



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

**Start-up financiering en anti-dilutie instrumenten: economische en
vennootschapsrechtelijke analyse**

Elien Geeraerts

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

COPROMOTOR :

Prof. dr. Niels APPERMONT



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2019
2020



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

***Start-up financiering en anti-dilutie instrumenten: economische en
vennootschapsrechtelijke analyse***

Elien Geeraerts

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

COPROMOTOR :

Prof. dr. Niels APPERMONT

Deze masterproef werd geschreven tijdens de COVID-19 crisis in 2020. Deze wereldwijde gezondheids crisis heeft mogelijk een impact gehad op het schrijf- en verwerkingsproces, de onderzoekshandelingen en de onderzoeksresultaten die aan de basis liggen van dit werkstuk. Er was impact op

- de onderzoeksmethode;*
- de literatuurstudie;*
- de datacollectie;*
- de data-analyse.*

Woord vooraf

Ter afronding van mijn masteropleiding Toegepaste Economische Wetenschappen – Accountancy en Financiering presenteer ik deze masterthesis die een blik werpt op anti-dilutie instrumenten. Dit onderwerp bood de kans om alle aspecten van mijn opleiding in één eindverhandeling te combineren, met name het rapporteren van boekhoudgegevens, het financieringsproces én een stevige brok vennootschapsrecht. Dankzij de interesse die ik doorheen de opleiding TEW ontwikkelde in recht, samen met de afwisseling van de andere vakdomeinen, heb ik met veel toewijding en het nodige doorzettingsvermogen naar dit eindresultaat toegewerkt. De uitwerking was een inspannend, doch leerrijk proces die mijn verdere loopbaan mee zal kleuren.

Zonder hulp van een aantal personen, had deze masterproef niet in deze vorm kunnen verwezenlijkt worden. Naar hen uit ik dan ook graag nog een betuiging van dank. Allereerst naar promotor prof. dr. Sigrid Vandemaele voor de vrijgemaakte tijd om mij haar kennis te delen en mij te voorzien van constructieve feedback. Ik stel het op prijs dat ze me, misschien onbewust, heeft uitgedaagd door me zoveel vrijheid te geven in het uitwerken van het onderwerp.

Hetzelfde dankwoord geldt voor copromotor prof. dr. Niels Appermont, met een bijkomende dankuwel voor het wegwijs maken in het voor mij grotendeels onbekende juridische onderzoek. Een dankvermelding voor de personen uit de rechtenfaculteit en van de rechtsbibliotheek Limburg die mij steeds ter hulp schoten is hier ook op zijn plaats.

Een woord van dank gaat ook naar al de respondenten die wilden meewerken aan deze masterthesis en daarvoor plaats hebben gemaakt in hun drukke agenda's.

Het meest dankbaar ben ik mijn ouders, broer, vriend en familie voor de onvoorwaardelijke steun die ze me gaven in dit afstudeerjaar, maar ook in de voorgaande opleidingsjaren. Ze stonden steeds klaar met raad, daad en een luisterend oor en in de moeilijkere momenten wisten ze me altijd te motiveren.

Elien Geeraerts

Laakdal, Juni 2020

Samenvatting

Het Wetboek van Vennootschappen werd op 1 mei 2019 begraven en maakte plaats, zonder van een *tabula rasa* te beginnen, voor het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV). Bestempeld als de belangrijkste hervorming van het rechtspersonenrecht in decennia, kon het WVV in de academische onderzoekswereld als studie-object niet onaangeroerd blijven. Eén van de speerpunten waarop de overheid ten volste wou inzetten was flexibiliteit, onder andere ter stimulering van startende ondernemingen. Het was interessant om ongeveer een jaar na datum te reflecteren over de vraag of het WVV echt voor hertekeningen heeft gezorgd in het start-uplandschap en dit voor het onderwerp dilutie of verwatering. Bij deze zijn er al drie kernpunten benoemd van deze masterproef. De andere omvatten de meeste geschikte financieringspartij en vennootschapsvorm voor start-ups, met name venture capitalists (VC) respectievelijk de Besloten Vennootschap (BV). Met deze bouwstenen werd volgende centrale onderzoeksvraag in elkaar gepuzzeld én beantwoord.

Welke invloed heeft de invoering van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen op het gebied van de anti-dilutie instrumenten voor oprichters en venture capitalists in start-ups die de vorm aannemen van een Besloten Vennootschap?

Met behulp van de gefundeerde theoriebenadering worden bevindingen uit een uitgebreide literatuurstudie gemixt met een empirisch luik, bestaande uit interviews met actoren uit de vennootschapswereld. Op die manier kon enerzijds een diepgaand inzicht worden verkregen over de betekenissen van het waardeverlies, geldelijk of niet, voor aandeelhouders, hetwelk allemaal wordt ondergebracht onder de noemer verwatering. Anderzijds worden de intenties om dit fenomeen met negatieve connotatie te bestrijden gevat in anti-dilutiemechanismen, met een bijkomende insteek vanuit de rol die het WVV hierin speelt.

Allereerst is helder geworden dat dilutie zich uit op verschillende manieren. Algemeen genomen maakt de literatuur een opdeling in twee vormen, namelijk procentuele en economische verwatering.

Iedere keer dat er extra aandelen worden uitgegeven, stijgt het aantal personen die een deelname hebben in het eigendom van de onderneming. De bestaande aandeelhouders zien zo een deel van hun participatie in het eigendom, en controle die ze daardoor mogelijks over de onderneming hebben, verloren gaan. Deze procentuele verwatering kan een meerderheidspositie zomaar terugbrengen tot een minderheidsbelang.

Wanneer het management de aandelen uitgeeft tegen een lagere prijs dan de werkelijke waarde, krijgen effecthouders bovenop de procentuele verwatering nog eens te maken met economische verwatering. De bestaande aandeelhouders maken hierbij minder aanspraak op de winsten die resulteren uit een investeringsproject.

Beide dilutievormen komen terug als onderdeel van beslissingscriteria in economische toepassingen. Verwatering kan zo gekaderd worden in de discussie rond de aandeelhoudersverspreiding. Hoe minder het eigendom is geconcentreerd, en dus hoe meer het verspreid is over veel aandeelhouders, hoe meer procentuele verwatering er zich heeft voorgedaan. Enkele literatuurbronnen melden dat een eigendomsverdeling over meerdere aandeelhouders, en toch het concentreren van zeggenschap bij bepaalde van hen, een na te streven doel is. Zich baserend op eigenbelangstreven van ofwel de oprichter ofwel een andere grootaandeelhouder kan er tot twee verklaringen worden gekomen. Het behouden van een controlerend aandeel bij oprichters geeft hen macht tot het in hun voordeel sturen van acties. Tegelijk weerhouden ze zo ook de kans dat andere grootaandeelhouders om dezelfde reden fondsen zouden gaan misbruiken. Over de laatste reden om het eigendom opzettelijk te verwateren, bestaat er in de literatuur nog geen eenduidigheid. Dit omdat er veel afhangt van de juridische bescherming die investeerders kunnen genieten. Afhankelijk van de mate van eigendomsconcentratie die eruit voortvloeit, is het meer of minder gemakkelijk om privé-voordelen van controle te bekomen.

Bovenstaande is iets wat start-ups in hun hoofd moeten houden voor de toekomst, daar die discussie meer prangend wordt in hun evolutie naar sterke groei. Wel dient zich de vraag van in het begin aan hoe de start-up zich het best financiert en dit met liefst een minimale dilutie van controle, bekomen door zo min mogelijk gelden op te halen bij externe vermogenspartijen. Toch blijkt de bewerkstelling daarvan niet door te wegen in de door hun, onder druk van een aantal tegenkantingen van de financiers, specifiek ontwikkelde financieringsrangorde. Starten doen ze met eigen spaargeld. Daarna wenden ze zich tot vrienden, familie en andere informele bronnen, dewelke ze opnieuw weten te vinden bij de uitputting van hierna genoemde geldbronnen. Tussenin gebruiken start-ups eerst ingehouden winsten, voor zover die er in het prille begin zijn, om vervolgens extern kapitaal aan te spreken. Veelal kiezen ze daar voor venture capitalists om nadien, hoewel in weinige keren succesvol, zich te wenden tot schulden gegeven door kredietinstellingen. De toegevoegde waarde qua kennis en netwerk die de venture capitalist als externe financieringspartij kan bieden, blijkt dus te primeren.

In een venture capital context heeft de dilutiesituatie met *down-round* een eigen benaming gekregen. Het gaat hier om een ronde van geldophaling waaraan nieuwe VC's kunnen deelnemen aan een lagere prijs per aandeel dan de bestaande VC's dat deden. De VC's die investeren in die ronde genieten daarmee een voordeel: ze hevelen de verwateringskosten over naar de huidige VC's en oprichters en snoepen zo van hen eigendoms waarde af.

Het staat als een paal boven water dat zowel oprichters als VC's op zoek moeten gaan naar instrumenten die hen beschermen of compenseren voor het waardeverlies op hun investeringen. Deze kunnen ze vinden in de, contractueel of door de wetgever, voorziene anti-dilutie instrumenten. De invoering van het WVV verandert licht de invulling van de instrumenten maar laat de algemene gebruiken overeind staan.

Doordat de BV geen kapitaalbegrip meer kent en het deze nu vrij staat om verschillende soorten van aandelen te creëren, wordt het wettelijke anti-dilutiemechanisme van het voorkeurrecht anders uitgewerkt. Het recht om als eerste in te tekenen op de uitgifte van nieuwe aandelen, geldt nu uitsluitend binnen één soort en evenredig met het aantal aandelen dat een aandeelhouder bezit. Die wijziging laat de VC's grotendeels onbewogen. Het voorkeurrecht is voor hen een onvolkomen anti-dilutie instrument dat enkel tegemoet komt aan procentuele dilutie. Bovendien kan de dreiging om te

worden ontheven van het voorkeurrecht worden ondervangen door het bedingen van vetorechten. Deze laatsten maken ook de introductie van het meervoudig stemrecht bij de BV voor een venture capitalist overbodig.

Om bij te treden in die onvolkomenheid kunnen VC's met een 'geef en neem' strategie contractuele anti-dilutie bepalingen negotiëren met de oprichters van een start-up. Nieuwe wetsartikelen in het WVV maken hét anti-dilutie instrument, deze verscholen in de warrant, toegankelijk voor de BV, alzo in het merendeel van de start-ups. Met die warrant kunnen de houders bij uitoefening nieuwe aandelen verwerven tegen vooraf bepaalde uitgiftevoorwaarden en derhalve hun geleden verwatering rechtzetten. De uitoefening is wel steeds een weloverwogen beslissing. VC's nemen liever wat verwatering dan dat ze de relatie met het management op het spel zetten. Ze beseffen hoe moeilijk het is om dilutie volledig uit te sluiten en willen dat iedere partij, VC en oprichter, wel varen bij het investeringstraject.

Naar implicaties in de praktijk toe, doelend op zorgvuldige oprichters van start-ups, investering optimaliserende VC's en advies verlenende juridische actoren, moet er gelet worden op de evolutieve aard van de Belgische venture capital markt, die niet op gelijke tred verloopt met andere landen. Als de actoren de geboden opportuniteiten van het WVV alsnog grijpen, krijgt de VC-industrie mogelijks een boost. Doordat actoren wat meer tijd wordt gegund om de flexibiliteitsinvoering van het WVV te laten bezinken, zullen de tot nog toe weinige praktijkbevindingen wel opduiken en kunnen deze worden afgetoetst bij respondenten in een ruimer werkveld.

Te onthouden is dat er een niet te miskennen onevenwicht is tussen oprichters van ondernemingen en VC-investeerders. Start-ups dienen sowieso op hun hoede te zijn voor alle vormen van verwatering en calculeren het best in bij het nemen van financieringsbeslissingen. Bijkomend is er oplettendheid nodig voor de machtstechnieken die de VC in het voordeel van zijn anti-verwateringsbescherming kan gebruiken. Dit wordt al wat getemperd door de onderhandelingsprocedure gericht op win-win, de expertkennis van de VC met onderliggend doel niet te schaden en de als standaard beschouwde anti-dilutie bepalingen die juristen als routine in contracten inschrijven. Het niet uitsluiten van de bij gewoonte gebruikte anti-dilutie instrumenten door het WVV, met als koploper de anti-dilutiewarrant (nu ressorterend onder inschrijvingsrechten) gekoppeld aan een naar boven aanpassende formule voor het aantal in bezit zijnde aandelen, zorgt voor een status quo in de verwateringsbescherming. Al ligt er met het anti-dilutie instrument ingebed in de converteerbare aandelen een andere manier van beschermen, overgenomen vanuit Amerika, in het verschiet.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	I
Samenvatting	III
Inhoudsopgave	VII
Lijst van afkortingen	IX
Lijst van tabellen	XI
Lijst van figuren	XI
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksoepzet	1
1.1. Van enkele mild geruchtmakende inzichten	2
1.1.1. Reflectie Pecking Order theorie	2
1.1.2. Start-up kentekening in België	4
1.1.3. Belang dilutie in start-ups.....	5
1.1.4. Doorlichting WVV ten voordele van start-up en venture capitalist	6
1.1.4.1 Reductie in vennootschapsvormen	6
1.1.4.2 De sleutel tot succes: flexibiliteit en vrijheid?	7
1.1.4.3 De kapitaallose BV	9
1.2. ... naar onderzoeks- en deelvra(a)g(en)	9
1.3. Onderzoeksmethode.....	13
1.3.1. Literatuurstudie.....	14
1.3.2. Empirisch onderzoek.....	14
Hoofdstuk 2: Het concept dilutie vanuit semi-financieel perspectief	17
2.1. Dilutievorm: Procentuele verwatering	17
2.2. Tweestrijdige rapportagekeuze voor de met verwatering geconfronteerde ondernemer.....	18
2.2.1. Financiële verslaggeving die verwatering incalculeert	18
2.2.2. Boekhoudmethode in een procentueel verwaterde bekadering	19
2.3. Controleverdeling.....	20
Hoofdstuk 3: Het concept dilutie vanuit financieringsperspectief	23
3.1. Dilutievorm: Economische verwatering	23
3.1.1. Illustratie	24
3.1.2. Verlangen tot dilutievermindering.....	25
3.2. De Pecking Order onder de loep	26
3.2.1. Inzoomend perspectief: Correctheid Pecking Order hypothese bij start-ups	27
3.2.1.1 Aan de basis: Asymmetrische informatie	27
3.2.1.1.1. Feitelijke achter het volgen van de Pecking Order bij verwatering gesteund op asymmetrische-informatieargumenten	28
3.2.1.2 Aan de basis: Dilutie van controle	28
3.2.1.3 Aanbodzijde.....	29
3.2.1.4 Vraagzijde	31
3.3. Karakterschets van een bedrijf gevoelig voor dilutie	34

