

Bescherming tegen verwatering

Mr. M. Brons*

Een minderheidsaandeelhouder kan worden geconfronteerd met diverse nadelige gevolgen van een emissie van aandelen in het kapitaal van de BV waarin hij participeert, terwijl de wet hem daartegen vaak onvoldoende beschermt. De auteur bespreekt verschillende vormen van contractuele of statutaire bescherming tegen (de negatieve effecten van) verwatering.

1 Inleiding

De uitgifte van nieuwe aandelen kan forse invloed hebben op de positie van minderheidsaandeelhouders. Zij kunnen tegen hun wil worden geconfronteerd met een nieuwe medeaandeelhouder. Daarnaast kan de verwatering die door uitgifte optreedt ertoe leiden dat de minderheidsaandeelhouder niet langer een blokkerende stem heeft ten aanzien van belangrijke aandeelhoudersbesluiten waarvoor volgens de wet, de statuten en/of een aandeelhoudersovereenkomst een gekwalificeerde meerderheid is vereist. Afhankelijk van de bij de emissie gehanteerde prijs kan de deelneming van de minderheidsaandeelhouder bovendien minder waard worden.

De minderheidsaandeelhouder heeft beperkte mogelijkheden om zijn positie te bewaken in het besluitvormingstraject van uitgifte. In paragraaf 2 van dit artikel ga ik nader in op de positie van de minderheidsaandeelhouder bij een uitgifte van aandelen. In paragraaf 3 verken ik mogelijkheden om de minderheidsaandeelhouder preventief tegen verwatering te beschermen. In de laatste subparagrafen van paragraaf 3 besteed ik aandacht aan de techniek van het opstellen van enkele specifieke antiverwateringsclausules. Ik bespreek in deze bijdrage uitsluitend de uitgifte van aandelen in de BV.¹

2 Toetsing van het besluit tot uitgifte en het besluit tot uitsluiting van het voorkeursrecht aan artikel 2:8 BW

Een BV kan nieuwe aandelen in haar kapitaal uitgeven. Een dergelijke uitgifte is een meerzijdige rechtshandeling waarbij de vennootschap en de verkrijger(s) van de aandelen partij

zijn. Uitgifte kan slechts geschieden op grond van een besluit.² Dat besluit wordt doorgaans genomen door de algemene vergadering van de vennootschap (art. 2:206 lid 1 BW).³ Omdat het besluit tot uitgifte in de statuten van de meeste BV's niet aan een gekwalificeerde meerderheid is onderworpen⁴ en de wet evenmin een versterkte meerderheid voorschrijft, is een gewone meerderheid in de algemene vergadering vaak voldoende voor het nemen van een besluit tot uitgifte.

Om een minderheidsaandeelhouder van een BV in staat te stellen bepaalde negatieve effecten van een uitgifte te voorkomen, geeft de wet de aandeelhouders bij uitgifte een voorkeursrecht naar rato van het gezamenlijke bedrag van zijn aandelen (art. 2:206a lid 1 BW). Door uitoefening van dit voorkeursrecht verkrijgt de aandeelhouder bij uitgifte van nieuwe aandelen in beginsel een zodanig percentage van de nieuw uit te geven aandelen dat zijn procentuele deelneming in het kapitaal van de vennootschap op peil blijft. Hij moet dan uiteraard wel de voor de emissie vastgestelde prijs per aandeel betalen. Het voorkeursrecht van aandeelhouders kan echter bij iedere uitgifte door de algemene vergadering worden beperkt of uitgesloten (art. 2:206a lid 1 BW).

Zoals ieder aandeelhoudersbesluit is ook een besluit tot uitgifte van aandelen of tot het uitsluiten van het voorkeursrecht op de voet van artikel 2:15 lid 1 sub b BW vernietigbaar in geval van strijd met de in artikel 2:8 BW bedoelde redelijkheid en billijkheid. Het is denkbaar dat een besluit tot uitgifte van aandelen en uitsluiting van het voorkeursrecht onder omstandigheden vernietigbaar is als het besluit een of meer minderheidsaandeelhouders onevenredig benadeelt.⁵ Op grond van artikel 2:8 lid 1 BW moet immers door de vennootschap zorgvuldig

* Mr. M. Brons is advocaat bij Florent te Amsterdam.

1. Deze keuze wordt allereerst ingegeven door het feit dat er veel meer BV's bestaan dan NV's (volgens de Kamer van Koophandel waren er op 1 januari 2020 368.650 BV's in het Handelsregister ingeschreven tegenover 1090 NV's). Daarnaast zijn enkele van de in dit artikel besproken contractsbepalingen (zie met name par. 3.4-3.7) ontleend aan de *venture capital*-praktijk, die draait om investeringen in veelal jonge ondernemingen, die vrijwel altijd de rechtsvorm van een BV hebben.

2. Over de externe werking van het emissiebesluit bestaan in de rechtsliteratuur verschillende opvattingen. Het gaat het bestek van dit artikel te buiten om deze opvattingen integraal te bespreken. Ik ga in dit artikel uit van indirecte externe werking van het emissiebesluit, zoals ook Van der Grinten (Handboek, 1992/164.1). Daar staat tegenover de opvatting van Dortmond dat het emissiebesluit directe externe werking toekomt (preadvies KNB 1984, p. 99). Gelet op het feit dat voor de uitgifte en levering van aandelen in de BV een notariële akte vereist is, heeft dit onderscheid in de praktijk weinig betekenis bij BV's. Bij NV's kan dit anders liggen.

3. Tenzij de statuten anders bepalen of de algemene vergadering de bevoegdheid tot het nemen van emissiebesluiten heeft overgedragen aan een ander orgaan. Ik ga in deze bijdrage steeds uit van een besluit van de algemene vergadering dat met een gewone meerderheid kan worden genomen.

4. In veel aandeelhoudersovereenkomsten geldt overigens wel een gekwalificeerde meerderheid voor de uitgifte van aandelen.

