zien dat de verkoper de onderneming sinds de laatste balansdatum op een normale wijze heeft voortgezet en dat er na de balansdatum geen uitkeringen hebben plaatsgevonden. Nadeel van de methode van koopprijsaanpassing is dat deze veel (kostbare) discussies achteraf oplevert over aanpassingen van de koopprijs. Nadeel van de *locked-box* methode is dat deze meer risico's voor de koper met zich meebrengt ten aanzien van na de laatste balansdatum plaatsgevonden gebeurtenissen.

Private equity investeerders hebben traditiegetrouw een voorkeur voor het *locked-box* mechanisme, hoewel met name de afgelopen jaren – waarschijnlijk vanwege het economische klimaat – het mechanisme van koopprijsaanpassing aan populariteit lijkt te winnen. De meest voorkomende koopprijsaanpassingsclausules in dit verband zijn gericht op het controleren van het werkkapitaal van de onderneming, nu dit voor investeringsmaatschappijen essentieel is voor de financiering van de acquisitie van de doelwitvennootschap.

Investeringsmaatschappijen die als koper op basis van het *locked-box* mechanisme een transactie aangaan zullen erop moeten letten dat het 'weglekken' van vermogen goed gesanctioneerd is. Verkopers zullen bij *locked-box* transacties het (niet onredelijke)<sup>19</sup> standpunt innemen dat zij rente wensen te ontvangen over de koopsom vanaf de economische overgangsdatum tot de datum van levering, nu het resultaat van de onderneming over deze periode aan de koper toekomt.

## Garanties

Indien de investeringsmaatschappij of het door haar opgerichte investeringsvehikel een belang krijgt in de doelwitvennootschap door middel van een aandelenemissie – hetgeen vaak het geval is bij venture capital transacties – spelen garanties een beperkte rol.<sup>20</sup> Garanties van de doelwitvennootschap zijn dan immers een sigaar uit eigen doos. Ook de zittende aandeelhouders zullen weinig genegen zijn om garanties te verstrekken – laat staan zekerheden in de vorm van een bankgarantie of *escrow* – nu zij geen koopprijs ontvangen.

Bij een *buy-out* zal een investeringsmaatschappij van verkopers uitgebreide garanties verlangen. Interessant hierbij is de rol van het management dat meeparticipeert in het investeringsvehikel. De verkoper zal willen voorkomen dat het management de koper voedt bij het redigeren van de garanties en vrijwaringen om vervolgens toe te zien dat de koper na levering van de aandelen een claim onder de garanties indient met behulp van deze specifiek ingewonnen informatie. Het is nog fnuikender voor de verkoper

als deze claim ziet op zaken die zich afspeelden onder de verantwoordelijkheid van hetzelfde management. De verkoper zal om deze reden de contacten tussen de investeringsmaatschappij en het management voorafgaand aan het totstandkomen van de transactie zo beperkt mogelijk willen houden en zich het recht willen voorbehouden om nadien regres te nemen op het management.<sup>21</sup> Dit laatste wordt door een investeringsmaatschappij zelden geaccepteerd.

Bij private equity of venture capital transacties waar minder ruimte is voor uitgebreide garanties en zekerheden, zal meer nadruk liggen op het due diligence onderzoek. Op deze manier zal een investeringsmaatschappij proberen

## Private equity investeerders hebben traditiegetrouw een voorkeur voor het *locked-box* mechanisme.

haar risico's bij de transactie zo veel mogelijk te beperken. Naast het gebruikelijke juridische, fiscale en financiële onderzoek<sup>22</sup> wordt in dit kader door investeringsmaatschappijen soms een verklaring van het zittend management verlangd onder meer omtrent de juistheid van de gegevens waarop de prognoses zijn gebaseerd.

Indien investeringsmaatschappijen aan de verkopende kant van een transactie zitten, wensen zij vaak geen of slechts zeer beperkte garanties te verstrekken. Reden hiervoor is de beperkte looptijd van het fonds. Investeringsmaatschappijen willen voorkomen dat zij bij liquidatie van een fonds met doorlopende aansprakelijkheden blijven zitten. Echter, als gevolg van de veranderende verhoudingen op de overnamemarkt ontkomen investeringsmaatschappijen er soms niet aan toch uitgebreidere garanties te verstrekken. Een investeringsmaatschappij kan besluiten om zijn garanties te verzekeren (AON en Marsh zijn onder meer partijen die hiervoor verzekeringen aanbieden). Op deze wijze kan een fonds met een aflopende looptijd toch zijn overblijvende aansprakelijkheden afbouwen.