3.4. Schuldverwatering	35
Hoofdstuk 4: Inzoomend perspectief – Verwatering bij venture capital financiering	37
4.1. Het venture capital investeringslandschap	37
4.2. Verwatering als gevolg van inside rounds.....	39
4.3. Dilutie uit down-rounds.....	40
4.4. Adviesdilutie.....	42
Hoofdstuk 5: Het concept dilutie vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief	43
5.1. Anti-dilutiebescherming uitgewerkt door de wetgever	44
5.1.1. Het voorkeurrecht	44
5.1.1.1 De soortcreatie en -wijziging van aandelen in combinatie met het voorkeurrecht.....	45
5.1.1.2 De conventionele tegenhanger: pay-to-play.....	46
5.1.2. Inzoomend perspectief: Wettelijke anti-dilutiebescherming bij venture capital gefinancierde start-ups.....	47
5.2. Conventioneel overeengekomen anti-dilutie instrumenten	48
5.2.1. Conversieratio's: Ratchets	49
5.2.1.1 Full ratchet	50
5.2.1.2 Weighted ratchet.....	51
5.2.2. Inzoomend perspectief: Ratchets bij start-ups en venture capital financiering	52
5.3. Inzoomend perspectief: Anti-dilutiebepalingen in venture capital gefinancierde start-ups.....	52
5.3.1.1 Het anti-dilutie instrument bij uitstek: De anti-dilutiewarrant	53
5.3.1.2 Het anti-dilutie instrument in de schaduw: Optierechten.....	54
5.3.1.3 Het anti-dilutie instrument in opmars: Converteerbare aandelen	55
5.3.1.4 Het anti-dilutie instrument bij de exit: Liquidatievoorkeur.....	56
5.3.1.5 Onderhandeling van anti-dilutie instrumenten: Een machtsverhouding	56
Hoofdstuk 6: In de praktijk - Gevolgen voor (anti-)dilutiepraktijken door invoering WVV 59	
6.1. Bijkomende regelgeving omtrent de verslagformaliteiten	59
6.2. Wijzigende regelgeving omtrent het stemrecht verbonden aan aandelen.....	60
6.2.1. Inzoomend perspectief: Stemrechtbedeling in de venture capital industrie	61
6.3. Wijzigende regelgeving omtrent het voorkeurrecht.....	62
6.4. Omgang met regelgeving	64
Hoofdstuk 7: Conclusie	65
Hoofdstuk 8: Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek.....	67
Referenties	69
Bijlagen.....	75
Bijlage 1: Interviewleidraad	75
Bijlage 2: Toestemmingverkrijging.....	79
Bijlage 3: Interview Theyskens Max	81
Bijlage 4: Interview Bogaert Lieven	95
Bijlage 5: Interview Vos Tom	101
Bijlage 6: Interview Dessers David	109
Bijlage 7: Statuten Art. 32 Conversie van Aandelen	115
Bijlage 8: Art... Anti-Dilutie Inschrijvingsrechten	119

Lijst van afkortingen

BV	Besloten Vennootschap
BVBA	Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid
CV	Coöperatieve Vennootschap
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EO	Entrepreneurial Orientation
EPS	Earnings per Share
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
NV	Naamloze Vennootschap
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
VC	Venture Capitalist
WVV	Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen

Lijst van tabellen

Tabel 1: Profiel van geïnterviewden

Lijst van figuren

Figuur 1: Schematische weergave Pecking Order theorie

Figuur 2: Structuur (vereenvoudigd) venture capital fonds

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksopzet

Recht en economie, met inbegrip van de specifiekere deelcategorie financiering, zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Er bestaat uitvoerige literatuur, voornamelijk voortbouwend op het destijds vernieuwende werk van La Porta et al. (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997, 1998, 2000), dat het belang aantoont van de invloed van het juridische systeem op financiële systemen¹ (Bottazzi, Da Rin, & Hellmann, 2009; Burkart & Panunzi, 2006; Fowowe, 2014). Deze literatuur wordt samengebracht onder de term *law and finance*. Hierin wordt voornamelijk gebogen over vragen omtrent de hoofdstelling dat verschillen in financiële systemen worden verklaard door de kwaliteit van regels die investeerders bescherming verlenen (Burkart & Panunzi, 2006; La Porta et al., 2000). Menig onderzoek (bv. Beck, 2003; Brown, Cookson, & Heimer, 2017; Fowowe, 2014; Gerner-Beuerle, 2017; Pistor, Raiser, & Gelfer, 2000) focust zich op het effect van regulering op de financiële ontwikkeling en dit meestal door verscheidene landen met elkaar te vergelijken. Met deze masterproef wordt getracht om verder in te zoomen op de effecten van wetgeving op de financieringsstructuur van een specifiek soort onderneming, wat een verlegging van het marktniveau naar het bedrijfsniveau beduidt. Burkart et al. (2006) en La Porta et al. (2000) toonden eerder al aan dat, hoe beter de wetgeving omtrent investeerdersbescherming is georganiseerd, hoe meer er wordt vertrouwd op externe financiering om de groeiopportunities van een onderneming te verwezenlijken. Het is net deze focus op externe financiering als onderdeel van de financieringskeuze, weliswaar beperkt tot deze aangaande het eigen vermogen, die een eerste uitgangspunt vormt voor deze masterproef.

Meer specifiek zal er ingezoomd worden op de invloed van regelgeving op het gebruik van externe financiering bij start-ups. Dat dit een relevant onderzoeksdomein is, valt te besluiten uit de literatuur die aangeeft dat de continue aangroei van start-ups de sleutel is tot werkgelegenheidsgroei, dynamische efficiëntie, competitiviteit, positieve structurele veranderingen en innovatie, wat bijdraagt tot de economische ontwikkeling (Andreoli, 2018; Colombelli, Krafft, & Vivarelli, 2016; Colombo & Grilli, 2007; Dejardin, 2011; Malchow-Møller, Schjerning, & Sørensen, 2011; Mina, Lahr, & Hughes, 2013; Wennekers & Thurik, 1999; Berggren, Olofsson, & Silver, 2000). Een tweede uitgangspunt betreft de gevolgen van wettelijke bepalingen op het behoud van de controle in start-ups. Te merken valt dat controle hier op verschillende manieren kan geïnterpreteerd worden. Het kan gaan over het niet willen afgeven van macht of inspraak zodat een groot deel van de touwtjes in eigen handen kunnen blijven. Tevens zou het betrekking kunnen hebben op het niet willen verliezen van rechten tot het verkrijgen van geldelijke beloningen, als tegenprestatie voor het verlenen van financiering. Een nevenbedoeling van deze masterthesis is daarom om deze en misschien nog andere invullingen van het begrip controle en de invloeden van én op controle te achterhalen.

¹ Begrip te begrijpen in de zin van de verzameling van alle ondernemingen, instellingen en mechanismen die er samen voor zorgen dat geld als hulpmiddel voor de economie kan worden gebruikt. Financieel systeem. (n.d.). In *De Financiële Begrippenlijst*. Geraadpleegd op 7 mei 2020, via <https://www.dfbonline.nl/begrip/14415/financieel-systeem>

1.1. Van enkele mild geruchtmakende inzichten ...

1.1.1. Reflectie Pecking Order theorie

De keuze voor externe financiering en het behoud van controle zijn thema's die in de wetenschappelijke literatuur vaak aan bod komen en in verband worden gebracht met de in het financieringswezen gekende *Pecking Order* theorie. Vooral risico-averse ondernemers, gekenmerkt door het verlangen naar maximaal behoud van de controle over het bedrijf (Miller, 1983 in (Vaznyte & Andries, 2019); Paul, Whittam, & Wyper, 2007), volgen in hun financieringsbeslissingen een Pecking Order. De Pecking Order theorie, voor het eerst beschreven door Donaldson in 1961 en daarna verder ontwikkeld door Myers en Majluf in 1984 (Sjögren & Zackrisson, 2005), geeft een hiërarchie aan in de wijze waarop bedrijven zich bij voorkeur willen financieren. Voor de bepaling van de volgorde baseren bedrijven zich op de kosten die het financieringsmiddel met zich meebrengt (Agliardi, Agliardi, & Spanjers, 2016; Berk & DeMarzo, 2017; Fama & French, 2005; Frank & Goyal, 2003; Froot, Scharfstein, & Stein, 1994; Holmes & Kent, 1991; Hovakimian, Opler, & Titman, 2001; Hummel, Karcher, & Schultz, 2013; Leary & Roberts, 2010; Mina et al., 2013; Myers & Majluf, 1984; Sánchez-Vidal & Martín-Ugedo, 2005; Vaznyte & Andries, 2019). Kosten hebben hier zowel een financiële als een niet-financiële aard, zoals het nadeel van asymmetrische informatie (Cassar, 2004; Fama & French, 2005; Frank & Goyal, 2003) of het risiconiveau dat aan de financieringsbron is verbonden (Sjögren & Zackrisson, 2005). Eerst wordt dus de goedkoopste financieringsvorm aangewend, met name interne financiering. Bedrijven nemen enkel hun toevlucht tot externe schulden als de voorgaande bron niet voldoende geldmiddelen oplevert voor de financieringsbehoefte. Het uitgeven van extern eigen vermogen brengt nog hogere kosten met zich mee en wordt daarom pas als laatste gebruikt (Agliardi et al., 2016; Berk & DeMarzo, 2017; Bessler, Drobotz, & Grüninger, 2011; Fama & French, 2005; Frank & Goyal, 2003; Froot et al., 1994; Graham & Harvey, 2001; Holmes & Kent, 1991; Hummel et al., 2013; Kjellman & Hansén, 1995; Leary & Roberts, 2010; Mina et al., 2013; Myers & Majluf, 1984; Ravid & Spiegel, 1997; Sánchez-Vidal & Martín-Ugedo, 2005; Vaznyte & Andries, 2019; Atherton, 2009; Berggren et al., 2000; Cassar, 2004; Hechavarría, Matthews, & Reynolds, 2016; Sjögren & Zackrisson, 2005). Bedrijven zullen enkel overgaan tot deze dure vorm van financiering, als ze ertoe worden gedwongen doordat ze worden geconfronteerd met financiële beperkingen (Brown, Dutordoir, Veld, & Veld-Merkoulova, 2019).

Vaznyte en Andries (2019) beweren in hun recent onderzoek dat, in het geval van start-ups, het de ondernemersoriëntatie (in het Engels: *entrepreneurial orientation* en hierna EO genoemd) is die bepaalt of ze hun financieringsbeslissingen baseren op de Pecking Order theorie. De term EO omvat de strategieën die start-ups gebruiken om hun visie en organisatiedoelstellingen te vervullen en om competitieve voordelen ten opzichte van de concurrentie te creëren. De mate van EO hangt af van de risicobereidheid, de innovativiteit in de creatie van producten of diensten en de proactiviteit in het grijpen van marktopportunities van start-ups (Miller, 1983 en Covin & Slevin, 1989 in (Vaznyte & Andries, 2019)).

Bij een hoge EO financieren start-ups zich eerder met extern eigen vermogen (Vaznyte & Andries, 2019; Carpenter & Petersen, 2002; Hogan, Hutson, & Drnevich, 2017; Paul et al., 2007).

Langs de aanbodzijde van financiering duikt een eerste reden op in het verschillende opwaartse winstpotentieel tussen schuldeisers en aandeelhouders. Financiers die eigen vermogen verstrekken, in ruil voor aandelen, ervaren geen winstplafond en delen in de winsten in geval van een succesvolle start-up. Daarentegen hebben de schuldeisers, zijnde de financiële instellingen, een gelimiteerde winst doordat ze enkel interest verkrijgen en geen verder profijt halen uit de winst van de onderneming (Hogan et al., 2017; Sjögren & Zackrisson, 2005). Het is zelfs verdedigbaar om te stellen dat sommige schuldeisers ook de interest ontlopen, denk hierbij aan personen die een inbreng in natura doen. Schuldeisers staan dus minder te springen om financiering te verlenen aan een risicovollere onderneming zoals een start-up. Daarnaast heerst er ook een hoge mate aan informatie-asymmetrie in de schuldmarkten wat de verkrijging van schuldfinanciering bemoeilijkt (Hogan et al., 2017).

De perceptie van de start-ups, als vragers naar financiering, speelt ook een grote rol. Veeleer dan extern eigen vermogen als een dure financieringsvorm te beschouwen, kijken ze naar de toegevoegde waarde die de investeerder de start-up kan bijbrengen (Carpenter & Petersen, 2002; Paul et al., 2007). Naast financiële steun kan de investeerder ook zijn expertise overbrengen op vlak van strategische beslissingen, marketing, technologie en management, toegang verlenen tot nieuwe netwerken en klanten, een klankbord zijn, etc. (Duran & Farres, 2018; Paul et al., 2007; Kannianen & Keuschnigg, 2004; Schmidt, 2003; Vaznyte & Andries, 2019). Bij bankfinanciering zijn deze aspecten veel minder snel terug te vinden (Paul et al., 2007; Vaznyte & Andries, 2019). Opnieuw is hier het wetgevende kader van belang: hoe beter de regulering inzake investeerdersbescherming, hoe meer investeerders bereid zijn om diensten te leveren die extra toegevoegde waarde leveren (Bottazzi et al., 2009).

Omgekeerd, bij een lage EO, zullen start-ups eerder kiezen voor schuldfinanciering dan voor externe aandelenfinanciering, overeenkomstig de Pecking Order theorie (Robb & Robinson, 2014; Vaznyte & Andries, 2019). Als reden wordt er geopperd dat er bij startende ondernemingen ook enige risico-aversie valt terug te vinden. Ze verafschuwen van in het begin inmenging van anderen in hun bedrijf, gericht op onafhankelijkheid, omdat het kan leiden tot verwatering (hierna ook dilutie of verdunning genoemd) van de controle (Ang, 1992; Manigart & Carol, 1997; Paul, Whittam, & Johnston, 2003; Paul et al., 2007; Vaznyte & Andries, 2019). Het vermijden van dilutie wordt door kleine ondernemingen, waartoe ook de meeste beginnende ondernemingen behoren, zelfs gezien als een doorslaggevende factor om al dan niet over te gaan tot een investering en dus extra financiering (Ang, 1992; Manigart & Carol, 1997).