5. Zie bijv. Rb. Oost-Brabant 29 november 2017, ECLI:NL:RBOBR:2017:6254, JOR 2018/65 m.nt. J. Barneveld, r.o. 4.17.

heid worden betracht met betrekking tot de belangen van aandeelhouders, waarbij relevant kan zijn dat sprake is van meerderheids- en minderheidsaandeelhouders.⁶ In een joint-ventureverhouding kan volgens de Hoge Raad een specifieke op het bestuur van de vennootschap rustende zorgplicht bestaan ten aanzien van een aandeelhouder wiens belang verwatert of dreigt te verwateren.⁷ Een voor het vraagstuk van verwatering relevante wettelijke uitwerking van artikel 2:8 BW vormt voorts het gelijkheidsbeginsel (art. 2:201 lid 2 BW), dat voorschrijft dat de vennootschap aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op gelijke wijze moet behandelen.⁸ Tot slot kan het nemen van een besluit tot uitgifte van aandelen tegen een te lage koers een onrechtmatige daad jegens een minderheidsaandeelhouder opleveren.⁹

Niettemin staat een minderheidsaandeelhouder bij een ongewenste emissie op achterstand. Hij moet het initiatief nemen (en de nodige kosten maken) om een vordering tot vernietiging in te stellen. Bovendien is de uitkomst van die procedure onzeker. Een rechter mag niet te makkelijk oordelen dat sprake is van strijd met artikel 2:8 BW;¹⁰ vernietiging is slechts mogelijk bij een voldoende ernstige schending van de door artikel 2:8 BW gegeven gedragsnorm en wanneer geen redelijk handelende aandeelhouder het aangevochten besluit in de gegeven omstandigheden had kunnen nemen. Bovendien is de vraag of een besluit wegens strijd met artikel 2:8 lid 1 BW kan worden vernietigd afhankelijk van alle omstandigheden van het geval.¹¹ De relevante omstandigheden kunnen talrijk en erg verschillend van aard zijn. Zo is bij een besluit tot uitgifte van aandelen relevant tegen welke koers die uitgifte geschiedt. Dat wil echter niet zeggen dat uitgifte tegen een koers die evident onder de waarde in het economisch verkeer ligt, zonder meer strijdig is met artikel 2:8 BW. Als de vennootschap bijvoorbeeld dringend om liquiditeit verlegen zit en emissie onder de marktwaarde de enige reële optie is om dat te realiseren, ligt vernietiging van het uitgiftebesluit wegens strijd met artikel 2:8 BW minder voor de hand, zeker als de algemene vergadering kan laten zien dat zij eerst tot het nemen van haar besluit is overgegaan na zorgvuldige afweging van de betrokken belangen.¹² Ook een beroep op het hierboven genoemde

gelijkheidsbeginsel moet worden beoordeeld aan de hand van de concrete omstandigheden van het geval: de Hoge Raad heeft bepaald dat van schending van het gelijkheidsbeginsel geen sprake is indien voor een ongelijke behandeling van de aandeelhouders een redelijke en objectieve rechtvaardiging kan worden aangewezen.¹³

De positie van een minderheidsaandeelhouder bij een ongewenste emissie is dus onzeker en hij doet er daarom goed aan om zich bij aanvang van zijn participatie contractueel (in een overeenkomst met zijn medeaandeelhouders en de vennootschap) te beschermen tegen ongewenste (effecten van) verwatering. Hierna bespreek ik enkele veelvoorkomende typen van daartoe strekkende contractuele bepalingen. Het antwoord op de vraag welke contractuele bescherming passend is, hangt af van het antwoord op de vraag tegen welk potentieel nadelig effect van een uitgifte de minderheidsaandeelhouder zich wil beschermen. Ik onderscheid de volgende mogelijke nadelige effecten:

1. toetreding van een onwelgevallige nieuwe aandeelhouder. Te denken valt aan een concurrent van de minderheidsaandeelhouder of een aandeelhouder van wie verwacht wordt dat deze een ongunstige invloed op de samenwerking tussen de aandeelhouders zal hebben;
2. verlies van zeggenschap: de situatie waarin in de statuten of een aandeelhoudersovereenkomst een zodanige gekwalificeerde meerderheid is voorgeschreven voor het nemen van bepaalde besluiten dat de minderheidsaandeelhouder ter zake van die besluiten een *de facto*-vetorecht heeft. Dat *de facto*-vetorecht kan de minderheidsaandeelhouder verliezen als het percentage van de geplaatste aandelen dat hij houdt kleiner wordt door uitgifte van nieuwe aandelen aan een derde;
3. waardeverlies: de situatie waarin er aandelen aan een derde worden uitgegeven tegen een zodanige prijs dat de waarde van de deelneming van de minderheidsaandeelhouder in absolute zin kleiner wordt.

6. HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145, NJ 2013/461 m.nt. P. van Schilfgaarde (VEB/KLM), r.o. 3.4.2.

7. HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286 m.nt. P. van Schilfgaarde (Roovers/Cancun Holding I), r.o. 4.2.2.

8. Wanneer sprake is van gelijke omstandigheden wordt op basis van de wettekst en de rechtspraak over dit onderwerp niet duidelijk. Ook de wetgever is hierover weinig concreet. De MvT vermeldt slechts: 'of de omstandigheden gelijk zijn, zal de rechter van geval tot geval moeten beoordelen' (Kamerstukken II 1978/79, 15304, nr. 3, p. 18 en Kamerstukken II 1980/81, 16551, nr. 3, p. 6).

9. Hof Amsterdam (OK) 20 december 2016, ECLI:NL:GHAMS:2016:5502, JOR 2017/228 m.nt. P. Olden (Orthocenter), r.o. 3.14.

10. HR 17 mei 1991, ECLI:NL:HR:1991:ZC0242, NJ 1991/645 m.nt. J.M.M. Macijer (Lampe/Tonnema) r.o. 3.4.

11. HR 1 maart 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD9857, NJ 2002/296 m.nt. J.M.M. Macijer (Zwagerman beheer), r.o. 3.4.

12. Het element van kenbare belangenafweging wordt nadrukkelijk genoemd in de parlementaire geschiedenis: Kamerstukken II 1984/85, 17724, nr. 6, p. 16.

13. HR 31 december 1993, ECLI:NL:HR:1993:ZC1212, NJ 1994/436 m.nt. J.M.M. Macijer (Van den Berge/Verenigde Bootlieden), r.o. 4.3.1 (2°).