## Management incentives

Investeringsmaatschappijen hechten er sterk aan dat het management meeparticipeert bij een private equity transactie. Dit geeft de investeringsmaatschappij vertrouwen in het mede door het management opgestelde business plan en draagt voorts bij aan een gelijkstelling van belangen tijdens de duur van de participatie. Dit gebeurt meestal door het nemen van gewone aandelen in het voor de transactie opge-

p. 20-25.

19 Tenzij deze vergoeding in de koopprijs verdisconteerd zit.

20 Zie hierover H.L. Kaemingk, 'Private Equity en haar plaats in het ondernemingsrecht', *Ondernemingsrecht* 2005-17.

21 De verkoper zal voorts van de koper de garantie verlangen dat zij bij het aangaan van de transactie geen wetenschap heeft van inbreuken op de garanties.

22 Zie hierover uitgebreid M. Brink, *Due diligence. Een beschouwing over het due diligence onderzoek volgens het Nederlands recht*, Den Haag: Boom, 2009.

richte investeringsvehikel.<sup>23</sup> Gelet op het hogere rendement (en risico) van gewone aandelen wordt het aandelenbelang van het management ook wel *sweet equity* genoemd.<sup>24</sup> De verhouding tussen het verwachte door de managers te behalen rendement en dat van de investeringsmaatschappij wordt *envy ratio* genoemd.<sup>25</sup> In sommige gevallen worden daarnaast *ratchets* toegekend, die het deel van de overwinst dat aan het management toekomt verder vergroten indien bepaalde financiële doelstellingen worden behaald. Indien de managers geen vermogen hebben om te investeren, is

## Dit staat op gespannen voet met de wettelijk verankerde onafhankelijkheid van de commissaris.

de investeringsmaatschappij veelal bereid dit te lenen tegen redelijke condities; dit versterkt immers het commitment. Indien een groot aantal managers meeparticipeert kan het verstandig zijn de managers te laten investeren door middel van certificaten van aandelen in plaats van gewone aandelen om zo te voorkomen dat aandeelhoudersvergaderingen in het investeringsvehikel het karakter van een Poolse landdag krijgen. Bedacht dient te worden dat houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten ('bewilligde' certificaten) vergaderrechten hebben.<sup>26</sup> De certificeringstukken zullen derhalve zorgvuldig opgesteld moeten worden om te voorkomen dat deze certificaten als bewilligd worden aangemerkt. Na invoering van het wetsvoorstel Vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht wordt dit een stuk eenvoudiger en kan simpelweg geopteerd worden voor certificaten zonder vergaderrechten.<sup>27</sup> Het geven van de juiste prikkels aan het management vindt verder plaats door het opnemen van *good leaver/bad leaver* bepalingen<sup>28</sup> in de aandeelhoudersovereenkomst die erop gericht zijn dat een manager behoorlijk functioneert en niet vroegtijdig zijn functie neerlegt. Bij het inrichten van een managementparticipatieregeling dient goed gekeken te worden naar de fiscale aspecten, nu sinds de inwerkingtreding van de wet Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen op 1 januari 2009 manage-

mentparticipaties onder omstandigheden worden gekwalificeerd als lucratieve belangen waarbij het rendement voor de heffing van inkomstenbelasting in beginsel progressief belast wordt in box 1.<sup>29</sup> Onder druk van de negatieve maatschappelijke opinie over deze beloningen lijkt er bewust te zijn gekozen voor een overkill in deze fiscale wetgeving, waar tegenover de progressieve belastingheffing bij de managers geen aftrek mogelijk is bij de vennootschap. Bij de bepaling van de winst wordt teruggegrepen naar de historische kostprijs van het lucratieve belang, ook als dat voor 1 januari 2009 lag. In die zin kan de nieuwe regeling gezien de huidige malaise op (een deel van) de markt ook wel enige troost bieden, want hierdoor is het verlies op een lucratief belang als de waarde onder de historische kostprijs zakt ineens wel aftrekbaar (ook zonder realisatie), terwijl dat in het verleden niet het geval was.