1.1.2. Start-up kentekening in België

Vermits deze masterproef streeft naar een benadering waarin start-ups één van de hoofdrollen spelen, is het aangewezen om een beknopt doch veelzeggend beeld te hebben van het start-uplandschap in België. Kijkend naar de Belgische historische en juridische context inzake start-ups, kunnen er verschillende evoluties worden geconstateerd.

Een eerste waarneming is de enorme groei in de opstartpercentages van bedrijven in de jaren '80. Aan de basis ligt de wijziging van het Belgische vennootschapsrecht in die periode. Een verlaging van de administratieve lasten voor de opstart van een bedrijf en de mogelijkheid om een eenhoofdige vennootschap op te richten, zorgde voor een hoge start-up ratio. Desondanks kende het aantal start-ups een daling vanaf de jaren '90 en die trend zet zich op een gematigde wijze verder in de jaren '00. Als voornaamste verklaring wordt de moeilijke toegang tot financiering voor start-ups gegeven. Uiteraard heeft dit gevolgen voor het bedrijfslandschap van België dat nu meer lijkt te bestaan uit oudere, minder volatiele ondernemingen (Bijnens & Konings, 2018).

Ietwat vergelijkbaar werd het vennootschapsrecht van België recent opnieuw gewijzigd met de invoering van het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (hierna WVV) dat zijn ingang kende op 1 mei 2019, behoudens overgangsregelingen (Wet 23 maart 2019: invoering WVV)(Braeckmans & Houben, 2019; De Lembre, Mannekens, & Van de Velde, 2019; Maresceau, Audoore, Bruloot, & De Wulf, 2018; Nelissen Grade, 2018; Wolfs & Thomas, 2019). Met het hoofddoel van flexibilisering in gedachten, zou deze wijziging kunnen zorgen voor een verandering in het bedrijfslandschap en de organisatie van start-ups.

Parallel met bovenstaande loopt de evolutie van start-ups die aanvankelijk zeer weigerachtig stonden ten opzichte van externe financiering met eigen vermogen, naar start-ups die steeds meer de voordelen inzien van dergelijke financiering (Manigart & Carol, 1997). In de jaren '90 blijkt uit een kleinschalige studie van Manigart et al. (1997) dat start-ups zich financieren volgens de Pecking Order theorie. Enigszins contradictorisch blijken het toch de *venture capitalists* (afgekort als VC) te zijn die de grootste hoeveelheden investeren in, weliswaar een selectief gekozen klein aantal, start-ups (Coppens & Jorens, 2018; Manigart & Carol, 1997). Het zijn ook zij die zowel in de start-up fase als in de vroege groeifase investeren, daar waar de niet-professionele financiers hun financiering stoppen. Een hiermee samenhangend voordeel is dat de start-ups een positieve evolutie doormaken dankzij de aanwezigheid van de VC's (Manigart & Carol, 1997; Sjögren & Zackrisson, 2005). De relatie die wordt aangegaan met de VC's is tegelijkertijd een *conditio sine qua non* voor het succes van een start-up (Hechavarría et al., 2016; Kask & Linton, 2013; Spender, Corvello, Grimaldi, & Rippa, 2017). Enerzijds hebben VC's een groter financieel draagvermogen dat hen in staat stelt vele, meer risicovolle investeringen te doen. Anderzijds beschikken zij over een uitvoerige expertise, een groot netwerk en een sterke reputatie waarmee ze de start-up, als zijnde een klankbord, kunnen dienen (Coppens & Jorens, 2018; Paul et al., 2007; Wilgenburg, Wilgenburg, Paisner, Deventer, & Rooswinkel, 2019; De Ceulaer, 2018). Dit maakt dat VC's een belangrijke bijdrage kunnen bieden aan het oprichten van, de financiering en kwaliteit van start-ups (Broughman & Fried, 2012; Hellmann & Puri, 2000; Schmidt, 2003; Vaznyte & Andries, 2019; Wilgenburg et al., 2019). Ze bieden hen als het ware een competitief voordeel omdat ze het complement zijn voor de competenties die een start-up nog mist (Kanniainen & Keuschnigg, 2004; Sjögren & Zackrisson, 2005).

Cijfers van de OESO (Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling) geven een inzicht in de geldelijke bijdragen die VC's geïnvesteerd hebben in Belgische start-ups over de periode 2010-2018. Daaruit blijkt dat het totale geïnvesteerde bedrag sterk fluctueert, maar dat dit na een dieptepunt in 2016 opnieuw toeneemt (OESO, 2018). Enige behoedzaamheid is nodig bij de interpretatie van deze data. Er zou foutief geconcludeerd kunnen worden dat er meer start-ups werden opgericht sinds 2016. Gezien de selectiviteit waarmee VC's hun investeringen uitkiezen (Duran & Farres, 2018), is de grootte van het investeringsbedrag niet noodzakelijk een maatstaf voor het aantal start-ups. Wel kan de stijgende trend wijzen op een toenemend belang dat VC's uitoefenen in start-ups. Een grotere investering impliceert mogelijk een groter aandeel van de VC in het eigendom van de start-up. In het licht van deze toenemende inmenging kunnen contractueel bepaalde anti-dilutiemaatregelen nuttig zijn (Manigart & Carol, 1997). Dergelijke bepalingen zijn belangrijk voor zowel de oprichter als de VC. De baat voor de oprichter werd al meermaals aangehaald, namelijk het behoud van de controle over het bedrijf. De VC, die ook beschouwd kan worden als een aandeelhouder door zijn vraag om aandelen in ruil voor ondersteuning (Gompers & Lerner, 2001), wil de aandeelwaarde ook niet zien verwateren bij extra aandelenuitgifte en gaat daarom op zoek naar maatregelen om zulke dilutie te vermijden.

1.1.3. Belang dilutie in start-ups

De vraag rijst hoe relevant dilutie is bij start-ups die gebruik maken van venture capital. Uitgaande van verschillende onderzoeken die verwijzen naar mogelijke vormen van verwatering in dergelijke bedrijven, kan het belang moeilijk betwist worden.

Zo is er de studie van Broughman en Fried (2012) die aantoont dat VC's alvast niet de intentie hebben om voor verwatering van de oprichter te zorgen. Er werd gesuggereerd dat een vervolgfianciering van een VC, zogenaamde *inside rounds* waar enkel bestaande VC's aan participeren, in de start-up zou resulteren in verwatering van de oprichter. De verwatering ontstaat doordat de financiering wordt uitgegeven tegen een kunstmatig gezette lage waardering. Het onderzoek verwerpt deze stelling en stelt in de plaats dat VC's met *inside rounds* eerder tot doel hebben bedrijven te helpen die moeilijk toegang hebben tot externe investeerders.

Bij VC's is een vaak voorkomende dilutievorm de verwatering gekoppeld aan zogenoemde *down-rounds*. Hier is sprake van als de *pre-money*-waarde bij latere financieringsrondes lager is dan de *post-money*-waarde in een eerdere ronde. De eerste waarde verwijst naar de waarde voordat er nieuw geld de onderneming binnenstroomt en de tweede representeert de waarde na de geldinstroom (Alemany, 2018; Bartlett, 2003; Caselli, 2018; Coppens & Jorens, 2018; Leisen, 2012). Latere VC's kunnen hierdoor met andere woorden profiteren omdat ze investeren aan een lagere waarde dan de betaalde prijs per aandeel in vroegere financieringsrondes (Caselli, 2018; Michiels, 2007). Kijkend vanuit de bestaande VC's optiek hebben zij dus te veel betaald voor hun investering (Michiels, 2007). Deze daling in investeringswaarde zorgt ervoor dat de VC's terughoudend zijn om in te tekenen op een volgende down-round kapitaalverhoging (Lesser & Johnson, 2003; Michiels, 2007). Doordat investeerders niet op de hoogte zijn van aanpassingen die eerdere investeerders ondernemen ter bescherming van verwatering, zorgen ze zelf misschien onwetend voor een daling van hun eigendomsdeel in de

onderneming (Michiels, 2007; Bartlett, 2003). Voor dergelijke verwatering halen Leisen et al. (2012) in hun onderzoek een anti-dilutiebescherming aan die ervoor moet zorgen dat de bestaande VC's niet benadeeld worden. De bescherming bestaat er in om oude VC's een afdoend aantal nieuwe aandelen te geven teneinde de prijs per aandeel gelijk te stellen met die van de nieuwe VC.

Kanniainen et al. (2004) bestudeerden dan weer het fenomeen adviesdilutie waarbij VC's hun advies verminderen naarmate ze meer bedrijven in portefeuille nemen. Dit zorgt voor een toename van het projectrisico en zou zeker voor start-ups een probleem kunnen betekenen. VC's kunnen ook in een ander opzicht de oprichters van start-ups benadelen. De VC heeft de macht om de controle van de eigenaar te verminderen, wat gelijkstaat aan een dilutie van controle vanuit het standpunt van de oprichter. Hellmann (1998) verwijst in dit opzicht naar het voorbeeld van de vervanging van de oprichter als CEO door een niet-oprichter dankzij het toedoen van de VC.

De Belgische venture capital markt is nog niet helemaal de kinderschoenen ontgroeid en moet nog wat maturiteit inwinnen. Een investeerdersvriendelijk vennootschapsrecht zou hierin een handje kunnen helpen (Coppens & Jorens, 2018). De reeds aangegeven wijziging van het vennootschapsrecht zou hier ter hulp kunnen schieten maar zou anderdeels ook voor een bijkomende complexiteit kunnen zorgen. Een studie van de impact van deze rechtswijziging op mogelijke instrumenten tegen verwatering lijkt dan ook opportuun.

1.1.4. Doorlichting WVV ten voordele van start-up en venture capitalist

De recente inwerkingtreding van het vernieuwde Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen betekent een grondige hervorming van het Belgische vennootschapsrecht en maakt het een veelbesproken en gedocumenteerd thema binnen ter zake doende vakgebieden. De te vinden documentatie is evenwel vaak nog niet wetenschappelijk van aard; Over het thema bestaat nog maar een geringe hoeveelheid academische rechtsliteratuur. Een studie van het wetboek zelf levert wel al genoeg elementen op die een inzicht geven in de anti-dilutie mogelijkheden van de betrokken partijen bij een start-up. In de volgende alinea's volgt daarom een kort overzicht van de eventueel tot actie aanzettende wijzigingen. Op elk van deze punten zal in het verloop van dit schrijven nog dieper ingegaan worden.

1.1.4.1 Reductie in vennootschapsvormen

De grootste vereenvoudiging die werd doorgevoerd, betreft de vermindering van het aantal vennootschapsvormen (François & Hellemans, 2018; Hauwaert, 2019; Hellemans & Parrein, 2018; Braeckmans & Houben, 2019; Maresceau et al., 2018). Als beginnend vennootschap moet er nagedacht worden over het al dan niet afsplitsen van het privé- en het ondernemingsvermogen. De maatschap rest als enige keuze wanneer de start-up een vennootschap zonder rechtspersoonlijkheid wil oprichten. In dat geval is er geen beperkte aansprakelijkheid. Doch kunnen de vennootschap onder firma en de commanditaire vennootschap optreden als juridisch zelfstandige entiteit. Zij vormen aldus een subcategorie van de maatschap als vennootschappen met onvolkomen rechtspersoonlijkheid (Maresceau et al., 2018; Wolfs & Thomas, 2019). Wat betreft de vennootschappen met volkomen rechtspersoonlijkheid blijven enkel nog de besloten vennootschap (BV), de coöperatieve vennootschap

(CV) en de naamloze vennootschap (NV) over² (De Lembre et al., 2019; Wolfs & Thomas, 2019). Er valt op te merken dat een CV enkel is weggelegd voor ondernemingen die effectief een coöperatief gedachtengoed nastreven. Dat betekent dat deze minstens als doelen moeten hebben om te voldoen aan de behoeften van de aandeelhouders en een sociale activiteit moeten ontwikkelen (Maresceau et al., 2018). Gezien deze voorwaarden, zal deze vorm hoogstwaarschijnlijk de minderheid uitmaken van de start-ups. De hervorming naar de BV daarentegen, ter vervanging van de vroegere Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid (BVBA), wordt genoemd als het 'koninginnenstuk' (Braeckmans & Houben, 2019) of het 'paradepaard' (Theyskens & Monard, 2019) van het WVV. Verwacht werd dat de BV de nieuwe basisvorm wordt, aldus de meest voorkomende vennootschapsvorm die tevens uitermate geschikt is voor KMO's (De Wulf, 2018; François & Hellemans, 2018; Hauwaert, 2019; Hellemans & Parrein, 2018; Van Baelen & Wyckaert, 2018; Braeckmans & Houben, 2019; Maresceau et al., 2018; Theyskens & Monard, 2019). De laatst publiek beschikbare statistieken van Graydon Belgium voor de periode van 2009-2018 toonden al een steeds stijgende trend in het aantal BVBA's, dewelke na de eenmanszaak de meest populaire vennootschapsvorm is bij de KMO's (Graydon Belgium, 2019). In een recent onderzoek getuigen de noorderburen alvast dat de vennootschappen van het BV-type het merendeel uitmaken van de Belgische vennootschappen in 2019 (Boschma, Lennarts, & Schutte-Veenstra, 2020). De cijfers verwijzen nu nog zowel naar de BV als de BVBA gezien de nog geldende overgangsmatregelen van de wetgeving. Het is daardoor niet onaannemelijk dat die trend zich voortzet voor de BV nu de overheid aan de BV een laagdrempelig karakter meegeeft (i.e. het wegvallen van het minimumkapitaal) (Theyskens & Monard, 2019).

1.1.4.2 De sleutel tot succes: flexibiliteit en vrijheid?

Binnen de BV, de verwachte vennootschapsvorm van de meeste start-ups (Theyskens & Monard, 2019), wordt er gemikt op flexibiliteit en het voorzien van veel vrijheid. Het Wetboek geldt eenvoudigweg nog als een soort vangnet: het voorziet in basisregels als partijen onderling niets anders hebben afgesproken (Wolfs & Thomas, 2019).