Een eenvoudig voorbeeld van dit laatste effect: XYZ BV is EUR 1 miljoen waard. A houdt 100 van de 1000 geplaatste aandelen. De waarde van zijn aandelen is dus EUR 100.000. Er worden 500 nieuwe aandelen aan B uitgegeven, waardoor het belang van A verwatert van 10% naar 6,67%. Als B ten minste EUR 500.000 voor zijn aandelen betaalt, behouden de aandelen van A hun waarde: de door B gestorte EUR 500.000 wordt immers toegevoegd aan de waarde van XYZ BV, die na de emissie EUR 1.500.000 bedraagt. A houdt daarvan $6,67\% \approx \text{EUR } 100.000$. Als B echter EUR 200.000 voor zijn aandelen betaalt, pakt de emissie nadeliger uit voor A. Zijn aandelen zijn in dat geval na verwatering nog slechts ($0,067 \times 1.200.000 \approx$) EUR 80.000 waard.

3 Bescherming tegen verwatering

3.1 Vetorechten

Een eerste, vrij eenvoudige wijze om verwatering door uitgifte van aandelen te voorkomen is het bedingen van de afspraak dat aandelen slechts kunnen worden uitgegeven als de minderheidsaandeelhouder daarmee instemt. Dit kan worden bereikt door een stemovereenkomst in een aandeelhoudersovereenkomst op te nemen die voorschrijft dat de andere aandeelhouders niet voor een besluit tot uitgifte zullen stemmen als de minderheidsaandeelhouder niet met het besluit instemt. Een andere mogelijkheid is om het besluit tot uitgifte statutair en/of contractueel te onderwerpen aan (1) een zodanige gekwalificeerde meerderheid dat het besluit niet kan worden genomen zonder instemming van de minderheidsaandeelhouder, of (2) goedkeuring van de vergadering van houders van een bepaalde soort aandelen, die alle door de minderheidsaandeelhouder worden gehouden. Het vetorecht is de enige bepaling die ik in dit artikel bespreek, die de minderheidsaandeelhouder de mogelijkheid geeft om een onwelgevallige aandeelhouder buiten de deur te houden. Het vetorecht beschermt de minderheidsaandeelhouder uiteraard ook tegen verlies van zeggenschap en waardeverlies.

De aandeelhouders en de vennootschap (indien zij partij wordt bij de aandeelhoudersovereenkomst) moeten zich bij het uitwerken van een vetorecht rekenschap geven van bestaande afspraken die derden recht geven op uitgifte van nieuwe aandelen. Te denken valt aan optieovereenkomsten, converteerbare leningsovereenkomsten en werknemersparticipatieregelingen waaronder aanspraak op uitgifte van aandelen kan worden gemaakt.

Een vetorecht is voor een minderheidsaandeelhouder een zeer sterk wapen tegen verwatering, maar zal vaak niet door de vennootschap c.q. de andere aandeelhouder(s) worden geaccepteerd. De andere aandeelhouders leveren zeggenschap in die zij op grond van de wet en de statuten normaal gesproken wel hebben. Bovendien kan een dergelijk vetorecht de verdere

financiering van de vennootschap aanmerkelijk bemoeilijken. Niet alleen omdat de minderheidsaandeelhouder zijn goedkeuring aan een emissie kan onthouden, maar ook omdat het enkele bestaan van het vetorecht investeerders kan afschrikken.

3.2 Het voorkeursrecht

Een minder verstrekkend alternatief voor het vetorecht kan worden gevonden in een (statutaire of contractuele) afspraak dat het voorkeursrecht van de minderheidsaandeelhouder niet door de algemene vergadering kan worden uitgesloten. Op die manier is emissie van nieuwe aandelen mogelijk, maar houdt de minderheidsaandeelhouder steeds het recht om zijn deelneming op peil te houden door – pro rata – op de emissie in te schrijven. Anders dan bij het vetorecht kan de minderheidsaandeelhouder met het uitoefenen van zijn voorkeursrecht niet verhinderen dat hij te maken krijgt met een hem onwelgevallige nieuwe aandeelhouder. Wel kan de minderheidsaandeelhouder het voorkeursrecht gebruiken om zich te wapenen tegen verlies van zeggenschap.

Ook het risico van buitenproportioneel waardeverlies wordt gemitigeerd als het voorkeursrecht van een minderheidsaandeelhouder niet kan worden uitgesloten: als de minderheidsaandeelhouder wordt geconfronteerd met een uitgifte van aandelen tegen een zeer lage prijs per aandeel, kost het hemzelf ook relatief weinig extra geld om door uitoefening van zijn voorkeursrecht zijn deelneming op hetzelfde percentage te houden. Ligt daarentegen een uitgifte tegen een hogere waardering dan de marktwaarde voor, dan is het voor de minderheidsaandeelhouder wellicht aantrekkelijk om geen gebruik te maken van zijn voorkeursrecht. Hij heeft na de emissie weliswaar procentueel gezien een kleiner deel van het geheel, maar de waarde van het geheel is meer dan lineair toegenomen.

Voorbeeld: A houdt 20% van de aandelen in XYZ BV. De waarde van XYZ BV is EUR 10 miljoen. XYZ BV geeft aan Q een zodanig aantal nieuwe aandelen uit dat Q na die uitgifte 10% van de aandelen houdt. Q betaalt voor deze nieuwe aandelen EUR 3 miljoen aan XYZ BV. A verwatert weliswaar (naar ongeveer 18%), maar de waarde van zijn deelneming is gestegen van (20% van EUR 10 miljoen =) EUR 2 miljoen naar (18% van EUR 13 miljoen \approx) EUR 2,34 miljoen.

