

MEMORANDUM

POST-COVID-19 DE VALKUILEN VAN VENTURE CAPITAL

De huidige COVID-19 crisis heeft een groot aantal ondernemingen – en meer in het bijzonder startende ondernemingen waarvan het werkkapitaal vaak ontoereikend is – zwaar getroffen.

Als gevolg daarvan raken beloftevolle ondernemingen “opgedroogd” en moeten zij dringend op zoek naar externe bronnen van financiering.

Gelet op de huidige omstandigheden, is de zoektocht naar vers kapitaal niet eenvoudig. Durfkapitaalverschaffers (“VC”, refererend naar Venture Capital) zullen in dit verband investeringsmogelijkheden zien, maar zullen slechts investeren onder strenge voorwaarden, aangezien de huidige crisis een bijkomende risicofactor vormt.

In dit memorandum zal dieper worden ingegaan op het zogenaamde preferentieel liquidatiemechanisme.

1. Wat is een preferentieel liquidatiemechanisme?

Dit is een recht dat over het algemeen (i) verbonden is aan een categorie van preferente aandelen die aan een VC zijn uitgegeven, (ii) in werking treedt indien er middelen zijn die worden uitgekeerd ingeval van een zgn. *Liquidity Event*, en (iii) inhoudt dat de VC de uitgekeerde middelen ontvangt voor enige andere aandeelhouder.

Kortom, dergelijk mechanisme implementeert het “*last in first out*”-principe en laat toe dat de VC haar geïnvesteerde bedrag (of soms meer indien de VC de toepassing van een meervoudig of minimumrendement heeft verkregen) terugverdient bij voorrang op enige andere aandeelhouder. In die zin is het de bedoeling om de VC te beschermen tegen potentiële verliezen van een onderneming waaraan zij gelden heeft verstrekt.

De gekozen benaming is echter onvolledig en zelfs misleidend, aangezien de draagwijdte ruimer is dan de naam doet vermoeden. Zij is namelijk zowel van toepassing op de zogenaamde “klassieke” liquidaties (d.w.z. een al dan niet verlieslatende, vrijwillige of door derden geïnitieerde vereffening) als op de “feitelijke liquidatie”, die gewoonlijk een overdracht van aandelen of een overdracht van alle of een aanzienlijk deel van de activa van de onderneming omvat. Indien er middelen voorhanden zijn die voor uitkering vatbaar zijn, zal het preferentieel mechanisme haar uitwerking krijgen. Dientengevolge staat een preferentieel liquidatiemechanisme *mutatis mutandis* gelijk aan een overeenkomst tussen aandeelhouders en een VC, omtrent de verdeling van middelen in voormelde scenario's, met name het slechtste geval (een liquidatie met verlies) of het beste geval (een uittreding onder de vorm van een overdracht van aandelen).

2. Wat is het belang van preferentieel liquidatiemechanisme voor de venture capital markt?

Investeren in het kapitaal van een onderneming, met name in start-ups of scale-ups, brengt aanzienlijke risico's met zich mee. Deze klassieke risico's worden bovendien uitvergroot door de huidige crisis en de onzekere toekomstperspectieven.

Het is in het belang van de VC om aandelen in het kapitaal te hebben of te kunnen verwerven. Indien de onderneming uitdraait op een succes, zal de VC haar graantje kunnen meepikken van de gerealiseerde winsten. Om tegemoet te komen aan de bezorgheden van de praktijk, werd het mechanisme van de preferentiële liquidatie ontwikkeld. Het laat de VC toe om, naast haar hoedanigheid van aandeelhouder, tevens een vergelijkbare positie als schuldeiser te bekomen. VC's verwerven in die zin een hybride positie, waarbij de voordelen verbonden aan schuldfinanciering worden gecombineerd met de voordelen verbonden aan kapitaalfinanciering. Deze hybride positie stelt de VC in staat om te genieten van de voordelen bij wetslagen van de onderneming en om haar blootstelling aan negatieve risico's tot een minimum te herleiden.

Dergelijke mechanismes werden daarenboven door de praktijk in het leven geroepen om de knelpunten verbonden aan venture capital te 'corrigeren'. Het gaat daarbij om discrepanties die bestaan op vlak van de betaalde prijs voor de aandelen van een onderneming, met name het verschil in waarde waaraan de oprichters hebben ingeschreven en de waarde waaraan een VC dient in te schrijven.

3. Moet een preferentieel liquidatiemechanisme worden gezien als zijnde oneerlijk?

In de eerste plaats dient te worden opgemerkt dat dit soort mechanismes geenszins een wondermiddel zijn dat VC's beschermt tegen alle risico's. Ingeval van insolventie blijft er vaak niets meer over voor zowel de aandeelhouder als de VC. Dit is dan ook meteen de reden waarom een VC dergelijk preferentieel liquidatiemechanisme wenst toe te passen. Zij doen vaak aanzienlijke investeringen in ondernemingen die voor het grootste deel onder controle blijven van de oorspronkelijke aandeelhouders / oprichters. De implementatie van een preferentieel liquidatiemechanisme wordt daarom vaak beschouwd als een *conditio sine qua non* voor de VC.