De grotere vrijheid valt zeker te merken voor wat betreft de rechten verbonden aan aandelen (De Wulf, 2018). Deze zullen niet meer vastgesteld worden door het deel van het kapitaal dat ze vertegenwoordigen aangezien het kapitaalbeprijing voor de BV werd afgeschaft, maar wel conventioneel of statutair (Wetsontwerp WVV, 2018). Hoewel art. 5:40 WVV voorziet in een *default*-of terugvalregel die stelt dat aan elk aandeel één stem moet verbonden zijn (Van Baelen & Wyckaert, 2018; Hellemans & Parrein, 2018; Maresceau et al., 2018; Vanhees, 2019), kunnen de rechten in de statuten vrij worden opgetekend (Braeckmans & Houben, 2019; Goldschmidt, 2018; Maresceau et al., 2018; Van Hootegem, Alliet, & Borgers, 2020). Het direct verband tussen de inbreng en de aan aandelen gekoppelde rechten, namelijk het *en bloc* toekennen van aandelen en stemrechten (Van Hootegem et al., 2020), is dus niet meer verplicht (Wolfs & Thomas, 2019). Dit houdt onder andere in dat er verschillende rechten kunnen worden toegekend aan aandelen van dezelfde inbreng, of eenzelfde rechtentoekenning kan gebeuren aan aandelen die een verschillende inbreng representeren

² Met uitsluiting van de niet hervormde Europese vennootschappen daar deze vallen onder Europese normering (Braeckmans & Houben, 2019)

(Braeckmans & Houben, 2019; Theyskens & Monard, 2019). Dit werkt ook een ongelijke behandeling van soorten aandelen in de hand. Het zou kunnen voorkomen dat er meer stemrechten worden toebedeeld aan de aandelen van één soort dan aan die van een andere soort (Goldschmidt, 2018).

Opdat er geen misbruik wordt gemaakt van de verhoogde vrijheid blijft de vennootschap verplicht om minstens één aandeel met stemrecht uit te geven (cfr. art. 5:42 WVV). Misbruik kan hier onder meer slaan op het oprichten van een vennootschap waar aandeelhouders geen stemrecht krijgen waardoor een uitgeholde functie van de algemene vergadering ten opzichte van de raad van bestuur ontstaat (Maresceau et al., 2018; Theyskens & Monard, 2019; Delvoie & Declercq, 2019; Goldschmidt, 2018).

Voor de VC, als bestaande aandeelhouder, zou bovenstaande van belang kunnen zijn, aangezien de machtsverhoudingen in hun nadeel kunnen veranderen bij uitgifte van extra aandelen (ook wel machtsverwatering genoemd) (De Wulf, 2018). Tegelijkertijd geeft het de opportuniteit om eigendom en zeggenschap meer van elkaar te scheiden (Wolfs & Thomas, 2019). De variatie in stemrechten brengt voor start-ups dan weer het voordeel van flexibiliteit in de omgang met VC's in opeenvolgende kapitaalrondes (Monard & Segers, 2018).

Eenzelfde vrijheid wordt beoogd bij het opstellen van contracten (Theyskens & Monard, 2019). Dit biedt mogelijkheden voor de VC om zijn voorkeurrechten ter bescherming van de investering hierin te laten opnemen. Er zijn dan vooral opportuniteiten te vinden in het contractueel vastleggen van de al eerder aangehaalde anti-dilutiebepalingen (Leisen, 2012).

Voor de BV kunnen deze bepalingen mogelijk uitgebreid worden doordat art. 5:18 WVV de BV toelaat om alle soorten effecten uit te geven, waaronder de vroeger verboden converteerbare effecten zoals converteerbare obligaties en inschrijvingsrechten³ (Hauwaert, 2019; Hellemans & Parrein, 2018; De Wulf, 2018; Van Baelen & Wyckaert, 2018; Theyskens & Monard, 2019; Van Hootegem et al., 2020). Dit maakt dat de literatuur die anti-dilutiebepalingen beschrijft om eigenaars van converteerbare effecten te vrijwaren van dilutie wel van toepassing kan worden geacht (Woronoff & Rosen, 2005). Dit kan van belang zijn in het licht van deze masterproef vermits er aanzienlijke wetenschappelijke literatuur bestaat die het gebruik van converteerbare effecten bij VC's, en desgevallend bij de start-ups die ze ondersteunen, omschrijven als een regelmatig gebruikte tool (Schmidt, 2003; Kaplan & Strömberg, 2003; Kaplan, Martel, & Strömberg, 2007; Cumming, 2008; Bascha & Walz, 2001; Lerner & Schoar, 2005; Schwienbacher, 2008; Woronoff & Rosen, 2005 ...).

Een plausibele verklaring wordt gegeven door Woronoff en Rosen (2005) die de alomtegenwoordigheid toeschrijven aan de corrigerende werking die een aanpassing aan de conversieprijs bij verwatering heeft op het risico van informatie asymmetrie. Met de aanpassingsformule wordt er onzekerheid weggenomen en vervangen door een meer eenduidige perceptie over het verwachte resultaat op het moment van investering. Meestal wordt dit ook gekaderd binnen het opzicht van het vastleggen van controlerechten in contracten.

³ Vroeger gekend als warranten (Delvoie & Declercq, 2019; Van Hootegem et al., 2020). De term blijft nog wel zeer ingeburgerd en wordt nog veelvuldig gebruikt.

1.1.4.3 De kapitaallose BV

Tot slot brengt de afschaffing van het vennootschapskapitaal bij de BV gevolgen met zich mee die gewichtig kunnen zijn in het kader van deze masterproef (Maresceau et al., 2018). De verwijdering van het kapitaalconcept betekent dat aan aandelen geen nominale waarde meer wordt toegekend (Boschma et al., 2020). Eveneens doet dit het gebruik van de begrippen fractiewaarde⁴ en uitgiftepremie te niet (Maresceau et al., 2018; Theyskens & Monard, 2019).

Een andere regeling betreffende de bescherming van aandeelhouders (Vanhees, 2019), meer specifiek bij de uitgifte van nieuwe aandelen dringt zich dan ook op (De Wulf, 2018). Telkens er een extra financieringsronde wordt georganiseerd, vermeerdert het kapitaal, waardoor het beschouwd kan worden als een kapitaalverhoging. Dit concept is echter niet meer uitvoerbaar door het verdwijnen van het kapitaalbegrip (Braeckmans & Houben, 2019; Bruloot & Culot, 2018; De Wulf, 2018). Van nu af aan zal het recht in dit opzicht verwijzen naar de term vermogensbewegingen (Theyskens & Monard, 2019), wat neerkomt op een bijkomende inbreng zodat het eigen vermogen van de BV verhoogd.

Automatisch heeft dit consequenties voor het gebruik van het voorkeurrecht als mechanisme tegen machtsverwatering. Met het voorkeurrecht werd er aan bestaande aandeelhouders het recht verleend om als eerste in te schrijven op nieuwe aandelen. Het voorkeurrecht kan desgevallend niet meer uitgedrukt worden in termen van kapitaal, maar zal gelden naar evenredigheid met het aantal aandelen dat een aandeelhouder in zijn bezit heeft (De Wulf, 2018; Theyskens & Monard, 2019).

1.2. ... naar onderzoeks- en deelvra(a)g(en)

Voorgaande uiteenzetting bevat de kernpunten die het onderzoekskader zullen vormen van deze masterproef. De ruime literatuur over de financieringsstructuur van start-ups zal vanuit een economische en vennootschapsrechtelijke ooghoek geanalyseerd worden. Meer bepaald zal er op één soort externe financierder (VC's), één categorie van onderneming (start-ups opgericht als of omgezet naar BV), één economisch probleem (verwatering) en één nieuw wetboek (het WVV) worden ingezoomd. Dit samen beschouwend kan er volgende centrale onderzoeksvraag worden gesteld:

Welke invloed heeft de invoering van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen op het gebied van de anti-dilutie instrumenten voor oprichters en venture capitalists in start-ups die de vorm aannemen van een Besloten Vennootschap?

Aan de hand van enkele sub-onderzoeksvragen zal de masterproef geleidelijk een antwoord bieden op de centrale onderzoeksvraag. De deelvragen vormen de basis voor de opbouw van de hiernavolgende hoofdstukken en derhalve zal het antwoord op de deelvraag in één hoofdstuk of meerdere samenhangende hoofdstukken vervat zitten. De structuur van deze scriptie werd zo bepaald dat er een algemene uiteenzetting wordt gegeven die wordt vervolledigd met inzoomende alinea's voor de start-ups en de VC als financieringspartij.

⁴ Gedefinieerd als het deel dat elk aandeel in het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigt (Theyskens & Monard, 2019) of maatschappelijk kapitaal
aantal aandelen

Het begrip dilutie is een ruim concept dat in verschillende betekenissen wordt gebruikt. Een algemeen inzicht in de betekenis van het verwateringsfenomeen is cruciaal voor de begrijpbaarheid van de bevindingen die uit deze masterproef zullen volgen.

Vooralsnog is de grootste boosdoener die dilutie teweegbrengt het uitgeven van additionele aandelen (Bauguess, Slovin, & Sushka, 2012; De Ceulaer, 2018). Afhankelijk van de wijze waarop en onder welke omstandigheden de uitgifte gebeurt, zal de dilutie zich anders manifesteren. Een eerste deelvraag behelst daarom de verschillende strekkingen van dilutie vanuit economisch en vennootschapsrechtelijk perspectief. Het economische perspectief houdt op zijn beurt een opdeling in financierings – en semi-financieringsstandpunt in. Die laatste benaming doelt op de niet-financiële uitwerking van dilutie, hoewel niet als absoluut te interpreteren omdat er onlosmakelijk financiële invallen aan verbonden zijn. Zo komen ook een aantal boekhoudkundige grootheden en denkwijzen om de hoek gluren.

Onverminderd het feit dat elk perspectief grotendeels berust op de oerbetekenis van dilutie waarbij er een nadeel wordt berokkend aan de bestaande partijen, wordt er toch met een vakspecifieke blik naar verwatering gekeken.

Om een onderscheid te maken tussen de verschillende redeneerwijzen wordt volgende eerste sub-onderzoeksvraag gesteld:

Wat zijn de opvattingen voor dilutie kijkend vanuit een economisch en vennootschapsrechtelijk perspectief?

Dilutie hoeft niet altijd een geldelijke uitwerking te hebben. Het kan ook betrekking hebben op het eigendomspercentage of de mate van controle dat in de handen ligt van een aandeelhouder. Deze denkwijze wordt gevat in het semi-financiële perspectief. Centraal staan daarin ook de financiële staten. Hierbij is een correcte rapportering van kerncijfers van essentieel belang om de *stakeholders* op een gepaste wijze te informeren over de prestaties van het bedrijf. Het is via deze weg dat investeerders op de hoogte moeten worden gebracht of waardoor ze zelf te weten kunnen komen dat er zich verwatering kan voordoen. De verregaande wens tot het behoud van eigendom en controle (Van Hootegem et al., 2020) uit zich in het boekhoudkundig beleid, omtrent methoden die resulteren in het voorstellen van financiële prestaties, en de verdeling van het aandeelhouderschap.

Het financiële gevolg van verwatering waarbij de aandeelhouders leiden onder een waardevermindering van hun aandelen, wordt gebundeld onder het financieringsperspectief. Het financieringsstandpunt brengt dilutie ook in relatie met de beslissing tot de samenstelling van de financieringsstructuur. De probleemstelling noemde de Pecking Order theorie als referentie om de beslissing voor financieringsinstrumenten op te baseren. In ogenschouw genomen dat beslissingen van ondernemers worden gekleurd door hun risico-aversie (Elston & Audretsch, 2010; Kamhon & Wei-Der, 2006; O'Donoghue & Somerville, 2018; Pardo, 2013), zich baserend op een zo hoog mogelijk verwacht nut (O'Donoghue & Somerville, 2018; Ravid & Spiegel, 1997), en wetende dat de Pecking Order theorie hierdoor vooral wordt aangehangen door risico-averse (start-up) ondernemingen (Miller, 1983 in (Vaznyte & Andries, 2019); Paul et al., 2007) is het gepast om de bespreking louter te limiteren tot deze ene theorie. Belangrijk is te vermelden dat risico-aversie in dit kader betrekking heeft op de verafschuwing die ondernemers hebben ten aanzien van externe investeerders die door hun verkrijging van eigendomsrechten mogelijks monitor- en managementtaken kunnen overnemen (Hummel et al., 2013). Risico-aversie kan dus in zekere mate gelieerd worden aan voorzichtigheid. Dit samen in

aanmerking genomen met nog andere kosten verbonden aan verwatering, zal sturend zijn voor de keuze van zowel vragers naar als aanbieders van financiering. Zo zal blijken dat de Pecking Order theorie meerdere malen aan de kant wordt geschoven. Voorts wordt nagegaan of kenmerken die bedrijven vatbaar maken voor dilutie corresponderen met die van start-ups. Tot slot wordt de schuldfinancieringspartij, namelijk financiering door kredietinstellingen, geanalyseerd vanuit het oogpunt van verwatering.

De juridische benadering heeft tot doel om de gevolgen van verwatering zoveel mogelijk in te perken. Dit kan door anti-dilutiebescherming in te schrijven in de contracten die rechtsspecialisten opstellen tussen VC en start-up. De vennootschapsrechtelijke beschouwing zit daardoor mee vervat onder de deelvraag die als laatste wordt beschreven.

Door de ruime en verschillende betekenissen, en daardoor vormen, van dilutie wordt in een volgende sub-onderzoeksvraag, getracht om deze wat de concretiseren in de situatieschets van VC's die start-ups financieren. Het gaat dan om een bespreking van hoe de dilutievormen, zelfs eventueel nog niet besproken en dus voor hen specifieke vormen, een invulling krijgen. Zo worden de gevolgen op de betrokken partijen kennelijk weergegeven.

Samengenomen, levert dit de allesomvattende vraagstelling voor de tweede sub-onderzoeksvraag:

Zijn de vormen van dilutie eveneens van toepassing bij met venture capital gefinancierde start-ups of ervaren zij eerder unieke dilutievormen?

Een algemene, toch veelzijdige, definitie van een start-up werd gegeven door Blank (2010): "A start-up is a company, a partnership or temporary organization designed to search for a repeatable and scalable business model." (Blank, 2010 in (Spender et al., 2017))

Dat start-ups gefinancierd met venture capital te maken kunnen krijgen met voor hen kenmerkende verwateringsvormen, hoeft niet te verbazen. Hun onderscheidende karakteristieken, die zowel positief als negatief kunnen opgevat worden, zouden hen een weermiddel kunnen bieden of kunnen in hun nadeel spelen in de geschetste omstandigheden. Hun gebrek aan reputatie, een vroege afhankelijkheid van intern kapitaal en een gebrek aan historische informatie of *track records* (ook wel *informational opacity* genoemd) zijn zaken die het hen niet makkelijk maken om financiering via VC's vast te krijgen (Berger & Udell, 1998; Berggren et al., 2000; Cassar, 2004; Hsu, 2004; Tucker & Lean, 2003; Vergauwen, 2012; Ang, 1992; Atherton, 2009; Mina et al., 2013). De waarde van hun intellectueel eigendom (Hummel et al., 2013), hun gerichtheid op hoge groei en de betrokkenheid van de ondernemer zijn dan weer troeven die ze kunnen uitspelen naar de VC's toe (Spender, 2014).