## Bestuur en toezicht

Investeringsmaatschappijen wensen doorgaans intensief toezicht te houden op het bestuur van hun portfolio-ondernemingen. De statuten van de doelwitvennootschap worden na verwerving van de aandelen vaak gewijzigd teneinde belangrijke bestuursbesluiten aan de goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders te onderwerpen. Deze vetorechten kunnen ook contractueel worden vastgelegd. In beide gevallen werken deze goedkeuringsbepalingen slechts intern, dat wil zeggen dat de vennootschap ook bij het ontbreken van goedkeuring aan deze besluiten gebonden is. Indien een bestuurder handelt in strijd met een statutaire verplichting om een besluit ter goedkeuring voor te leggen aan de algemene vergadering van aandeelhouders of aan de raad van commissarissen, wordt relatief snel bestuurdersaansprakelijkheid aangenomen.<sup>30</sup> Dit kan voor investeringsmaatschappijen een argument zijn om geen genoeg te nemen met contractuele vetorechten, maar hiervoor de statuten aan te passen.

Naast toezicht door middel van de algemene vergadering van aandeelhouders, bedingen investeringsmaatschappijen in veel gevallen het recht één of meer commissarissen te benoemen. Deze commissarissen fungeren dan feitelijk als verlengstuk van de investeringsmaatschappij. Dit staat op gespannen voet met de wettelijk verankerde onafhankelijkheid van de commissaris. De commissaris dient op grond van art. 2:250 BW zich bij de vervulling van zijn taak te richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het vennootschappelijk belang is de resultante van de belangen van alle stakeholders waaronder maar niet uitsluitend het belang van de aandeelhouders, laat staan dat van één van de aandeelhouders.<sup>31</sup> In

23 Zie hierover K. Kodde (2005).

24 Of 'sweat equity' indien men de nadruk wenst te leggen op het verhoogde risicoprofiel dat aan deze aandelen verbonden is en het 'bloed, zweet en tranen' waarmee het management zich in zal moeten zetten om het door de investeringsmaatschappij verlangde rendement te behalen.

25 De gebruikelijke formule is (investeringsmaatschappij's totale investering) / (investeringsmaatschappij's IRR% x 100) gedeeld door (management's totale investering) / (management's IRR% x 100).

26 Indien er met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten zijn, is het voor de algemene vergadering van aandeelhouders evenmin mogelijk om besluiten buiten vergadering te nemen (art. 2:238 BW). Daarnaast krijgen houders van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van rechtswege een pandrecht op de onderliggende aandelen (art. 3:259 BW).

27 Zie hierover onder meer W.J.M. van Veen, 'Beslotenheid en certificaathouders van de flexibele BV', *JBN* 2008, 66. Op grond van het wetsvoorstel wordt het ook mogelijk aandelen zonder stemrecht uit te geven.

28 In plaats van *good leaver/bad leaver* bepalingen wordt ook wel gewerkt met *early leaver/late leaver* bepalingen.

29 *Kamerstukken I*, 2007-2008, 31 459, A.

30 Zie HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (Berghuizer Papierfabriek) en HR 20 juni 2008, «JOR» 2008/260 (NOM). De Hoge Raad heeft in deze arresten geoordeeld dat het handelen in strijd met een statutaire bepaling een omstandigheid vormt die maakt dat er in beginsel sprake is van de voor aansprakelijkheid vereiste verwijtbaarheid.

31 Zie Asser-Meijer 2-III, nr. 8; over de vraag op welke wijze een commissaris deze belangen moet wegen – welk belang weegt het zwaarst? – en

de praktijk leidt dit echter zelden tot problemen.

Na inwerkingtreding van het wetsvoorstel Bestuur en toezicht, dat ook reeds door de Tweede Kamer is aangenomen,<sup>32</sup> wordt het mogelijk een *one-tier board* in te stellen die bestaat uit uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Verwacht wordt dat deze *one-tier board* niet op grote schaal zal worden toegepast, nu op grond van het wetsvoorstel voor alle uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders het beginsel van collegiale verantwoordelijkheid zal gelden. Dit houdt in dat niet-uitvoerende bestuurders – anders dan commissarissen – in beginsel volledig aansprakelijk zijn voor onbehoorlijk handelen van (uitvoerende) bestuurders. Wel kan een individuele bestuurder zich disculperen door aan te tonen dat hem ter zake, mede gelet op een gemaakte taakverdeling, geen ernstig verwijt treft en hij het nodige gedaan heeft om de schadelijke gevolgen van het onbehoorlijk bestuur af te wenden. Niettemin kan een *one-tier board* juist voor een investeringsmaatschappij toch interessant zijn, nu zij veelal de sterke wens heeft om dicht op het bestuur te zitten, waardoor de voordelen van een *one-tier board* (efficiënter en slagvaardiger) op kunnen wegen tegen het nadeel van de verzwaring van de aansprakelijkheid.