4. Hoe zit het met de financiële voorwaarden?

Een preferentieel liquidatiemechanisme bevat gewoonlijk twee belangrijke componenten, met name (i) de toekenning van een preferentieel dividend / liquidatiebonus en (ii) de deelname aan de winst die overblijft na de uitkering van het preferentieel dividend / liquidatiebonus. Zoals hierboven vermeld, is het preferentieel liquidatiemechanisme erop gericht om de VC de mogelijkheid te geven om het door haar geïnvesteerde bedrag (of een veelvoud daarvan of een minimumrendement) te recupereren bij voorrang op enige andere aandeelhouder indien en voor zover er zich een *Liquidity Event* voordoet.

5. Cumulatief (*Deelnemend*) vs. Niet-Cumulatief (*Niet-deelnemend*)

(i) *Niet-cumulatief*

Bij een niet-cumulatief preferentieel liquidatiemechanisme, deelt de VC niet in het saldo van de opbrengsten dat overblijft na uitbetaling van haar preferentieel deel. Het maximaal rendement van de VC is bij dit soort

mechanismes reeds op voorhand gekend, waardoor de VC interesse kan verliezen in de onderneming eens dit resultaat vaststaat.

Om de belangen van de aandeelhouders en de VC verder te aligneren kan, kan er daarbij gekozen worden om de VC de mogelijkheid te geven om haar preferentiële aandelen om te zetten in gewone aandelen die delen in de volledige winst proportioneel met de andere aandeelhouders. Bij dit soort mechanisme heeft de VC de keuze om ofwel (i) haar preferentieel liquidatierecht uit te oefenen, ofwel (ii) haar preferentiële aandelen om te zetten in equivalente en gewone aandelen en zo een deel van de verkoopopbrengst te ontvangen à rato van haar nieuwe participatie. Gewoonlijk gebeurt dergelijke conversie aan een 1/1 ratio. Dit is evenwel niet steeds het geval.

(ii) Cumulatief

In tegenstelling tot het niet-cumulatieve mechanisme, zal de VC bij een cumulatief preferentieel liquidatiemechanisme verder (proportioneel) delen in het saldo van de winst dat overblijft na uitbetaling van haar preferentieel deel. Dergelijk mechanisme wordt ook wel eens een “double dip” genaamd omdat de VC daarmee twee keer deelt in de winst. Bij de beoordeling van de wenselijkheid van dergelijk mechanisme, moet de VC rekening houden met toekomstige kapitaalrondes. Indien de onderneming meer financiering moet aantrekken in de toekomst, dan zullen nieuwe investeerders een gelijkaardig mechanisme verzoeken waardoor het mechanisme haar nut kan verliezen.

6. Wat betekent dit voor uw bedrijf?

Preferentiële liquidatiemechanismen zijn gebruikelijk in het kader van investeringen door VC's. Ze worden evenwel niet steeds geïmplementeerd in alle transacties of gevraagd door alle VC's.

(i) Vanuit het perspectief van de VC

Het implementeren van een liquidatiemechanisme kan achteraf vaak slechts een pyrrusoverwinning blijken te zijn. Een liquidatiemechanisme is immers vaak enkel voordelig voor de VC zelf en kan in die zin dan ook een bron van ergernis vormen voor de aandeelhouders van het eerste uur. Indien de gewone aandelen namelijk pas deelnemen in de winst na het bereiken van een bepaalde drempel, kan dit demotiverend werken. Bovendien zal het vaak zo zijn dat in een nieuwe kapitaalronde de nieuw toeterende investeerder een nog strenger liquidatiemechanisme vraagt, waardoor de oorspronkelijke aandeelhouders verder opzij worden geschoven.

(ii) Vanuit het perspectief van de oprichters

Het implementeren van een liquidatiemechanisme kan vaak nefaste gevolgen hebben voor de belangen van verschillende aandeelhouders. Een preferentieel liquidatiemechanisme kan met name de waarde van de aandelen van de oprichters significant doen dalen, met als gevolg dat zij achteraf met lege handen achterblijven. Bij de onderhandelingen dient hieraan dan ook bijzondere aandacht te worden besteed.

Bijvoorbeeld, in 2018 verwierf Paddy Power Betfair het New Yorkse bedrijf Fan Duel voor circa. 465 miljoen dollar. Evenwel ontvingen de oprichter wegens het cumulatieve effect van het preferentiële liquidatiemechanisme geen enkele vergoeding voor hun verkoop.

LAURIUS

ANTWERP – BRUSSELS

Gelet op bovenstaande is van uitermate groot belang om correct begeleid te worden bij het implementeren en onderhandelen van een preferentieel liquidatiemechanisme.

*

* *

Ons Corporate/M&A team staat tot uw beschikking om u te begeleiden in deze beslissende operatie in het leven van uw onderneming, maar ook om te waken over uw belangen.

Dirk Wellens (Managing Partner) ♦ dirk.wellens@laurius.be ♦ +32 3 260 88 00

David Ryckaert (Senior Partner) ♦ david.ryckaert@laurius.be ♦ +32 2 313 87 87

Arnaud Vanitterbeek (Senior Associate) ♦ arnaud.vanitterbeek@laurius.be ♦ +32 2 313 87 87