Venture capital bevat volgens Brander et al. (2002), hun bewering onderbouwend met behulp van definities van Shilit (1991) en Kunze (1990), steeds vier kenmerken. Het slaat op financiering met eigen vermogen voor private bedrijven, waar de VC optreedt als intermediair, inclusief een actieve betrokkenheid bij de bedrijfsontwikkeling. Manigart (2007), en recent opnieuw bevestigd door Coppens et al. (2018), specificeert het soort private bedrijven nog meer en duidt erop dat VC's vooral hun steentje (of in dit opzicht meer te spreken over een grote steen) kunnen bijdragen in de fase van oprichting en vroege groei.

De mening van Manigart om de term niet naar het Nederlands te vertalen (i.e. risicokapitaal), is een valabel pad om te volgen in deze bijdrage. Welbeschouwd houdt elke investering in het eigen

vermogen van een vennootschap risico in en kan het benoemd worden als zijnde risicokapitaal. Risicokapitaal in die betekenis gaat veel verder dan het opzet waarvoor venture capital wordt gebruikt in de zin van deze masterproef. Afwijkingen van deze standpunten zijn ongetwijfeld mogelijk. Echter vormt het gegeven een niet mis te verstane en handige leidraad als basis voor de bevatting voor hetgeen zal volgen.

Verwatering wordt hoofdzakelijk bestempeld als een negatief fenomeen en daarom wordt er door de betrokken actoren op zoek gegaan naar mogelijkheden om dilutie te verminderen of helemaal te vermijden. In een laatste sub-onderzoeksvraag wordt er dan ook gekeken naar de anti-dilutie instrumenten die er voorhanden zijn.

Opnieuw wordt er eerst een globale opsomming gemaakt om vervolgens na te gaan welke instrumenten specifiek dienstig zijn in de beschreven situatie van start-ups met venture capital financiering.

Door de verwachting dat de BV als basisvennootschapsvorm zal fungeren en vanwege de geschiktheid voor KMO's, inclusief start-ups, (De Wulf, 2018; François & Hellemans, 2018; Hauwaert, 2019; Hellemans & Parrein, 2018; Van Baelen & Wyckaert, 2018; Braeckmans & Houben, 2019) is het gepast om de bespreking te beperken tot de anti-dilutie middelen voor start-ups opgericht in de vorm van BV of die verplicht zijn over te schakelen naar de vorm van een BV. Door de focus op de invoering van het WVV wordt er uiteraard ook stilgestaan bij het effect dat deze wijziging heeft op de beschikbare anti-dilutiemechanismen en hun contractuele vastlegging.

In de laatste hoofdstukken zal er naar een antwoord worden gezocht op de hieronder laatst beschreven sub-onderzoeksvraag.

Welke (bijkomende) anti-dilutie instrumenten voorziet de nieuwe vennootschapswet en hoe kunnen deze in de contracten tussen venture capitalist en start-up oprichter worden vastgelegd?

Alvorens in de literatuur te duiken, is het van betekenis om het volgende te benadrukken. Best wordt dit steeds als achtergrondgedachte meegenomen tijdens het lezen van deze masterproef. Veronderstellend dat het onwaarschijnlijk is dat start-ups op de zeer korte termijn een beursintroductie zouden overwegen, ligt het uitgangspunt voor het bespreken van de literatuur en het formuleren van bevindingen op niet-beursgenoteerde vennootschappen.

Wegens de specifieke focus op vier elementen - VC's, start-ups in BV-vorm, verwatering en het nieuwe WVV - en het actuele karakter van de wetswijziging in het vennootschapsrecht wordt er bijgedragen aan bestaand wetenschappelijk onderzoek en wordt er gemikt op toepassing in de praktijk. Zo wordt er nuttige informatie verstrekt aan start-ups die zich willen behoeden voor verwatering, aan VC's die hun investeringsefficiëntie en rendement willen optimaliseren en aan actoren in de juridische adviesverlening aan start-ups.

1.3. Onderzoeksmethode

In de bedrijfseconomische wereld draait het vaak in de eerste plaats om cijfermatige resultaten. Ietwat strijdig, zal deze masterproef focussen op woorden in de vormgeving van een kwalitatief onderzoek (Mohajan, 2018; Saunders et al., 2015). Gorman et al. (2005) deed een poging om het begrip in een alomvattende definitie te gooien:

“Qualitative research is a process of enquiry that draws data from the context in which events occur, in an attempt to describe these occurrences, as a means of determining the process in which events are embedded and the perspectives of those participating in the events, using induction to derive possible explanations based on observed phenomena.” (Gorman et al., 2005, p.3 in (Jamali, 2018))

Het doel van een kwalitatief onderzoek is het verkrijgen van een diepgaand inzicht in een specifiek fenomeen bij weinig, maar doelgericht gekozen, respondenten (Mohajan, 2018; Saunders et al., 2015; Thomas & Magilvy, 2011). Het fenomeen wordt beschreven en geïnterpreteerd door de ogen van de groep die wordt bestudeerd (Mohajan, 2018). Hierop kan dan verdere kennis gebouwd worden (Thomas & Magilvy, 2011).

Gegeven de nieuwheid van het WVV en de daardoor nog povere en weinig diepgaande academische literatuur, werd er gekozen voor een flexibele onderzoeksstructuur. Een inductieve benadering biedt zich hier aan als de geschikte onderzoeksstrategie (Creswell, 2003; Saunders et al., 2015). Vanuit een verkennende houding wordt naar data over het onderwerp gezocht om naderhand patronen en de meest pertinente thema's te vinden. Zo kan er tot een theorie worden gekomen (Saunders et al., 2015; Yin, 2014).

De meest voor de hand liggende, en hier ook de meest toepasselijke, inductieve methode is de *grounded theory* of gefundeerde theoriebenadering, hoewel niet volstrekt inductief daar het soms ook deels een deductieve invulling kan hebben (Mohajan, 2018; Saunders et al., 2015). De grondleggers Glaser en Strauss (1967) gaven in den beginne volgende definitie:

“The theory that was derived from data, systematically gathered, and analyzed through the research process.” (Glaser & Strauss, 1967 in (Mohajan, 2018))

Bevattelijker en meer praktisch opgevat is de definitie uit het vertaalde boek van Saunders et al. (2015):

“Onderzoeksstrategie waarin de theorie wordt ontwikkeld uit de gegevens door middel van een reeks waarnemingen of interviews, waarbij een voornamelijk inductieve benadering wordt gevolgd.” (Saunders et al., 2015)

Deze beschrijving geeft meteen ook aan hoe het empirische luik zal worden vormgegeven, namelijk via interviews. De masterproef combineert dus een uitgebreide secundaire-data analyse met een *grounded theory* analyse van enkele interviews.

1.3.1. Literatuurstudie

Het grootste deel van de masterproef zal bestaan uit een literatuurstudie op basis van wetenschappelijke artikels en boeken ter beschikking gesteld via databanken van de Universiteit Hasselt. Aangezien er in de masterproef veel aandacht gaat naar een analyse vanuit een vennootschapsrechtelijk perspectief, werden er ettelijke uren gependend in de rechtsbibliotheek van Limburg. De hoofdbron daar was het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen, aangevuld met boeken die een samenvatting boden of al eerste commentaren publiceerden. De juridische databanken en andere e-bronnen boden extra onderzoeksmateriaal zoals artikels uit juridische tijdschriften, wetsontwerpen met bijhorende amendementen, ...

Om zich niet te verliezen in de veelheid aan informatie die beschikbaar is in online en offline bibliotheken, werd er door middel van afgebakende zoekcriteria gericht gezocht naar relevante literatuur. Dit gebeurde door het strategisch formuleren van Engelse, met uitzondering van de zoektocht naar rechtsbronnen, zoekwoorden. De hierdoor verworven artikels boden automatisch een schatkist aan waardevolle literatuur door de gebruikte verwijzingen in de referentielijst. In deze masterproef werd er aldus ook gewerkt via *backward literature search*.

Ter garantie van de betrouwbaarheid werd er uitsluitend, voor wat betreft de wetenschappelijke artikelen, beroep gedaan op *peer-reviewed* artikels (Saunders et al., 2015). De wijsheid die uit boeken werd gehaald, kwam aldoor van gerenommeerde auteurs, die expert waren in hun onderzoeksdomein.

1.3.2. Empirisch onderzoek

Om vervolgens hetgeen gevonden in de literatuurstudie te testen in de praktijk, werd er een kleinschalig empirisch onderzoek gevoerd. Dit bestond uit een aantal semigestructureerde interviews met respondenten die een nauwe band hebben met het onderzoeksveld. Hiermee wordt er bijvoorbeeld verwezen naar advocaten of juristen gespecialiseerd in de begeleiding van start-ups, experts in de venture capital sector, doctoraatstudenten in hetzelfde onderzoeksdomein, ...

Wijzend op de specifiek beoogde contactpersonen, kon er niet gewerkt worden met een statistische manier om een steekproef te selecteren. Via opzoekingswerk op het internet en het eigen netwerk werden personen in de juridische vennootschapswereld telefonisch of via e-mail gecontacteerd. Door gebruik te maken van de sneeuwbal methode, waarbij er aan de eerste respondenten wordt gevraagd of zij andere respondenten kennen (Saunders et al., 2015), werd er getracht te kunnen steunen op een uitgebreider en professioneler netwerk.

Door de weinige ervaringen die er tijdens de onderzoeksperiode nog maar bestonden over de gevolgen van de invoering van het WVV, werd er al snel tot dataverzadiging⁵ gekomen. Als er geen nieuwe informatie meer naar boven komt, wordt het punt van gegevensverzadiging bereikt (Fusch & Ness, 2015; Marshall, Cardon, Poddar, & Fontenot, 2013). Dat blijkt ook uit een beschrijving van Grady (1998):

⁵ Of vrijer vertaald vanuit het Engels: datasaturatie.

"New data tend to be redundant of data already collected. In interviews, when the researcher begins to hear the same comments again and again, data saturation is being reached... It is then time to stop collecting information and to start analysing what has been collected." (Grady, 1998, p. 26 in (B. Saunders et al., 2018))

Alhoewel de hier zes afgenomen interviews door sommige onderzoeken (Guest et al., 2006 in (Fusch & Ness, 2015); Marshall et al., 2013) als voldoende kunnen worden beschouwd om dataverzadiging te bereiken, stelt ander onderzoek dat het aantal interviews niet te kwantificeren is (Bernard, 2012; Morse, 1995 in (Marshall et al., 2013)). Ultiem gaat het niet zodanig over het aantal gegevens, maar wel om de diepte ervan en is meer daarom niet altijd beter (Fusch & Ness, 2015).

Daarenboven zorgden de ongewone omstandigheden, i.e. Covid-19 crisis, voor drukte, wat vermoedelijk de laag bekomen respons verklaart. Door het verbod op buitenshuis contact, moesten enkele interviews via digitale weg worden afgenomen. De fysieke afwezigheid en het slechte zicht op non-verbale communicatie maakte de manier van interactie die beoogd werd met de semigestructureerde interviews wat moeilijker (Poynter, 2012 in (Saunders et al., 2015)).

Zoals aangegeven door de grounded theory, neemt de onderzoeker een zoekende houding aan (Verschuren & Doorewaard, 2007, p.192-198 in (Saunders et al., 2015)), dewelke het best kan uitgedrukt worden in een semigestructureerd interview. Daarbij wordt er vertrokken van een vooraf opgestelde vragenlijst (zie bijlage 1) waarin veel ruimte is ingebouwd voor variatie. Mee-evoluerend met de context van het interview kunnen er vragen worden weggelaten, toegevoegd of gherdefinieerd. Het herformuleren van vragen is een must omdat er in de analysemethode van de grounded theory er een continue vergelijking wordt gemaakt tussen theoretische bevindingen en de empirische gegevens (Verschuren & Doorewaard, 2007, p.192-198 in (Saunders et al., 2015); Mohajan, 2018).

Om volop gebruik te maken van die flexibiliteit werden er tijdens de interviews notities gemaakt. Deze boden achteraf een onmiddellijke en nuttige terugkoppeling waarnaar gegrepen kon worden voor verdiepingsvragen in volgende interviews. De analyse van de (getranscribeerde) interviews gebeurde immers, door de snelle opeenvolging van interviews, pas later. Door het bevragen van conclusies uit eerdere interviews in volgende interviews, kon er toegewerkt worden naar het stellen van de juiste vragen in het kader van het beoogde onderzoeksonderwerp, wat de validiteit ten goede komt (Saunders et al., 2015).

Dit alles resulteert in interviews (zie bijlage 3-6) waarvan de transcriptie weinig gestructureerd en verschillend is. Enkel de interviews waarvan de respondenten positief reageerden op de vraag tot publicatie van de transcriptie (zie bijlage 2), werden opgenomen.

De data-analyse volgt niet strikt op de literatuurstudie, maar loopt eerder simultaan verder met het zoeken naar extra en het terugkoppelen naar de literaire achtergrond. Daarom zullen de inzichten uit de verschillende interviews geïntegreerd worden in de toepasselijke hoofdstukken en niet onder een afzonderlijke titel worden weergegeven.