Het neutraliseren van de mogelijkheid om het voorkeursrecht uit te sluiten kan dus bescherming bieden tegen verlies van zeggenschap en het dempt onder omstandigheden mogelijk waardeverlies. Niettemin passen hier enkele kanttekeningen: ten eerste hebben houders van preferente aandelen in beginsel geen voorkeursrecht bij de uitgifte van gewone aandelen

(art. 2:206a lid 2 BW).¹⁴ Ten tweede: het (niet kunnen uitsluiten van het) voorkeursrecht biedt alleen effectieve bescherming als de minderheidsaandeelhouder over de financiële middelen beschikt om het voorkeursrecht ook daadwerkelijk uit te kunnen oefenen. Andere aandeelhouders kunnen overwegen het voorkeursrecht illusoir te maken door besluitvorming over een uitgifte op erg korte termijn te laten plaatsvinden of deze te initiëren op een moment waarop zij weten dat de minderheidsaandeelhouder niet de gelegenheid heeft financiering van zijn pro-ratadeel van de uitgifte te arrangeren. De minderheidsaandeelhouder kan dit risico ecarteren door te bedingen dat de statuten en/of de aandeelhoudersovereenkomst voorzien in voldoende lange termijnen om zijn deelname aan de emissie te financieren. Een andere, meer ingrijpende mogelijkheid is het bedingen van een zogenaamd 'catch-up'-recht. Een dergelijk recht geeft een aandeelhouder die bij een emissie geen gebruik heeft gemaakt van zijn voorkeursrecht de mogelijkheid om binnen een bepaalde periode na die emissie alsnog een zodanig aantal aandelen uitgegeven te krijgen dat nodig is om hetzelfde percentage van de aandelen te houden als hij voor de betreffende emissie hield. Ik merk daarbij op dat een dergelijke afspraak alleen effectief is als deze niet alleen met de vennootschap, maar ook met haar aandeelhouders wordt gemaakt en van die aandeelhouders wordt bedongen dat zij bij uitoefening van het *catch-up*-recht niet alleen zullen stemmen voor een besluit tot uitgifte, maar daarbij ook afstand doen van hun eigen voorkeursrecht.

Ik merk ten slotte op dat aandeelhouders erop bedacht moeten zijn dat zij geen voorkeursrecht hebben op aandelen die worden uitgegeven aan werknemers van de vennootschap of van een groepsmaatschappij (art. 2:206a lid 1 BW).¹⁵

3.3 Contractuele bescherming tegen waardeverlies¹⁶

Het gebruik van het voorkeursrecht als bescherming tegen verwatering kan nadelig zijn voor zowel de minderheidsaandeelhouder als de vennootschap c.q. meerderheidsaandeelhouder die een emissie van aandelen aan een derde nastreeft. De minderheidsaandeelhouder wordt voor een keuze gesteld: bijstorten

of verwateren. Bijstorten kan, afhankelijk van de toepasselijke prijs per aandeel, een kostbare zaak zijn. Voor de vennootschap kan de mogelijkheid dat een minderheidsaandeelhouder gebruik maakt van zijn voorkeursrecht de onderhandelingen met een nieuwe investeerder bemoeilijken: de investeerder en de vennootschap willen op enig moment in de onderhandelingen zekerheid hebben over het bedrag van de investering en het aantal aandelen dat de investeerder in ruil daarvoor ontvangt. Het uitoefenen van een voorkeursrecht, waarbij een zittende aandeelhouder zijn pro-ratadeel van de uitgegeven aandelen opeist, kan dat proces doorkruisen. Om deze redenen komen partijen in de praktijk vaak contractuele bescherming tegen waardeverlies overeen in plaats van een clause die ertoe strekt dat het voorkeursrecht niet kan worden uitgesloten. Clauses die beogen bescherming te bieden tegen waardeverlies worden in de praktijk vaak 'antiverwateringsbeding' genoemd. Die term is in die zin wat onzuiver dat de betreffende afspraken niet in alle gevallen voorkomen dat het percentage van de geplaatste aandelen dat de minderheidsaandeelhouder houdt, verkleint; de nadruk ligt vaak slechts op het voorkomen of mitigeren van *waardeverlies*. Om aan te sluiten bij de contracteerpraktijk doel ik met de term *antiverwateringsbeding* in het vervolg van deze bijdrage niettemin op een contractuele bepaling die voorziet in uitgifte van aandelen aan een aandeelhouder in bepaalde gevallen waarin nieuwe aandelen aan een derde worden uitgegeven, om – in meer of mindere mate – het waardeverlies tegen te gaan dat het gevolg zou zijn van de uitgifte.

De meest verstrekkende antiverwateringsclause is de variant waarin een aandeelhouder er recht op heeft om bij elke uitgifte, ongeacht de gehanteerde prijs per aandeel, een zodanig aantal aandelen te ontvangen als nodig is om zijn oorspronkelijke percentage te behouden. Ik noem dat in het vervolg een ongeclausuleerd antiverwateringsbeding. Een simpel voorbeeld van een dergelijke clause ten gunste van een minderheidsaandeelhouder A die 10% van de aandelen in het kapitaal van XYZ BV houdt, luidt als volgt:

XYZ BV zal bij iedere uitgifte van aandelen in haar kapitaal aan enige andere partij dan A, gelijktijdig en tegen betaling van de nominale waarde een zodanig aantal nieuwe aandelen (van gelijke soort) in het kapitaal van XYZ BV aan A uitgeven dat A na die uitgifte 10% van het geplaatste aandelenkapitaal van XYZ BV houdt. De aandeelhouders van XYZ BV zullen hun stemrecht in de algemene vergadering van XYZ BV op zodanige wijze uitoefenen dat (en ook overigens hun volledige medewerking eraan verlenen dat) XYZ BV haar verplichtingen jegens A op grond van de vorige zin kan nakomen.

Hoewel het bedingen van een ongeclausuleerd antiverwateringsbeding vanuit het perspectief van de minderheidsaandeelhouder wenselijk is, komt het in de praktijk zelden voor. De reden daarvoor is dat de minderheidsaandeelhouder met gebruikmaking van deze bepaling tegen betaling van slechts de

14. Dat is met name voor de *venture capital*-praktijk een zeer relevant nadeel, omdat *venture capital*-investeerders in veel gevallen bij hun investering cumulatief preferente aandelen verwerven.

15. Zie voor een voorbeeld waarbij de uitgifte van aandelen aan personeel werd gekwalificeerd als een oneigenlijke wijze om de zeggenschap van een aandeelhouder te neutraliseren: Hof Amsterdam (OK) 8 maart 2001, ECLI:NL:GHAMS:2001:AB0446 (Gucci), r.o. 4.4.

16. In theorie zouden antiverwateringsclauses zoals ik deze in par. 3.3-3.7 bespreek ook in de statuten van de vennootschap kunnen worden opgenomen. Dat gebeurt echter zelden. Ik neem aan dat de belangrijkste overweging om dat niet te doen is dat statuten openbaar raadpleegbaar zijn en een aandeelhoudersovereenkomst niet. Een andere overweging kan zijn dat het eenvoudiger is om een aandeelhoudersovereenkomst te wijzigen: dat kan bij onderhandse akte. Tussenkomen van een notaris is niet vereist. Ten slotte geldt dat aandeelhoudersovereenkomsten alleen kunnen worden gewijzigd als alle partijen bij de aandeelhoudersovereenkomst daarmee instemmen. De partij die de antiverwateringsclause heeft bedongen, zal daarom de voorkeur geven aan het opnemen van de bepaling in een overeenkomst in plaats van in de statuten, vooral als de statuten van de vennootschap wel zonder zijn medewerking kunnen worden gewijzigd.

nominale waarde van aandelen kan meeprofiten van enorme waardeinstijgingen.