### Doorbraak van aansprakelijkheid

Aandeelhoudersovereenkomsten bevatten doorgaans bepalingen waarin is vastgelegd op welke wijze de investeringsmaatschappij door het management wordt voorzien van informatie. Het is niet ongebruikelijk dat het management op dit punt vrij stringente informatieverplichtingen krijgt opgelegd, die ervoor moeten zorgen dat de investeringsmaatschappij goed op de hoogte is van het reilen en zeilen van haar portfolio-onderneming en zodoende ‘in control’ is. Indien er een raad van commissarissen is ingesteld, dient het bestuur van de portfolio-onderneming de raad van commissarissen op grond van de wet verder ten minste eenmaal per jaar schriftelijk op de hoogte te brengen van de hoofdlijnen van het strategisch beleid, de algemene en financiële risico’s en het beheers- en controlesysteem van de vennootschap.<sup>33</sup> In sommige gevallen bestaat een nog grotere mate van organisatorische verwevenheid waarbij de investeringsmaatschappij zich ook buiten deze formele kanalen intensief bemoeit met het beleid van de portfolio-onderneming.

Een dergelijke hechte verwevenheid kan een zorgplicht van de investeringsmaatschappij creëren tegenover schuldeisers

van de portfolio-onderneming op het moment dat zij wist of had moeten weten dat de vennootschap zonder ingrijpen in faillissement zou raken.<sup>34</sup> Indien de investeringsmaatschappij in deze omstandigheden niet ingrijpt, waar dit wel mogelijk was, schendt zij deze zorgplicht, hetgeen haar tegenover de schuldeisers van de portfolio-onderneming schadeplichtig kan maken.

Het spreekt voor zich dat een investeringsmaatschappij een dergelijke doorbraak van aansprakelijkheid wenst te voorkomen. Daarmee tekent zich een dilemma af.<sup>35</sup> Een investeringsmaatschappij wenst inzicht in en controle op de financiële en operationele risico’s van haar portfolio-onderneming te hebben, terwijl dat verworven inzicht en die zeggenschap de kans op een doorbraak van aansprakelijkheid vergroten. Wat hier mee te doen? In de Ceteco-zaak is het bestaan van een zorgplicht (onder meer) gebaseerd op het feit dat de betrokkenheid en bemoeienis van de moedermaatschappij (Hagemeyer) ten opzichte van haar dochtermaatschappij (Ceteco) de gebruikelijke bemoeienis die voortvloeit uit de rol van aandeelhouder oversteeg. Ook het feit dat bestuurders van Hagemeyer zitting namen in de raad van commissarissen droeg bij aan het ontstaan van een zorgplicht.<sup>36</sup> Een investeringsmaatschappij die de risico’s op doorbraak van aansprakelijkheid wil beperken, doet er derhalve goed aan enige afstand te bewaren tot het bestuur van de portfolio-onderneming en bij voorkeur geen eigen mensen als commissaris te benoemen.

### Exitscenario’s

Succesvolle exits zijn essentieel voor het rendement dat een investeringsmaatschappij op het door haar geïnvesteerd vermogen maakt. De vermogensonttrekkingen in de vorm van dividend, rente- of *fee* inkomsten die gedurende de looptijd van een participatie plaatsvinden, vallen hierbij meestal in het niet. Vaak wordt voorafgaand aan het doen

**Van de managers wordt veelal verlangd dat zij tot de exit op hun post blijven (‘samen uit, samen thuis’).**

van een investering al onderzoek gedaan naar de diverse exitmogelijkheden. Van de managers wordt veelal verlangd dat zij tot de exit op hun post blijven (‘samen uit, samen thuis’). In sommige gevallen wordt – met het oog op een toekomstige exit – reeds bij het doen van de investering door de investeringsmaatschappij van het management het

hieruit een resultante moet destilleren bestaat onder het huidig recht nog veel onduidelijkheid.