Tabel 1: Profiel van de geïnterviewden

naam	bedrijf	functie	datum interview afname
Theyskens Max	Monard Law	Advocaat in vennootschapsrecht met een specifieke focus het begeleiden van zowel startups als institutionele VC's	04/03/2020
Bogaert Lieven	Advocom	Advocaat gespecialiseerd in commerciële contracten, fusies en overnames	13/03/2020
Vos Tom	Jan Ronse Instituut voor Vennootschaps- en Financieel Recht	Doctoraatsonderzoeker rond het thema van aandeelhoudersbescherming bij de uitgifte van aandelen door vennootschappen	17/03/2020
Weyens Petra	Kontrakto	Juridisch adviseur in de venture capital industrie, met ervaringen in de verschillende aspecten van het investeringsproces	20/03/2020
Aerts Tom	LRM	Head of investments	
Dessers David	Cresco	Advocaat in ondernemingsrecht met specialisaties in start-ups en venture capital	24/03/2020

Hoofdstuk 2: Het concept dilutie vanuit semi-financieel perspectief

2.1. Dilutievorm: Procentuele verwatering

Het aantal aandelen dat een investeerder in zijn bezit krijgt door via een investering bij te dragen aan een financieringsbehoefte van een ondernemer, is een maatstaf voor de participatie in de onderneming. Telkens er nieuwe aandelen te koop worden aangeboden aan nieuwe investeerders of er worden rechten verleend tot het verkrijgen van aandelen met stemrecht⁶, daalt het proportionele eigendom van de bestaande aandeelhouders op de onderneming. Dit fenomeen krijgt de toepasselijke naam procentuele verwatering (of ook eigendomsverwatering, dilutie van de controle) (Vergauwen, 2012; Woronoff & Rosen, 2005; De Ceulaer, 2018). Verwatering verwijst hier dus naar de eigendomscontrole die bestaande aandeelhouders afstaan bij de uitgifte van nieuwe aandelen (Baskin, 1989; Cosh et al., 2009; Floros & Sapp, 2012). Een fictief cijfervoorbeeld kan een nodig verduidelijkend inzicht bieden.

Vennootschap EGMaster heeft een eigen vermogen van € 10.000, vertegenwoordigd door 5.000 aandelen. Aandeelhouder X is in het bezit van 1.000 aandelen, wat deze persoon een participatie van 20% ($1.000/5.000$) geeft in het eigen vermogen van de onderneming, ter waarde van € 2.000. Later beslist de vennootschap om 1.000 aandelen extra uit te geven aan aandeelhouder Y voor een prijs van € 2.000. Het totaal aantal aandelen bedraagt nu 6.000, wat de participatie van aandeelhouder X tot 16,66% ($1.000/6.000$) reduceert. Aandeelhouder X ondervindt procentuele verwatering.

Ten gevolge van procentuele verwatering verliezen de partijen die niet ingingen op de aandeeluitgifte een deel van hun zeggenschap, en alzo hun stemrechten, in de vennootschap (Vergauwen, 2012; Vos Tom, persoonlijke communicatie, 17 maart 2020). De toename van de aandelen hoeft niet per se nadelig te zijn voor de waarde van de deelneming van de aandeelhouders. In bovenstaand voorbeeld gebeurde de uitgifte van de aandelen aan de zelfde reële waarde van € 2 per aandeel ($10.000/5.000$). De huidige waarde van de investering van aandeelhouder X zal zo gelijk blijven aan € 2.000 (Woronoff & Rosen, 2005). Bekrachtiging van deze bewering kan gevonden worden door de situatie voor en na de bijkomende investering te vergelijken.

pre-investering	post-investering
20% van € 10.000 = € 2.000	16,66% van € 12.000 = € 2.000

Nadelig is het wel als de verwatering leidt tot het kwijtraken van een meerderheidspositie en er slechts een minderheidspositie wordt overgehouden (Vergauwen, 2012). Deze kwestie zal nog terugkomen in latere hoofdstukken.

⁶ Een nuancering hierop wordt besproken in '6.2. Wijzigende regelgeving omtrent het stemrecht verbonden aan aandelen'

2.2. Tweestrijdige rapportagekeuze voor de met verwatering geconfronteerde ondernemer

Het concept dilutie, zoals hierboven besproken, is - soms een tikkeltje verscholen - meer geïntegreerd terug te vinden in toepassingen waarvan hieronder illustraties worden gegeven. De illustraties maken wederom duidelijk dat ondernemers en investeerders voor tal van keuzes staan, dat is niet anders voor verwatering. De regelgeving rond boekhoudkundige grootheden steekt hen hierin een handje toe. Niettegenstaande dwalen de gedachten van ondernemers zo nu en dan af naar eigenbelang die hun manier van boekhouden om financiële cijfers voor te stellen beïnvloedt.

2.2.1. Financiële verslaggeving die verwatering incalculeert

Het begrijpen van dilutie is noodzakelijk voor de interpretatie van enkele gerapporteerde kerncijfers. Vele investeerders zullen gebruik maken van financiële cijfers als basis van hun investeringsbeslissing. Voor het samenstellen van een investeringsportefeuille, wordt een P/E-ratio vaak als maatstaf gebruikt (Neill & Pfeiffer, 1999; Scott, 1992). Deze ratio geeft de verhouding weer van de aandelprijs op de gegeneerde winsten per aandeel van een bedrijf en daarmee dus de betalingsbereidheid van investeerders voor elke euro die het bedrijf als winst verdient (Hu & Koshoev, 2017).

De *General Accepted Accounting Principels* (afgekort GAAP) leggen bedrijven op om twee soorten P/E-ratio's te vermelden in hun financiële staten: gebruikmakend van basis EPS (*earnings per share*) of van EPS rekening houdend met dilutie (ook wel benoemd als verwaterde EPS) (Lerner & Auster, 1969; Neill & Pfeiffer, 1999; Scott, 1992; Scott & Wier, 2010; Bens, Nagar, Skinner, & Wong, 2003). Beide dienen om de bedrijfsprestaties aan de hand van rapportagedocumenten te beoordelen (Core, Guay, & Kothari, 2002). Het verschil is te vinden in de berekeningswijze van de noemer. De manier van berekening bij de basis EPS zit eigenlijk zo goed als in de naam vervat. De winst, beschikbaar voor aandeelhouders, wordt gedeeld door het gewogen gemiddelde van de totale uitstaande gewone aandelen. De noemer bij de verwaterde EPS houdt bijkomend rekening met het dilutie-effect van bepaalde effecten (Bens et al., 2003; Kahle, 2002). Deze laatste wordt daarom gezien als een conservatievere maatstaf door het uitgangspunt dat er volledige conversie naar aandelen van alle uitoefenbare effecten zoals converteerbare obligaties, preferente aandelen, aandeelopties ... heeft plaatsgevonden (Bens et al., 2003; Core et al., 2002; Dravis, 2019; Lerner & Auster, 1969; Neill & Pfeiffer, 1999; Scott, 1992; Scott & Wier, 2010). Er wordt met andere woorden gewerkt onder de assumptie van theoretische maximale potentiële verwatering (Scott, 1992). De voorstelling van de winst wordt procentueel kleiner doordat de noemer in de verwaterde EPS meer aandelen omvat.

Gezien het gebruik van converteerbare effecten populair is binnen ondernemingen, zeker ook bij VC's (Dravis, 2019; Neill & Pfeiffer, 1999) zoals aangehaald in de probleemstelling, gebruiken investeerders best de verwaterde EPS maatstaf als beslissingscriterium voor investeringen (Neill & Pfeiffer, 1999). In het artikel van Core et al. (2002) wordt alvast gesuggereerd dat investeerders meer vertrouwen op de verwaterde EPS om prestaties te beoordelen.

De aandachtige lezer kan zich de bedenking maken hoe relevant deze opdeling is in een start-up context die bekend staat om eerst een *valley of death* door te maken voordat er überhaupt winsten worden gegenereerd (Manigart & Meuleman, 2018). Zodra de start-up in de groeifase belandt, is winst wel het na te streven doel (Alemany & Andreoli, 2018) en zullen de investeerders sneller met argusogen naar deze cijfers kijken.

2.2.2. Boekhoudmethode in een procentueel verwaterde bekadering

Voordat de financiële cijfers effectief aan de belanghebbenden kunnen worden gepresenteerd, gaat er een heel boekhoudjaar aan vooraf waarin een resem van keuzes zich aandienen. Het antwoord van het management op boekhoudkundige vraagstukken bepaalt hoe het bedrijf zich profileert naar de buitenwereld. De keuze die ze maken heeft een rechtstreekse invloed op de cijfers die in de jaarrekening zullen worden getoond. De jaarrekening geeft onder andere een beeld van hoe competent het bedrijf is op professioneel gebied. Het liefst van al wil de onderneming dus een zo goed mogelijk imago neerzetten om de aandeelhouders gunstig te stemmen (Missonier, 2004 in (Waweru, Ntui, & Musa, 2011)).

Afgezien van het voornemen om het als bedrijf zo ver mogelijk te schoppen qua groei, winstgevendheid enz. blijven de gedachten van het management doordrongen met het nastreven van eigenbaten. De manier waarop de cijfers op jaareinde uiteindelijk op papier komen wordt mede bepaald door een potentieel voordeel dat de managers er kunnen mee opstrijken.

Een onderzoek dat Waweru et al. publiceerde in 2011 toont aan dat managers hun boekhoudmethoden mee laten hangen van de vergoeding die ze er mogelijks bijkomend mee kunnen opstrijken. Ze hebben dus baat bij een boekhoudtechniek die inkomsten sneller rapporteert waardoor deze beter worden voorgesteld. Managers kunnen eerder van deze gelegenheid gebruik maken als zij hiertoe over de nodige macht beschikken (Hall, 1993 in (Waweru et al., 2011)). Waweru et al. schetst dat dit in een situatie kan zijn waarin de voornaamste aandeelhouders een laag percentage van de stemrechten hebben. Er heeft zich met andere woorden een grote verwatering van het eigendom voorgedaan. In hypothesevorm geformuleerd, zou er een negatief verband zijn tussen eigendomsverwatering en de praktijk om inkomensverhogende boekhoudmethoden te gebruiken. Dat wil zeggen dat des te minder het eigendom is geconcentreerd, des te waarschijnlijker het is dat het management een boekhouding voert die de rapportage van inkomsten versnelt.

Of deze beschreven omstandigheid klopt, staat ter discussie. In tegenstelling tot het bevestigende antwoord op de hypothese dat Astami en Tower (2006) vonden voor landen gelegen rond de Stille Oceaan in Azië, wordt de veronderstelling niet ondersteund voor het onderzoeksgebied van Waweru. In Tanzania bestaat er vooralsnog geen verband tussen eigendomsverwatering en de keuze van het boekhoudbeleid. Waweru et al. beschouwt deze uitkomst niet als onlogisch. De aandeelhouders in de meerderheid van de Afrikaanse landen kunnen weinig controle uitoefenen ten opzichte van managers. Deze laatsten ervaren daardoor geen druk om het beste uit het bedrijf te halen en dat ook zo naar buiten te brengen. Dit maakt dat het voor de managers niet van tel is of er een goed of slecht resultaat wordt getoond in de financiële staten (Waweru et al., 2011).

2.3. Controleverdeling

Tussen de voorgaande regels kan het streven naar eigenbelang, als hoofdkenmerk van de later besproken agency theorie⁷, gelezen worden. Aan de kant van het bedrijf zelf met al zijn aandeelhouders, staat vooral het winstbejag centraal en hoe deze bestemd wordt. Er ontstaan hier problemen door de scheiding van eigendom en controle en de daarmee samenhangende relatie tussen controlerende en niet-controlerende aandeelhouders (Gilson & Gordon, 2003).

Meer specifiek getuigen Poulsen et al. (2013) dat bij een aandelenemissie verwatering van eigendom en controleverlies sterk bijdragen aan de doorslaggevende keuze bij grootaandeelhouders over de vormgeving van de uitgifte. Er was in dit onderzoek sprake van een grootaandeelhouder wanneer deze in het bezit was van meer dan vijf procent van de stemrechten. Hun eigendomsaandeel is waardevol omdat het hun macht verleent in de sturing van de acties van het management (Poulsen, 2013), wat hen meteen ook een controlefunctie bezorgt (O'Neal, 1987 in (Bennedsen & Wolfenzon, 2000)). Dit levert hun al dan niet geldelijke (Elson, Ferrere, & Goossen, 2015) privé-voordelen op ten nadele van de aandeelhouders zonder controlerend aandeel (O'Neal, 1987 in (Bennedsen & Wolfenzon, 2000); Elson et al., 2015; Faccio & Lang, 2002; Gilson & Gordon, 2003; Harris, Madura, & Glegg, 2010; Johnson, La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 2000; Kumar & Ramchand, 2008; Zingales, 1994). Privé-voordelen kunnen hier gezien worden als een 'psychologische' waarde, wel of niet in geldwaarde vertegenwoordigd, die aandeelhouders hechten aan het hebben van controle (Harris & Raviv, 1988 en Aghion & Bolton, 1992 in (Dyck & Zingales, 2004)). Het private karakter verwijst naar de waarde die toekomt aan de over controle beschikkende aandeelhouder zonder dat deze verdeeld wordt over alle aandeelhouders naargelang hun aandeel in het eigen vermogen (Djankov, La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 2008; Dyck & Zingales, 2004; Gilson & Gordon, 2003). Het onttrekken van dit voordeel van de andere aandeelhouders kan bestempeld worden als een verwatering van de eigendomsrechten van laatstgenoemden (Grossman & Hart, 1980 in (Zingales, 1994)).

Het verlies van voordelen voor de niet-controlerende aandeelhouders moet niet strikt gezien worden als negatief: er bestaat een *trade-off* tussen de kost van de privé-voordelen en een winst bekomen door de reductie van het managementprobleem te maken met het streven naar zelfbevoordeling (Gilson & Gordon, 2003). Een controlerende aandeelhouder vervult namelijk een monitorrol die het management er enigszins van belet om verkwistende (investerings-)beslissingen te nemen (Berk & DeMarzo, 2017). Zolang deze baat groter is dan de kost van privé-voordelen van controle, zal een minderheidsaandeelhouder niet zo veel graten zien in het bestaan van een controlerende aandeelhouder (Gilson & Gordon, 2003). Het staat de controlerende aandeelhouders zo vrij om acties uit te voeren die hen ten goede komen. Een voorbeeld bestaat erin dat een grootaandeelhouder het management ervan kan weerhouden om positieve investeringsopportunities met eigen vermogen te financieren teneinde de aan controle gekoppelde voordelen te bewaren. Deze voordelen verminderen echter wanneer er extra kapitaal⁸ wordt uitgegeven. Hiermee rekening houdend, zullen er bij nood aan financiering minder aandelen worden uitgegeven als de grootaandeelhouder veel controle dreigt te verliezen en dus ook de daaraan gekoppelde privé-voordelen (Poulsen, 2013; Stulz, 1988 in (Brounen,

⁷ zie infra '3.2.1.1. Aan de basis: Asymmetrische informatie'

⁸ In dit hoofdstuk niet te begrijpen in de zin van de vennootschapsrechtelijke betekenis als zijnde het bedrag, dat zich bevindt op de passiefzijde van de balans, dat aanduidt welk deel van het vermogen van de onderneming niet in aanmerking komt voor uitkering (Maresceau et al., 2018).

de Jong, & Koedijk, 2006)). Dit resulteert in een lager aantal investeringen waardoor het bereiken van een optimale toestand voor alle aandeelhouders wordt belemmerd (Poulsen, 2013).