Voorbeeld: B heeft XYZ BV opgericht en daarbij 90 aandelen genomen, met een nominale waarde van een eurocent ieder. A is niet actief binnen de vennootschap, maar heeft kort na oprichting van XYZ BV een deelneming van 10% (10 nieuwe aandelen) verworven tegen betaling van EUR 10.000. De onderneming wordt nadien onder leiding van B erg succesvol en vijf jaar later stapt een nieuwe investeerder C in, die 45% van de aandelen (82 nieuwe aandelen) wil verwerven tegen betaling van EUR 7 miljoen. De onderneming is als geheel dus meer dan EUR 15,5 miljoen waard geworden. Van die totale waarde bezit A na de uitgifte 10/182e deel (5,49%), dus EUR 853.658. Zijn aandelen hebben dus een significante waardeinstijging ondergaan. B houdt nog 90/182e deel, dus 49,45% van de aandelen. Als A bij zijn toetreding de hierboven genoemde antiverwateringsclausule zou hebben bedongen, dan zou hij tegen betaling van enkele eurocenten zijn belang opnieuw op 10% kunnen brengen. Dat levert voor A een buitenproportioneel profijt van de investering van C op: zijn belang vertegenwoordigt dan immers een waarde van ruim EUR 1,55 miljoen. De investering gaat bovendien ten koste van B: als C zijn 45% krijgt en A aanspraak maakt op zijn antiverwateringsbeding, resteert er voor B nog 45%, een verlies van 4,45% (en dus van bijna EUR 700.000 aan waarde).

Het bovenstaande voorbeeld laat zien dat een ongeclausuleerd antiverwateringsbeding tot zeer onevenwichtige situaties kan leiden. De bovenbeschreven gang van zaken kan B, de *founder* en directeur van het bedrijf, ernstig demoraliseren, wat de continuïteit van de onderneming onder druk kan zetten. De aanwezigheid van een ongeclausuleerd antiverwateringsbeding schrikt investeerders dus al snel af.

3.4 (De logica van) bescherming tegen een down round

Dat het voorbeeld in paragraaf 3.3 zo onredelijk uitpakt, komt doordat A buitenproportioneel meeprofiteert van een significante waardeinstijging. Het is om die reden dat een antiverwateringsbeding in de praktijk vaak slechts geldt in geval van een *waardedaling*, en wel ten opzichte van de waardering van de onderneming waartegen de betreffende aandeelhouder zelf is ingestapt. Stel: een aandeelhouder A verwerft 20% van de aandelen in het kapitaal van ABC BV tegen een prijs van EUR 10 per aandeel. Een jaar later geeft de vennootschap nieuwe aandelen uit aan B tegen een prijs van EUR 7 per aandeel. A wil zich tegen dit scenario (dat in de praktijk een *down round* wordt genoemd) op voorhand beschermen door af te spreken dat aan hem een zodanig aantal extra aandelen wordt uitgege-

ven dat hij, over het geheel beschouwd, gemiddeld EUR 7 per aandeel heeft betaald.

Clausules met een dergelijke strekking komen veel voor en lijken ook logisch: geen aandeelhouder wil achteraf bezien toch 'te veel betaald hebben'? De vraag is echter of dit een rationele benadering is. Economisch gezien valt goed te betogen dat een uitgifte aan B geen reden voor compensatie van A is, als de prijs per aandeel die B betaalt op dat moment de marktwaarde van het aandeel reflecteert. Het kan immers zo zijn dat ABC BV tussen de toetreding van A en de toetreding van B simpelweg minder waard is geworden. Dat gegeven zou ervoor pleiten om een antiverwateringsbeding niet te laten zien op een *down round*, maar op een uitgifte tegen een waardering die *onder de marktwaarde ligt*. Waarom knopen antiverwateringsclausules dan veelal toch aan bij de prijs die de aandeelhouder zelf heeft betaald? Ik heb de indruk dat hier zogenaamde *behaviorial biases* een rol spelen: vooroordelen die leiden tot irrationele (investerings)beslissingen en -attitudes. Te denken valt aan de zogenaamde *anchoring bias*¹⁷ die maakt dat het getal van de waardering waartegen een investeerder zelf is ingestapt een overdreven grote rol gaat spelen bij de bepaling van de vraag of de waardering waartegen een volgende investeerder instapt rechtvaardig is. Daarnaast is er de *loss aversion bias*¹⁸ die ervoor zorgt dat een aandeelhouder zich bij het bedingen van een antiverwateringsclausule bovenmatig richt op het voorkomen van een situatie waarin hij verlies percipieert, terwijl hij de kans laat liggen om de clausule zo in te richten dat hij juist extra waarde *wint*.

Voorbeeld: A is ingestapt tegen een prijs per aandeel van EUR 100. A richt het antiverwateringsbeding zo in dat dit hem beschermt tegen uitgiftes tegen een koers onder de EUR 100. Door zich blind te staren op het getal 100 (*anchoring*) en het risico van gepercipieerd koersverlies (*loss aversion*) heeft A er geen oog meer voor dat zich ook een situatie kan voordoen dat de waarde van een aandeel in de onderneming inmiddels in werkelijkheid EUR 200 is geworden, terwijl B instapt op een koers van slechts EUR 150. Een dergelijke uitgifte kan A alleen nog verhinderen als hij een vetorecht op de uitgifte van aandelen heeft bedongen (zie par. 3.1).

Naast de aanwezigheid van biases kan het beperken van het toepassingsbereik van antiverwateringsclausules tot *down rounds* overigens ook een praktische achtergrond hebben: het meest logische alternatief zou een bepaling zijn die van toepassing is op uitgiftes onder de *marktwaarde*. De waardering van een onderneming is echter een complexe en tijdrovende aange-

17. A. Tversky & D. Kahneman, Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, *Science* (185) 1974, afl. 4157, p. 1124-1131.