32 *Kamerstukken II*, 2008-2009, 31 763, nr. 2, zie hierover onder meer J.B. Wezeman, ‘De toezichthoudende rol van commissarissen en ‘audit-commissies’, *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht* 2009, p. 89-95.

33 Zie art. 2:251 lid 2 BW, dat is overgenomen uit een eerdere versie van de Corporate Governance Code en sinds 1 oktober 2004 deel uitmaakt van het integrale vennootschapsrecht. Indien het bestuur zich niet aan de hierin vermelde informatieverplichtingen houdt, zal ingevolge de strenge normen die voortvloeien uit HR 29 november 2002, *NJ* 2003, 455 (Berghuizer Papierfabriek) snel bestuurdersaansprakelijkheid worden aangenomen.

34 Zie HR 21 december 2001, *NJ* 2005, 96 (SOBI/Hurks II) en Rb. Utrecht 12 december 2007, «JOR» 2008/10 (Ceteco), zie hierover onder meer J.E. van den Bergen, ‘Hagemeyer en bestuurders en commissarissen Ceteco aansprakelijk in faillissement Ceteco’, *BJB* 2008, 41; het risico speelt uiteraard met name in situaties waarbij de investeringsmaatschappij een controlerend belang houdt.

35 Zie G.J.H. van der Sangen, ‘Concernleiding en aansprakelijkheid: het delicate evenwicht tussen unitaire leiding en juridische zelfstandigheid’, *TvOB* 2009, p. 146-153.

36 Ceteco r.o. 6.2.

commitment gevraagd om bij een toekomstige verkoop van deze investering nog enkele jaren het management te voeren, mocht een koper daarom verzoeken.

De belangrijkste exitscenario's zijn de exit door middel van onderhandse verkoop en de exit door middel van een beursgang.<sup>37</sup> Een beursgang is in Nederland vrij ongebruikelijk. Nadeel hiervan voor de investeringsmaatschappij is dat zij niet in een keer haar gehele belang kan vervreemden, nu de bij de beursgang betrokken banken zullen verlangen dat een gedeelte van de investering gedurende een bepaalde periode wordt aangehouden. Bij een onderhandse verkoop wordt normaal gesproken wel in een keer het gehele belang verkocht. Verkoop kan plaatsvinden aan een strategische koper of financiële koper. In het laatste geval spreekt men van een *secondary buyout*. Veel verkopen vinden plaats door middel van *controlled auctions* waarbij verschillende potentiële kopers tegelijkertijd gevraagd wordt een bod te doen op de aandelen en aan te geven onder welke condities zij bereid zijn de aandelen af te nemen.<sup>38</sup>

Doel van de verkoop is een zo hoog mogelijke verkoopopbrengst te realiseren met zo min mogelijk doorlopende aansprakelijkheden. Zoals eerder beschreven zijn doorlopende aansprakelijkheden in de vorm van garantieverplichtingen of anderszins niet gewenst gelet op de beperkte looptijd van het fonds. Het verkopende management heeft vaak minder problemen met het verstrekken van uitgebreidere garanties.

Indien er onenigheid ontstaat tussen de investeringsmaatschappij en het management over het moment van verkoop en de aanvaardbaarheid van een bod, komt het erop aan wat hierover is afgesproken in de aandeelhoudersovereenkomst. Deze bevat doorgaans bepalingen die het management verplichten op verzoek van de investeringsmaatschappij hun belang onder gelijke condities mee te verkopen indien de koper een 100% belang wenst te verwerven (*drag along*).<sup>39</sup>

## Ondernemingskamerprocedures

De meest spraakmakende uitspraak over private equity van de afgelopen jaren is zonder twijfel de beschikking van de Ondernemingskamer van 27 mei 2010<sup>40</sup> en de daaraan voorafgaande tussenbeschikking van 10 januari 2008 inzake het uitgeversconcern PCM.<sup>41</sup> De Ondernemingska-