Bennedsen & Wolfenzon (2000) bekijkt de verwatering van eigendom vanuit het standpunt van de oprichtende eigenaars en komt tot een positieve constatacie. Eén van de taken van de oorspronkelijke eigenaars is om de eigendomsstructuur vast te leggen. Het betreft een gewichtige keuze, daar het bepaalt wie van de eigenaren de controle over het bedrijf zal hebben. Het is voor de oorspronkelijke eigenaars van belang om een eigendomsstructuur te kiezen met verscheidene grote aandeelhouders opdat een enkelzijdige, schadelijke actie van één aandeelhouder kan afgewend worden. Een eigenaar, op zoek naar extern kapitaal, verkiest met andere woorden om de macht met opzet te verdunnen door de stemrechten en *cashflows* te verdelen over meerdere externe, toekomstige aandeelhouders. Het nemen van besluiten vereist op die manier een samenkomst van de aandeelhouders. Deze groepering werkt als een controlerend mechanisme dat het wangebruik van fondsen door een enkele aandeelhouder vermindert. Samengevat, moedigen Bennedsen & Wolfenzon met hun uiteenzetting een verspreid aandeelhouderschap aan.

Het voordeel van een verlaagd wangebruik wordt door Bauguess et al. (2012) evenwel in twijfel getrokken. Verwatering van het eigendom zou volgens hen niet leiden tot een betere afstemming van de belangen van verspreide aandeelhouders en oprichters.

De bevinding van Bennedsen et al. is in strijd met wat in het onderzoek van La Porta et al. (1999) naar voren wordt geschoven. Daarin wordt beweerd dat controle best kan worden geconcentreerd bij een klein aantal aandeelhouders om misbruik door anderen te voorkomen. Het wangebruik wordt beperkt doordat controlerende aandeelhouders een stimulans ervaren om het management te monitoren.

Een bedenking valt te maken dat een situatie van concentratie misbruik aanwakkert bij en zo verplaatst naar de controlerende aandeelhouders. Immers, bij een hogere mate van geconcentreerd eigendom is er een grotere associatie met het verwerven van privé-voordelen van controle (Dyck & Zingales, 2004; Foley & Greenwood, 2010). Bij afwezigheid van deze privé-voordelen zal er bijgevolg geen drijfveer zijn om grote blokken aandelen in een bedrijf te centreren (Zingales, 1994).

Daarnaast pretenderen Dyck et al. (2004) en La Porta et al. (1999) dat landen met een slechte investeerdersbescherming gekenmerkt worden door meer mogelijkheden tot het bekomen van privé-voordelen inzake zeggenschap. Een aanhaling in een onderzoek van Djankov et al. (2008) maakt deze redenering niet onlogisch. In een weinig gereguleerde omgeving is de verleiding groter om "het geld [hier het privé – voordeel] te nemen en weg te lopen". Een betere juridische bescherming, maar ook betere boekhoudnormen en een striktere wetshandhaving, zouden bijdragen aan een vermindering van de mate waarop privé-voordelen van controle kunnen worden verworven (Dyck & Zingales, 2004).

In landen waar aandeelhouders een betere bescherming genieten, wordt er vaker niet-geconcentreerd ondernemerschap waargenomen (Foley & Greenwood, 2010). Uit latere bevindingen blijkt toch dat ook in landen met een goede investeerdersbescherming er eerder geconcentreerd aandeelhouderschap dan verspreid aandeelhouderschap voorkomt (Donelli, Larrain, & Francisco Urzúa, 2013). Toch zal in deze landen de kans op verwatering van eigendom groter zijn doordat de beschermingsregels zorgen dat ondernemingen meer kunnen en willen groeien door kapitaal aan te trekken via aandelenuitgifte, met verdunning van het aandeel van de aandeelhouders tot gevolg (Donelli et al., 2013; Foley & Greenwood, 2010).

Hoofdstuk 3: Het concept dilutie vanuit financieringsperspectief

3.1. Dilutievorm: Economische verwatering

Wanneer een onderneming een goede koers vaart zal de aandelenkoers en de totale marktwaarde, aan eenzelfde tempo (Root, Rozycki & Suh, 2014), groeien en dient het probleem van verwatering zich niet aan (Root et al., 2014; Woronoff & Rosen, 2005) als er beroep wordt gedaan op externe financiering via aandelen. Als de onderneming in financieel moeilijk vaarwater komt, anders dan bij de procentuele verwatering besproken onder het semi-financieel perspectief, is een waarde implicatie niet altijd uitgesloten. Opdat er sprake is van economische verwatering (of ook winstdilutie, dilutie van cashflowrechten) moet er simpelweg voldaan zijn aan één voorwaarde voor wat betreft de prijs van de nieuwe aandelen:

$$\text{uitgifteprijs} < \text{fundamentele waarde}$$

Als een aandeel gekocht kan worden tegen een lagere prijs dan de fundamentele waarde (syn. reële waarde), profiteren de nieuwe aandeelhouders. Zij kopen zich dan in tegen een relatief lage prijs in het bedrijf. Echter worden de bestaande aandeelhouders benadeeld, ten opzichte van het geval waarin de aandelen zouden worden uitgegeven tegen een prijs gelijk aan de fundamentele waarde, omdat ze een waardedaling van hun aandeel ondervinden en bijkomstig mogelijks een lager eigendomsaandeel overhouden (Bajo & Barbi, 2010; Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Root et al., 2014; Woronoff & Rosen, 2005; Vos, 2020). Het verschil tussen de prijs waaraan effecten kunnen verkocht worden en de lagere waarde die het management er aan toekent, kan dus gezien worden als een verwateringskost (Fulghieri & Lukin, 2001; Core et al., 2002; Vergauwen, 2012). Een eenvoudige verklaring is te vinden in het feit dat er na een aandeeluitgifte meer uitstaande aandelen zijn waardoor het door de aandelen vertegenwoordigde percentage bedrijfseigendom, en bijhorend de daaraan vasthangende winst, voor de bestaande aandeelhouders verwatert (Dravis, 2019). Een te vermelden kanttekening is dat economische verwatering kan maar niet hoeft gepaard te gaan met de altijd aanwezige procentuele verwatering (Vergauwen, 2012). Wanneer beide optreden is het wel zo dat hoe groter de economische verwatering is, hoe groter de procentuele verwatering ook zal zijn.

Dergelijke afname van de winst per aandeel zal zich niet alleen voordoen bij de uitgifte van gewone aandelen maar ook bij de uitoefening van het conversierecht bij converteerbare instrumenten, opties en warrants (Huang, Marquardt, & Zhang, 2014). Het conversierecht impliceert dat houders ervan recht hebben op aandelen op een toekomstige datum (Vigeland, 1982). Normaliter converteert de houder wanneer het bedrijf het goed doet en het aandeel daardoor boven een bepaalde grenswaarde is gestegen. De houder kan zo een volwaardige aandeelhouder worden én profiteert van de waardeverhoging (Vergauwen, 2012).

3.1.1. Illustratie

Ter verduidelijking van de hier gebruikte definitie van dilutie wordt er in de volgende alinea's een voorbeeld ingevoegd gebaseerd op het fictieve bedrijf EGMaster met een sterk vereenvoudigde balans (gegevens telkens in euro).

activa		passiva	
cash	100	100	10 aandelen @ 10

De onderneming wenst een waarde creërend project uit te voeren waarvan de volgende gegevens geweten zijn:

$I_0 = 100$	met $I_0 =$ investering op tijdstip 0
$PV = 150$	$PV =$ present value of huidige waarde
$NPV = 50$	$NPV =$ net present value of netto contante waarde

De fundamentele waarde van de oude aandelen met het nieuwe project wordt dan berekend via $\frac{\text{cash} + \text{NPV}}{\text{aantal aandelen}} = \frac{150}{10} = 15$ euro, wat eveneens de efficiënte marktprijs is op het moment van de aankondiging van het project.

Om de nodige investering van 100 euro voor het project te financieren doet EGMaster beroep op financiering met extern eigen vermogen via de uitgifte van nieuwe aandelen. In een eerste scenario gebeurt dit aan een prijs die gelijk is aan de fundamentele waarde van 15 euro, resulterend in een uitgifte van 6,67 aandelen. Deze extra aandelen brengt het totaal aandelen op 16,67 waardoor de prijs van de aandelen na de geldophaling gelijk blijft. Dit valt aan te tonen via $\frac{\text{cash} + \text{NPV} + \text{waarde aandeeluitgifte}}{\text{aantal aandelen}} = \frac{250}{16,67} = 15$. De oude aandeelhouders ervaren daardoor geen economische dilutie. Dit scenario leidt tot een aangepaste balans:

activa		passiva	
cash	100	100	10 aandelen @ 10
nieuwe project	100	100	6,67 aandelen @ 15
NPV	+50	+ 50	winst van 5/oud aandeel

Deze balans toont dat de waardecreatie, weergegeven door de NPV, enkel volledig naar de oude aandeelhouders gaat als de nieuwe aandeelhouders intreden tegen een hogere waarde waarbij de uitgifteprijs overeenstemt met de fundamentele waarde.

Stel echter dat de nieuwe aandelprijs in een tweede scenario 12,50 euro bedraagt, wat lager is dan de fundamentele waarde. De ophaling van 100 euro om de investering te kunnen doen, vergt nu de uitgifte van 8 aandelen. Bijgevolg is de aandelprijs na de financiering slechts gelijk aan $\frac{250}{18} = 13,89$ euro en is er sprake van dilutie voor de oude aandeelhouders. De bestaande aandeelhouders geven waarde weg aan de nieuwe aandeelhouders. De oude aandeelhouders capteren immers niet de volledige netto contante waarde van het project. Elke bestaande aandeelhouder ontvangt slechts 3,89 euro in vergelijking met de 5 euro in het vorige scenario waar de prijs van de nieuwe aandelen fair werd gezet. De aangepaste balans ziet er dan als volgt uit:

activa		passiva	
cash	100	100	10 aandelen @ 10
nieuwe project	100	100	8 aandelen @ 12,50
NPV	+50	+ 50	winst van 3,89/oud aandeel winst van 1,39/nieuw aandeel

Dit voorbeeld maakt ook duidelijk dat er niet altijd samenhang hoeft te zijn tussen economische en procentuele verwatering. In beide scenario's vindt er procentuele verwatering plaats van 100% naar 59,98% (10/16,67), respectievelijk 55,55% (10/18). Echter is er enkel in het laatste scenario sprake van economische verwatering.

3.1.2. Verlangen tot dilutievermindering

Het verminderen van verwatering is in dit opzicht zeker nodig. Althans kan dit afgeleid worden van een studie van Bancel & Mittoo (2004) bij zestien Europese landen waarbij het merendeel van de managers de verwatering van de winst per aandeel aanduidt als meest doorslaggevende element bij de keuze tot het uitgeven van aandelen. Het belang die leidinggevendenden verbinden aan de dilutie van de winst per aandeel, zorgt bijgevolg voor een lager aantal aandelenuitgiftes (Gaud, Hoesli, & Bender, 2007; Hovakimian et al., 2001). Graham en Harvey (2001) vonden al eerder dezelfde evidentie voor bedrijven in de Verenigde Staten en Canada. Ook in het Verenigd Koninkrijk en Nederland geldt deze stelling, maar niet in Duitsland en Frankrijk (Brounen et al., 2006).

Andere evidentie wordt gevonden in onderzoeken van Dravis (2019) en Bens et al. (2003). Dravis ziet in de hoge uitgaven van Amerikaanse bedrijven aan terugkopen van eigen aandelen een bewijs dat managers de vermindering van verwatering als gevolg van een kleinere aandelenbasis als waardevol beoordelen. In andere literatuur wordt erop gewezen dat managers hun besluit tot inkoop van aandelen ten dele laten afhangen van EPS-effecten (Bens et al., 2003; Brav, Graham, Campbell, & Michaely, 2005; Graham & Harvey, 2001). Bens et al. (2003) dragen verder bij door te specificeren dat het management de beslissing tot het terugkopen van aandelen vooral onderbouwt met het argument om verwaterde EPS, en dus niet basis EPS, te controleren.

Automatisch resulteert het verlangen tot een reductie van dilutie in een wijziging van de voorkeur voor schuld- of aandelenfinanciering (Hovakimian et al., 2001 in (Huang et al., 2014); Akono, 2018). Het verwateringseffect bij schuldfinanciering is kleiner waardoor bedrijven eerder opteren voor deze financieringsvorm, doch leidt het niet meteen tot een overmatig, en mogelijks nadelig, gebruik van schulden (Huang et al., 2014). Doch sluit het niet uit dat bedrijven met hoge schuld niveaus eveneens kunnen geconfronteerd worden met hoge verwatering (Kahle, 2002; Root et al., 2014). Deze stellingen moeten bekeken worden binnen omstandigheden als gevolg van financieringskeuzes om volledig als waar te worden aanschouwd. Dit zal uitgediept worden in de volgende sectie.

3.2. De Pecking Order onder de loep

Het motief dat in het kader van deze masterproef onderzocht wordt, betreft de vrees voor dilutie bij externe financiering. In wat volgt, wordt de in de probleemstelling naar voorgeschoven Pecking Order theorie nagetrokken voor start-ups. Ook zij dienen zich de belangrijke vraag te stellen waarmee zo wat elke onderneming geconfronteerd wordt: "Hoe kan er aan de nodige geldmiddelen gekomen worden om groei of operationele activiteiten te financieren met het zicht op het blijven voortbestaan van de onderneming?" (Cassar, 2004).

Wanneer de vraag naar financieringsmiddelen zich aandient, hebben ondernemingen, natuurlijk naargelang hun aard, een resem aan financieringsbronnen voor zich om uit te kiezen. Hieruit de juiste keuze maken, is niet vanzelfsprekend en vraagt wat expertise. Bij de financieringskeuze, dient er namelijk ook rekening gehouden te worden met het aanbod dat ter beschikking wordt gesteld.