18. D. Kahneman & A. Tversky, Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica* (47) 1979, p. 263-291.

legenheid, waarvoor bij geschil dure deskundigen moeten worden geraadpleegd. Een dergelijk waarderingstraject is voor veel aandeelhouders een onaantrekkelijk perspectief, terwijl in veel gevallen simpelweg de tijd ontbreekt om in het kader van een emissie aan een derde tot een door alle zittende aandeelhouders gedragen waarderingsrapport te komen. Uiteraard kan een contractuele formule voor de bepaling van de marktwaarde van de onderneming uitkomst bieden, maar ook daaraan kleven risico's.¹⁹ Ik bespreek hieronder daarom toch clausules die beogen de minderheidsaandeelhouder tegen een down round te beschermen.

3.5 Full ratchet-antiverwateringsclausule

Een met enige regelmaat voorkomende clausule is het zogenaamde *full ratchet*-antiverwateringsbeding. De strekking van deze bepaling is dat de aandeelhouder die met een down round wordt geconfronteerd, bij die down round een zodanig aantal extra aandelen krijgt uitgegeven dat hij gemiddeld per aandeel exact de prijs van de down round heeft betaald.

Voorbeeld 3.5.1: X heeft 100 aandelen ABC BV gekocht tegen een prijs van EUR 100.000 (en dus EUR 1000 per aandeel). Een halfjaar later worden er aan Y 100 nieuwe aandelen uitgegeven tegen een koers van EUR 800 per aandeel. Toepassing van het *full ratchet*-antiverwateringsbeding zorgt ervoor dat, tegelijkertijd met de uitgifte aan Y, tevens 25 nieuwe aandelen worden uitgegeven aan X (tegen betaling van slechts de nominale waarde), zodat X in totaal voor 125 aandelen EUR 100.000 heeft betaald, en dus EUR 800 per aandeel, net als Y.

Een voorbeeld van een *full ratchet*-antiverwateringsbeding in een investeringsovereenkomst waarbij X aandelen ABC verwerft tegen EUR 10 per aandeel zou als volgt kunnen luiden:²⁰

Als de Vennoetschap na de datum van deze Overeenkomst aan enige andere partij dan X nieuwe Aandelen uitgeeft (van welke klasse of welk type dan ook en met inbegrip van warrants, opties of andere rechten die aanspraak kunnen geven op uitgifte van Aandelen) tegen een prijs per Aandeel die lager is dan EUR 10 (een 'Down Round'), dan zal de prijs per Aandeel die X op de voet van artikel [...] van deze Overeenkomst betaalt, worden aangepast door uitgifte van een zodanig aantal nieuwe Aandelen (de 'Antiverwaterings-

aandelen') aan X, tegen betaling van slechts de nominale waarde van de Antiverwateringsaandelen, dat X na de Down Round zoveel Aandelen houdt als hij, tegen betaling van de Investering vermeerderd met de nominale waarde van de Antiverwateringsaandelen, zou hebben verkregen bij toepassing van de prijs per Aandeel van de Down Round.

Hoewel het *full ratchet*-antiverwateringsbeding dus uitsluitend wordt geactiveerd bij een down round en in zoverre dus minder ingrijpend is dan een ongeclausuleerd antiverwateringsbeding (zie par. 3.3), is de bepaling toch riskant voor de vennootschap en de overige aandeelhouders. De reden daarvoor is dat het *full ratchet*-antiverwateringsbeding geen rekening houdt met de omvang van de down round. Anders gezegd: de aandeelhouder met deze vorm van bescherming ontvangt dezelfde compensatie, ongeacht het aantal aandelen dat de vennootschap in de down round uitgeeft. In voorbeeld 3.5.1 is dit effect niet meteen zichtbaar. Het volgende scenario laat echter de mogelijke verstrekkende gevolgen van deze vorm van bescherming zien:

Voorbeeld 3.5.2: X heeft 1000 (gelijk aan 10% van alle) aandelen ABC BV gekocht tegen een prijs van EUR 1 miljoen (en dus EUR 1000 per aandeel). Een halfjaar later heeft ABC BV te kampen met een tijdelijke liquiditeitskrapte: zij heeft met spoed EUR 10.000 nodig om enkele opeisbare schulden te voldoen aan schuldeisers die dreigen met rechtsmaatregelen. Geen bank wil een overbruggingskrediet verschaffen. X wil niet bijstorten en de overige aandeelhouders hebben niet de vereiste liquide middelen om te storten. Uiteindelijk vindt de Vennoetschap Y bereid om de benodigde EUR 10.000 te financieren, tegen uitgifte van 20 nieuwe aandelen, derhalve EUR 500 per aandeel. Op grond van de *full ratchet*-antiverwateringsclausule zou X in dit geval (tegen betaling van slechts de nominale waarde) $((1.000.000 / 500) - 1.000 =)$ 1000 nieuwe aandelen krijgen. De deelneming van X verdubbelt bijna, terwijl de down round maar zeer beperkt van omvang is.

Voorbeeld 3.5.2 laat zien dat toepassing van het *full ratchet*-antiverwateringsbeding tot zeer onredelijke resultaten kan leiden. De vennootschap en haar aandeelhouders zouden daarom bij voorkeur niet met deze bepaling moeten instemmen. Overigens is het maar de vraag of deze bepaling wel in het belang van de aandeelhouder is die de bescherming heeft bedongen: zij pakt rekenkundig weliswaar zeer gunstig voor hem uit, maar de aanwezigheid van deze bepaling kan er ook in resulteren dat er simpelweg geen nieuwe investeerders kunnen worden gevonden.

19. Het gaat het bestek van dit artikel te buiten om dit gedegen toe te lichten. Ik volsta met een simpel voorbeeld: als contractueel wordt afgesproken dat de waarde van de onderneming wordt vastgesteld door haar EBITDA te vermenigvuldigen met een factor 7, dan kunnen er bij een uitgifte mogelijk onbedoelde effecten optreden als een normaliter winstgevendende vennootschap in het betreffende boekjaar incidenteel een negatieve EBITDA realiseert.

20. Omwille van de leesbaarheid van dit artikel neem ik in de voorbeeldbepalingen geen uitvoerige definities op van termen waarvan de betekenis voor de hand ligt.