mer heeft in deze zaak overwogen dat een private equity partij (in casu Apax) rekening moet houden met de vennootschappelijke belangen van de doelwitvennootschap voordat het een belang neemt in deze vennootschap. Dit is een interessante overweging nu wet noch jurisprudentie de aandeelhouder deze norm opleggen. Bestuurders en commissarissen dienen zich bij hun handelen te richten naar het vennootschappelijk belang. Aandeelhouders daarentegen mogen hun eigen belang nastreven – net zoals bijvoorbeeld de ondernemingsraad dat mag – zolang zij zich niet onrechtmatig jegens een ander gedragen of in strijd handelen met hetgeen door redelijkheid en billijkheid van hen gevorderd wordt.<sup>42</sup> De Ondernemingskamer overweegt dat 'mede gelet op hetgeen ingevolge artikel 2:8 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, voor de private equity partij die zich aandient als toekomstig aandeelhouder in een vennootschap op een wijze als de onderhavige, heeft te gelden, dat zij in het handelen (...), niet alleen de eigen belangen maar ook de hiervoor in 3.2 vermelde onderscheiden vennootschappelijke belangen dient te betrekken'.<sup>43</sup> Deze zorgvuldigheidsnorm is door Apax, aldus de Ondernemingskamer, bij het uitoefenen van haar aandeelhoudersrechten inzake de gekozen financieringsstructuur en de managementparticipatieregeling, onvoldoende in acht genomen. Nu deze regelingen niet ongebruikelijk waren (volgens sommigen zelfs conservatief<sup>44</sup>) zou deze beschikking van de Ondernemingskamer vergaande consequenties kunnen hebben voor de bestaande private equity praktijk. De vraag is echter of de Ondernemingskamer de norm van art. 2:8 van het Burgerlijk Wetboek (de 'redelijkheid en billijkheid') hier niet te ver oprekt door te bepalen dat private equity partijen bij het doen van investeringen zich mede naar de belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen dienen te richten. Is het niet aan het bestuur en de raad van commissarissen om erop toe te zien dat de belangen van andere bij de vennootschap betrokkenen in acht worden genomen? De – weliswaar oude – jurisprudentie van de Hoge Raad onderstreept de vrijheid van de aandeelhouder om in zijn eigen belang te mogen handelen.<sup>45</sup> Zo overwoog de Hoge Raad in het Aurora-arrest: 'dat den aandeelhouder ener naamloze vennootschap in het hem verleende stemrecht niet een recht in het belang van anderen is toevertrouwd, doch een eigen recht is gegeven om zijn belang in de vennootschap te dienen'. Daarmee laat zich de uitspraak van de Ondernemingskamer moeilijk verenigen. Niettemin wordt er ook buiten de Ondernemingskamer nagedacht over de norme-

37 Zie hierover H.L. Kaemingk, 'Op weg naar de exit: over desinvestering van private equity', *Ondernemingsrecht* 2007-62.

38 Hiervoor wordt dan een – al dan niet virtuele – dataroom ingericht waarin zich tevens een concept koopovereenkomst bevindt, waarvan door de bieder bij het doen van het bod een markup aan de verkoper wordt overhandigd. Zie over deze methode van verkoop D.A.M.H.W. Strik, 'Bid-rigging: to play or not to play', *Ondernemingsrecht* 2004-204.

39 Het spiegelbeeld hiervan zijn *tag along* clausules die het management het recht geven hun belang mee te verkopen indien de investeringsmaatschappij tot verkoop overgaat. Zie over *drag along* en *tag along* bepalingen uitgebreid H. Uttien en S.A. Alleman, 'Drag along en tag along', *TOP* 2009, p. 99-103.

40 OK 27 mei 2010, LJN: BM5928, te raadplegen op [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl).

41 OK 10 januari 2008, « JOR » 2008, 39 (PCM), zie hierover onder meer J.S. Hament, 'PCM-enquête: Toetsing van ondernemingsbeleid door private equity fondsen', *O&F* 2008, p. 74-87.

42 Vgl. artikel 2:8 BW en Corporate Governance Code (principe IV.4).

43 OK 27 mei 2010, LJN: BM5928, r.o.3.13; het woord 'mede' lijkt te duiden op nog een andere grond waarop deze overweging van de Ondernemingskamer gebaseerd is.