3.6 *Weighted average-clausules*

Anders dan de *full ratchet*-antiverwateringsclausule, heeft een *weighted average*-clausule oog voor de proportionele relevantie van de uitgifteprijs die in de down round wordt gehanteerd. Ook deze vorm van antiverwateringsbescherming gaat uit van compensatie door uitgifte van nieuwe aandelen, maar daarvoor wordt een *gewogen* gemiddelde prijs per aandeel berekend, die recht doet aan de vraag of er in de down round veel of weinig nieuwe aandelen worden uitgegeven. Het in woorden uitschrijven van een dergelijke clausule levert al snel een lange en moeilijk leesbare tekst op. Het is daarom aan te raden een deel van de bepaling, te weten het deel dat gaat over de vaststelling van de gecorrigeerde prijs per aandeel, neer te leggen in een rekenkundige formule. Een basisvoorbeeld van een *weighted average*-clausule is het volgende:

Indien de Vennootschap na de datum van deze Overeenkomst Aandelen uitgeeft (of opties, warrants of andere direct of indirect in Aandelen te converteren rechten), tegen een prijs per Aandeel die lager ligt dan de prijs per Aandeel die X op grond van artikel [...] heeft betaald (een 'Down Round'), zijn Partijen verplicht om het ertoe te leiden dat de Vennootschap aan X een zodanig aantal extra Aandelen uitgeeft tegen betaling van de nominale waarde (de 'Antiverwateringsaandelen') als nodig is om een situatie te bewerkstelligen dat de gemiddelde storting per Aandeel van X op alle door X gehouden Aandelen (inclusief de Antiverwateringsaandelen) gelijk zal zijn aan:

$$\frac{P1 \times A1 + P2 \times A2}{A1 + A2}$$

waarbij:

P1 gelijkstaat aan EUR 10;

A1 gelijk is aan het aantal geplaatste aandelen in het kapitaal van de Vennootschap direct voorafgaand aan de Down Round;

P2 gelijk is aan de prijs per Aandeel die geldt in de Down Round;

A2 gelijk is aan het aantal aandelen in het kapitaal van de Vennootschap dat bij de Down Round wordt uitgegeven (met uitzondering van de Antiverwateringsaandelen).

De bovenstaande bepaling is een voorbeeld van een zogenaamde *broad based weighted average*-clausule. In deze variant is A1 gelijk aan het totale aantal geplaatste aandelen. Er komen ook varianten voor waarbij A1 een beperkter aantal aandelen representeert, bijvoorbeeld het aantal aandelen dat voorafgaand aan de down round wordt gehouden door de beschermde aandeelhouder. Dergelijke varianten worden *narrow based weighted average clause* genoemd en pakken rekenkundig gunstiger uit voor de beschermde aandeelhouder dan de *broad based weighted average clause*.

3.7 *Enkele aandachtspunten voor het opstellen van een antiverwateringsbeding*

De in paragraaf 3.6 opgenomen voorbeeldclausule is omwille van de leesbaarheid in betrekkelijk basale vorm weergegeven. In de praktijk vereist het opstellen van dit soort clausules maatwerk. Ik noem een (niet limitatief bedoeld) aantal aandachtspunten:

1. De voorbeeldclausule vermeldt betaling van de nominale waarde van de aandelen, nu artikel 2:191 lid 1 BW bepaalt bij het nemen van een aandeel dat het nominale bedrag van dat aandeel moet worden gestort. Het is zaak hiermee rekening te houden bij het bewerken van uit de Angelsaksische praktijk overgenomen voorbeeldbepalingen, die dikwijls vermelden dat de beschermingsaandelen 'at no cost' worden uitgegeven.
2. In veel gevallen is de nominale waarde per aandeel laag. Als de nominale waarde daarentegen hoog is, kan dat diverse problemen geven bij de toepassing van een antiverwateringsbeding: de aandeelhouder die de bescherming heeft bedongen, zal een relatief hoog bedrag moeten betalen om de extra aandelen te verwerven die bedoeld zijn om hem tegen verwatering te beschermen. Voor de andere aandeelhouders is een hoge nominale waarde ook nadelig: voor de berekening van het aantal aandelen dat aan de beschermde aandeelhouder wordt uitgegeven, telt ook de betaalde nominale waarde per beschermingsaandeel mee, als gevolg waarvan de andere aandeelhouders verder verwateren dan nodig is om het verschil tussen de instapprijs van de beschermde aandeelhouder en de down round goed te maken. Het probleem van een hoge nominale waarde per aandeel kan overigens betrekkelijk eenvoudig worden verholpen door op de voet van artikel 2:208 lid 1 BW bij statutenwijziging de nominale waarde per aandeel te verlagen.
3. Het hierboven beschreven aandachtspunt van de verplichte betaling van de nominale waarde van een aandeel kan verder worden gemitigeerd door contractueel te voorzien in verrekening van de verplichting tot betaling van de nominale waarde met eerder gestort agio, bijvoorbeeld als volgt:

De stortingsplicht op de Antiverwateringsaandelen zal worden voldaan door omzetting van een met de stortingsplicht corresponderend deel van de agioreserve met betrekking tot de Aandelen, of, voor zover dit niet mogelijk is, tegen betaling van de nominale waarde van die Aandelen.

4. Het BW voorziet niet in de mogelijkheid van het houden van fracties van aandelen in een BV. Het is daarom aan te bevelen om in de bepaling op te nemen hoe het aantal uit te geven aandelen wordt afgerond (naar boven of naar beneden). Daarnaast geldt uiteraard dat afrondingsverschillen een groter effect kunnen krijgen naarmate er minder aandelen zijn geplaatst. Dit probleem kan worden weggenomen door het aandelenkapitaal bij statutenwijzi-

- ging opnieuw in te delen in een groter aantal geplaatste aandelen.
5. Wijzigingen in het aandelenkapitaal (zoals de hierboven al genoemde wijzigingen in de nominale waarde per aandeel of het aantal geplaatste aandelen) die op een later moment worden doorgevoerd, kunnen de werking van het antiverwateringsbeding ondermijnen. Als na de datum van de investering van de beschermde aandeelhouder het aantal geplaatste aandelen bij statutenwijziging wordt gewijzigd van 100 naar 10.000 om de verhandelbaarheid van die aandelen te vergroten, dan zal de prijs per aandeel voor toepassing van het antiverwateringsbeding voortaan met een factor 100 moeten worden verhoogd. Het is raadzaam om een bepaling in de overeenkomst op te nemen die in correctie van het antiverwateringsmechanisme voorziet voor dit soort gevallen, bijvoorbeeld door onmiddellijk voor de definitie van 'Down Round' in te voegen:

(daarbij rekening houdend met eventuele aandelensplitsing, herkapitalisatie, wijziging van de nominale waarde van de Aandelen of enige vergelijkbare transactie)

6. De keuze voor de ene of de andere vorm van antiverwateringsbescherming hoeft niet altijd zwart-wit te zijn. Bij wijze van compromis komen in de praktijk onder meer varianten voor waarin:
- a. uitgegaan wordt van een aantal beschermingsaandelen dat wordt berekend door het gemiddelde van toepassing van een *weighted average*-clausule en een *full ratchet*-clausule toe te passen;
 - b. aanvankelijk *full ratchet*-bescherming geldt en na verloop van een bepaalde tijd een *weighted average*-clausule;
 - c. na verloop van tijd iedere antiverwateringsbescherming vervalt.
7. Als gezegd is de uitgifte van aandelen (dus ook uitgifte van aandelen in verband met uitoefening van een antiverwateringsbeding) een rechtshandeling tussen de vennootschap en de partij die de aandelen koopt. De vennootschap kan echter pas tot uitgifte overgaan als de algemene vergadering daartoe heeft besloten. Bovendien hebben de overige aandeelhouders in beginsel een voorkeursrecht. Het is dus zaak om het antiverwateringsbeding overeen te komen met zowel de vennootschap als de andere aandeelhouders en die afspraak te versterken met een stemovereenkomst die de andere aandeelhouders bij uitoefening van rechten onder het antiverwateringsbeding verplicht om te stemmen voor uitgifte en uitsluiting van hun voorkeursrecht.
8. De vennootschap doet er goed aan uitzonderingen op de antiverwateringsbescherming te bedingen voor uitgiftes van aandelen aan werknemers in verband met een lopende werknemersparticipatieregeling.

9. De in deze bijdrage besproken voorbeeldclausules gaan steeds uit van één soort aandelen. Het is voor de minderheidsaandeelhouder die bescherming bedingt raadzaam om aandacht te besteden aan de mogelijkheid dat er andersoortige aandelen worden uitgegeven, zoals (cumulatief) preferente aandelen, en expliciet te bedingen dat het antiverwateringsbeding ook betrekking heeft op uitgifte van andere typen of klassen van aandelen.
10. Een voorwaarde die door de vennootschap nog wel eens wordt gesteld aan het inroepen van een antiverwateringsbeding is dat de minderheidsaandeelhouder die de bescherming inroept, zelf ook een bepaald minimumbedrag investeert tegen de prijs per aandeel die geldt voor de nieuw toetredende aandeelhouder. In goed Nederlands noemt men dit ook wel een *pay to play*-clausule.
11. Het is van belang om, ter vermindering van misverstand, duidelijk op te schrijven dat uitgifte van beschermingsaandelen aan een beschermde aandeelhouder op zichzelf niet leidt tot hernieuwde activering van het antiverwateringsbeding, nu dit in theorie tot een oneindige reeks compenserende uitgiftes zou leiden. Dat dit niet de bedoeling van een antiverwateringsbeding is, lijkt evident, maar vooral in een situatie waarin meerdere aandeelhouders antiverwateringsbescherming genieten (en bij uitoefening van de antiverwateringsbescherming elkaars beschermingsclausules over en weer oneindig kunnen blijven activeren), is het raadzaam dit te verduidelijken.

Een goed antiverwateringsbeding moet met aandacht en oog voor alle relevante facetten van de onderneming worden ingericht. Dat de contractsvrijheid van partijen niet zonder grenzen is, ook niet ten aanzien van antiverwateringsclausules, blijkt uit het al wat oudere, maar zeker lezenswaardige Gorillapark-arrest.²¹ In deze zaak was aan de orde dat de vennootschap dringend behoefte had aan financiering. De vennootschap stelde een investeringsplan op dat mede voorzag in een aanpassing van de bestaande aandeelhoudersovereenkomst. Minderheidsaandeelhouder IIP stelde dat van hem niet kon worden verwacht dat hij met de aangepaste overeenkomst zou instemmen, omdat deze ten opzichte van de bestaande aandeelhoudersovereenkomst voorzag in een minder gunstig antiverwateringsbeding. Het hof overwoog dat IIP hierdoor, mede gelet op de financiële noodsituatie waarin de vennootschap zich bevond, handelde in strijd met de redelijkheid en billijkheid die hij jegens de vennootschap en de andere aandeelhouders in acht moest nemen. Het beroep van IIP op het oorspronkelijke antiverwateringsbeding werd naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onaanvaardbaar geoordeeld.

4 Tot slot

Ik heb er in deze bijdrage op gewezen dat de minderheidsaandeelhouder kan worden geconfronteerd met verschillende nadelige gevolgen van een emissie van aandelen in het kapitaal van de BV waarin hij participeert, terwijl de wet hem daarte-

21. Hof Amsterdam 25 april 2002, ECLI:NL:GHAMS:2002:AG8134, JOR 2002/128 (Gorillapark), r.o. 4.14.

gen vaak onvoldoende beschermt. Hij doet er daarom goed aan om bij aanvang bescherming tegen verwatering te bedingen. Om de juiste vorm van bescherming te kunnen vaststellen, dient de minderheidsaandeelhouder de vraag te beantwoorden tegen welk ongewenst effect van een emissie hij precies bescherming zoekt: gaat het om het buiten de deur houden van een onwelgevallige nieuwe aandeelhouder, het verlies van zeggenschapsrechten of waardeverlies? Ik heb gesignaleerd dat de wens om bescherming tegen waardeverlies te bedingen in de praktijk vaak vrijwel gedachteloos wordt vertaald in contractuele bescherming die wordt geactiveerd bij een zogenaamde down round, terwijl dat economisch gezien niet steeds rationeel hoeft te zijn. Aan het slot van deze bijdrage heb ik gewezen op enkele aandachtspunten bij het opstellen van een goed werkend antiverwateringsbeding. De lijst is niet limitatief bedoeld, maar als een aansporing om aan maatwerk*drafting* te doen.