44 Zie Ch.E. Honée, 'Private equity op de korrel van de Ondernemingskamer', *Ondernemingsrecht* 2008-37.

45 Zie HR 30 juni 1944, *NJ* 1944, 465 (Wennex), HR 13 november 1959, *NJ* 1960, 472 (Melchers) en HR 19 februari 1960, *NJ* 1960, 473 (Aurora), hoewel over de uitleg daarvan wel discussie bestaat, zie onder meer C.A. Schwarz in *De Groene Serie Privaatrecht*, Rechtspersonen, aant. 5 bij art. 2:118.

ring van het gedrag van private equity fondsen. De Europese Commissie heeft op 30 april 2009 een conceptrichtlijn betreffende hedgefondsen en private equitymaatschappijen ingediend, waarover thans nog onderhandeld wordt.<sup>46</sup> Ook binnen eigen kring is er aandacht voor dit onderwerp. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) heeft een gedragscode ontwikkeld<sup>47</sup> en de European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) heeft Corporate Governance Guidelines opgesteld.<sup>48</sup>

Mijns inziens minder omstreden, maar niet minder interessant is de constatering van de Ondernemingskamer dat de bestuurders en commissarissen van PCM zich bij het aangaan van deze transactie schuldig hebben gemaakt aan wanbeleid. Bestuurders en commissarissen hadden nadrukkelijker moeten afwegen of de voordelen van het aangaan van deze private equity transactie wel opwogen tegen de fors hogere rentelasten voor de vennootschap die hiermee verband hielden. Ook hadden bestuurders en commissarissen volgens de Ondernemingskamer niet in mogen stemmen met de door Apax voorgestelde managementparticipatieregeling, gelet op de negatieve effecten die hiervan uitgingen op de vennootschap. Bestuurders van doelwitvennootschappen hebben bij het aangaan van private equity transacties een bijzondere positie. Zij dienen te handelen in het belang van de vennootschap, maar hebben vaak ook een eigen belang bij de transactie als toekomstig aandeelhouder van het investeringsvehikel, waarbij bestuurders veelal de mogelijkheid wordt geboden op relatief gunstige wijze te participeren. Uit deze uitspraak blijkt dat het bestuur en de raad van commissarissen er goed aan doen om voorafgaand aan het aangaan van een transactie kritisch te toetsen of de voorgestelde financieringsstructuren en managementparticipatieregelingen daadwerkelijk in het belang van de vennootschap zijn. Indien hier lichtvaardig over gedacht wordt, ligt wanbeleid op de loer.

## Tot slot

In deze bijdrage ben ik ingegaan op tien juridische issues die bij private equity en venture capital transacties een belangrijke rol spelen. Hierbij heb ik zowel een aantal typische private equity onderwerpen behandeld als meer generieke onderwerpen uit de overnamepraktijk die in private equity een eigen rol hebben. Uiteraard bestaan er nog vele andere juridische issues bij private equity transacties die het bespreken waard zijn maar niet aan bod zijn gekomen. Uit de besproken onderwerpen blijkt dat er op dit moment ten minste drie belangrijke ontwikkelingen gaande zijn. In de eerste plaats zijn de verhoudingen op de overnamemarkt gewijzigd. Het verkrijgen van acquisitiefinanciering is lastig en strategische kopers hebben hier beduidend minder last van dan private equity partijen. De toekomst zal uitwijzen of bij het definitieve herstel van de bancaire sector de kredietverlening bij private equity transacties weer goed op gang komt. In de tweede plaats is er een beweging gaande vanuit met name de fiscale wetgever en (een deel van) de rechtspraak, die – gevoed door de publieke opinie – erop gericht is bepaalde voor private equity typerende structuren of elementen uit te bannen of te ontmoedigen. In dit kader moet op termijn rekening worden gehouden met een verdergaande beperking van de renteaftrek. In de derde plaats zijn er diverse wetsvoorstellen aanhangig, reeds door de Tweede Kamer aangenomen,<sup>49</sup> die de mogelijkheden bij het structureren van private equity transacties, en het invullen van bestuur en toezicht sterk zullen verruimen. Dit biedt praktijkjuristen in deze sector de uitdaging om hier optimaal op in te spelen.

### Over de auteur

Mr. drs. Sjoerd Mol is advocaat en partner bij Benvallor in Utrecht.

46 Te raadplegen op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm).

47 Te raadplegen op <http://www.nvp.nl/docs/nvp-gedragscode.pdf>; zie hierover H.L. Kaemingk, 'Publieke verantwoording door private equityfondsen: de vernieuwde gedragscode voor participatiemaatschappijen', *Ondernemingsrecht*, 2007-12.

48 Te raadplegen op <http://www.evca.eu/>.

49 De Eerste Kamer heeft in haar vergadering van dinsdag 9 maart 2010 de betreffende wetsvoorstellen niet controversieel verklaard (*Handelingen I*, 2009-2010, 21).