De Pecking Order theorie behelst zowel het standpunt van de vragers naar als de aanbieders van financieringsbronnen. De in aanmerking genomen kosten om de financieringsbeslissing op te baseren (Agliardi et al., 2016; Berk & DeMarzo, 2017; Fama & French, 2005; Frank & Goyal, 2003; Froot et al., 1994; Holmes & Kent, 1991; Hovakimian et al., 2001; Hummel et al., 2013; Leary & Roberts, 2010; Mina et al., 2013; Myers & Majluf, 1984; Ravid & Spiegel, 1997; Sánchez-Vidal & Martín-Ugedo, 2005; Vaznyte & Andries, 2019) zullen vermoedelijk anders zijn voor beide perspectieven. Het algemene idee van de Pecking Order theorie aangaande de preferentie van interne financiering boven externe financiering, met hierin eerst de keuze voor schulden en pas als laatste het gebruik van extern eigen vermogen (Agliardi et al., 2016; Berk & DeMarzo, 2017; Bessler et al., 2011; Brown et al., 2019; Fama & French, 2005; Frank & Goyal, 2003; Froot et al., 1994; Graham & Harvey, 2001; Holmes & Kent, 1991; Kjellman & Hansén, 1995; Leary & Roberts, 2010; Mina et al., 2013; Myers & Majluf, 1984; Sánchez-Vidal & Martín-Ugedo, 2005; Vaznyte & Andries, 2019; Atherton, 2009; Berggren et al., 2000; Cassar, 2004; Hechavarría et al., 2016; Sjögren & Zackrisson, 2005), kan grotendeels wel van toepassing blijven geacht. Nochtans zullen verder in het hoofdstuk enkele deviaties van de Pecking Order theorie worden aangehaald.

3.2.1. Inzoomend perspectief: Correctheid Pecking Order hypothese bij start-ups

3.2.1.1 Aan de basis: Asymmetrische informatie

Investeerders in bedrijven stellen de aanbodzijde van financiering voor, wat betekent dat zij onder meer instaan voor het voorzien van geldelijke middelen aan bedrijven wanneer deze hierom vragen. Kortom, ze vertegenwoordigen de verschillende financieringsbronnen. De voorwaarden die investeerders opleggen, meestal van beperkende aard en gestoeld op winstbejag, hebben invloed op de samenstelling van de kapitaalstructuur van bedrijven (Choi, Getmansky, Henderson, & Tookes, 2010; Faulkender & Petersen, 2006; Graham & Harvey, 2001; Leary, 2009; Lemmon & Roberts, 2010; Sufi, 2009; Titman, 2002). Onderzoek bij Australische investeerders door Brown et al. (2019) wijst uit dat kapitaalverschaffers de keuze tot uitgifte van effecten en de grootte van het op te halen financieringsbedrag aanzienlijk beïnvloeden. Kapitaalverschaffers beheersen met andere woorden een groot deel van de financiële beslissingen (Lemmon & Roberts, 2010).

Een soortgelijke restrictie gaat uit van de vraagzijde: aandeelhouders verdedigen hun belangen en oefenen zo invloed uit op de kapitaalstructuur en bijhorende financierings- en investeringsbeslissingen, van het bedrijf (Poulsen, 2013).

De wortels van het streven naar eigenbelang zijn terug te vinden in de agency theorie van Jensen en Meckling (1976). Het agency probleem dat hier vooral ter zake doet, is asymmetrische informatie. Bij informatie-asymmetrie heeft de ene partij (de agent) een informatievoorsprong op de andere (de principaal) (Grichnik, Antretter, & Stoeckel, 2018). In een financieringscontext zijn het de investeerders, waarvan sommige later worden beschouwd als aandeelhouders, die niet op de hoogte zijn van de kennis van de managers in de vennootschap (Broadwin, 2004; Vergauwen, 2012; Woronoff & Rosen, 2005). Managers zitten dicht op de vennootschapsmaterie en kunnen zo onder andere een betere inschatting maken over de waarde van de onderneming (Bharath, Pasquariello, & Guojun, 2009). Voor investeerders is dit moeilijker door de informatiebarrières waarmee ze te maken krijgen (Woronoff & Rosen, 2005). Elke partij wordt immers gedreven vanuit een beweegreden om een vals beeld te geven (Grichnik et al., 2018; Vergauwen, 2012), ofwel via overoptimistische schattingen ofwel door het achterhouden van negatieve informatie (Paul et al., 2007). Dit maakt het moeilijk voor de investeerder om een beoordeling te maken van de aantrekkelijkheid van een investeringsopportunity (Grichnik et al., 2018).

In start-ups is een waarderingsoefening des te moeilijker door de grotere informatie-asymmetrie die er heerst (Paul et al., 2007; Atherton, 2009; Aerts Tom en Weyens Petra, persoonlijke communicatie, 20 maart 2020). Het is lastig om een waarde te plakken op een nieuwe vennootschap waarvan de informatie nogal intransparant is (Hall, Hutchinson, & Michaelas, 2000; Schmid, 2001 in (Paul et al., 2007)), waar de toekomst risicovol en zeer onzeker is (Tucker & Lean, 2003) en waar de activa overwegend kennis gerelateerd en daardoor ontastbaar zijn (Hsu, 2004; Sjögren & Zackrisson, 2005). De in latere hoofdstukken centraal staande anti-dilutie instrumenten bieden de mogelijkheid om de waarderingsskloof, door een gebrek aan of door subjectieve, misleidende informatie, min of meer te dichten (Woronoff & Rosen, 2005).

3.2.1.1.1. Feitelijkheid achter het volgen van de Pecking Order bij verwatering gesteund op asymmetrische-informatieargumenten

Wetenschappelijke artikelen die de Pecking Order theorie ondersteunen, stellen dat hoge kwaliteitsbedrijven het best effecten met een lage gevoeligheid voor informatie, onder andere schulden, uitgeven om zo de verwateringskosten tot een minimum te herleiden (DeMarzo & Duffie, 1999 en Narayanan, 1988 in (Fulghieri & Lukin, 2001)). Het onderzoek van Fulghieri et al. (2001) toont aan dat de verwateringskost niet gedetermineerd wordt door de gevoeligheid voor informatie. Zowel schuld als eigen vermogen hebben een gelijkaardige verwateringskost die in verband gebracht wordt met ongunstige selectie. Bij het eigen vermogen vertegenwoordigen deze de verwachte kosten verbonden aan verwatering wanneer een bedrijf eigen vermogen verkoopt aan de marktwaarde, die lager ligt dan de waarde die betrokkenen op basis van hun private kennis er kunnen op kleven. Eenzelfde is waar maar dan voor de verkoop op de schuldmarkt. Hierdoor geeft de onderneming de voorkeur aan de uitgifte van het effect dat het meeste kans op slagen heeft. In dit opzicht moet er gekeken worden naar de kost voor het produceren van informatie naar investeerders toe. Als deze laag is, zullen ondernemingen eerder aandelen uitgeven, dewelke gekenmerkt worden door een hoge gevoeligheid aan informatie. Uitgifte van laatstgenoemde soort effecten stimuleert de generatie van informatie door externe investeerders en verlaagt zo de asymmetrische informatie. Een hogere circulatie van informatie op de markt zorgt dat uitgifteprijsen een realistischer beeld geven over de waarde van het bedrijf. Fulghieri et al. (2001) spreken zo enigszins de Pecking Order theorie tegen door te concluderen dat het gebruik van effecten met een lage informatiegevoeligheid (i.e. schulden) niet altijd primeert op diegene met een hoge informatiegevoeligheid (i.e. aandelen).

Afwijkingen van de Pecking Order theorie komen ook in de onderzoeken van Autore & Kovacs (2010) en Bessler et al. (2011) aan bod. Beiden opperen dat bedrijven bij lage informatie asymmetrie eerder aandelen uitgeven, hoewel andere financieringsbronnen ook een optie zijn, om huidige projecten te financieren om zo een financiële buffer in te bouwen voor financieringsbehoeften in de toekomst. Waar Autore & Kovacs dit vernoemen als zijnde het geval bij ondernemingen met grote groeiopportunities, aldus inclusief dit eventueel start-ups (Spender, 2014), verwijst Bessler et al. dan weer naar het gebruik ervan bij lage adverse selectiekosten. Hierbij is het weinig aannemelijk dat effecten verkeerd worden geprijsd door externe investeerders die imperfect zijn geïnformeerd (Agliardi et al., 2016) en zo een hoger risico zouden representeren. De redenering luidt dan dat, als er weinig kans is op uitdrijving van goede risico's uit de markt door slechte risico's (Hazeu, 2007), het meer aangewezen is voor bedrijven om net dan risicovolle effecten uit te geven ter financiering (Bessler et al., 2011).

3.2.1.2 Aan de basis: Dilutie van controle

Het merendeel van de literatuur volgt de denkrichting dat asymmetrische informatie richtinggevend is voor de manier waarop ondernemingen die zich nog in een vroeg stadium van de levenscyclus bevinden, zich gaan financieren (Berggren et al., 2000; Brown et al., 2019; Hall et al., 2000; Hechavarría et al., 2016; Mina et al., 2013; Sjögren & Zackrisson, 2005). Ander onderzoek gaat zeker mee in deze gedachtegang maar duidt ook op een sociale rationaliteit die, als een beperking op de financieringsbronnen (Tucker & Lean, 2003), meespeelt, namelijk de motivatie en ervaringskennis van de startende oprichter (Atherton, 2009; Cassar, 2004; Paul et al., 2007; Tucker & Lean, 2003).

Atherton (2009) constateerde dat dit in het bijzonder speelt voor de bijkomende kapitaalverwerving bij start-ups die financiering kregen van VC's (Atherton, 2009).

Met voorsprong staat de wens om je eigen baas te blijven op één in de motivatielijst. Daarnaast zullen ze de financieringsoptie prefereren die het minst aantal indringers met zich meebrengt, wat anders een aanval is op hun onafhankelijkheid (Atherton, 2009; Binks & Ennew, 1996; Paul et al., 2007). Dit sluit aan bij het argument dat start-ups het aangaan van externe financiering linken aan een verwatering van controle (Ang, 1992; Brown et al., 2019; Paul et al., 2007; Sjögren & Zackrisson, 2005; Tucker & Lean, 2003; Cosh, Cumming, & Hughes, 2009), wat de wens tot het behouden van de eigendomsstructuur in gedrang brengt (Kjellman & Hansén, 1995). Dit scheidt de verwachting dat start-ups verwatering willen minimaliseren, daardoor schuldfinanciering door middel van bankleningen als aantrekkelijker zullen bevinden (Ou & Haynes, 2003 in (Paul et al., 2007)) en hun intern gegenereerde fondsen zien als een uitgavenlimiet (Berggren et al., 2000) tot op het moment dat ze betere financieringsvoorwaarden kunnen krijgen (Viviani, Lai, & Louhichi, 2018). Die preferentie is misschien niet onvoorwaardelijk te noemen vermits er tegenwerking kan komen van de verschaffers van schuldkapitaal (Atherton, 2009; Paul et al., 2007).

Of er een literatuurstroming is die het bij het rechte eind heeft en welke dit dan zou zijn blijft een moeilijk te beantwoorden vraagstuk. Er kan wel gekeken worden naar redenen die de aanbodzijde enerzijds en de vraagzijde anderzijds aanvoeren opdat de Pecking Order wordt gevolgd in een start-up. Uitkomsten kunnen hierbij verschillen doordat de steekproef varieert, gaande van enkel hoge groei start-ups tot een groter bereik van kleine ondernemingen.

3.2.1.3 Aanbodzijde

Asymmetrische informatie maakt het moeilijk om de continuïteit van nieuwe ondernemingen te schatten (Atherton, 2009). Oprichters hebben meestal niet de allerbeste feeling met financiële thema's zoals waardering. Dat maakt het voor hen lastig om de kwaliteit van hun investeringsproject overtuigend over te brengen naar de financiers (Ang, 1992; Tucker & Lean, 2003). Mogelijks zorgt dit voor onderkapitalisatie (Binks & Ennew, 1996). Immers, de aanbodzijde loopt bemiddelingskosten op, gezien als transactiekosten voor het verlagen van asymmetrische informatie (Cassar, 2004; Poulsen, 2013), waardoor ze begrensd worden in hun verschaffing van geldelijke middelen. Zo kan het dat mogelijk winstgevend investeringen toch niet gefinancierd geraken met de meest gewenste financieringsbron omwille van het niet toegankelijk zijn van sommige financieringsopties (Cassar, 2004; Mina et al., 2013; Poulsen, 2013). Doordat de vraagzijde aan de financieringsvoorwaarden van de aanbodzijde voldoet, kan de financieringssom wel beschikbaar of uitgebreid worden en kan de onderkapitalisatie geheel of gedeeltelijk worden weggewerkt (Atherton, 2009). Dit suggereert het bestaan van een naar aanbodzijde overhellende machtsverhouding.

Start-ups, gekenmerkt door hun informational opacity, worden het vaakst geconfronteerd met dergelijke limitaties (Atherton, 2009; Berger & Udel, 1998; Vergauwen, 2012). Over zulke kleine ondernemingen is er door hun gebrek aan een handelsverleden niet veel (Faulkender & Petersen, 2006; Vergauwen, 2012) en weinig kwalitatieve (Hummel et al., 2013) (financiële) informatie in het openbaar te vinden (Manigart, 2007), wat resulteert in een kostelijke informatieverzameling (Berggren et al., 2000; Faulkender & Petersen, 2006) zodat de individuele monitoringskosten voor geldschietters

oplopen (Hummel et al., 2013). Collectief bekeken, is het voor geldschieters ook een dure aangelegenheid om tegelijk een grote groep start-ups te monitoren (Ang, 1992). De hiermee gepaard gaande onzekerheid zet de kredietverschaffers ertoe aan om de start-ups in een hogere categorie van financieringsrisico te plaatsen (Atherton, 2009). Het hogere risico betreft hier de onzekerheid over de opbrengstgeneratie die de kosten zou moeten overstijgen opdat er winsten worden gecreëerd. Bij start-ups is het moeilijk om voldoende opbrengsten te verzekeren omdat er nog veel twijfel heerst over het marktsucces (Hummel et al., 2013). Kredietinstellingen bestempelen start-ups daarom wel eens als speculatieve ondernemingen door hun aleatoire vooruitzichten op een positief rendement (Atherton, 2009).

Het voorzien aan kredietinstellingen van onderpand zou als mogelijke compensatie kunnen werken voor het hogere risico (Cassar, 2004; Hummel et al., 2013). Echter investeren start-ups in den beginne vooral in immateriële activa die niet kunnen dienen als onderpand (Hummel et al., 2013; Manigart, 2007; Paul et al., 2007; Sjögren & Zackrisson, 2005; Spender et al., 2017; Tucker & Lean, 2003). De afwezigheid van materiële activa verlaagt de liquidatiewaarde en dus de gelden die bij een faillissement nog naar de schuldeisers kunnen vloeien (Cassar, 2004). Start-ups kunnen hun hogere risico daardoor niet makkelijk tenietdoen (Hummel et al., 2013). Dit heeft tot gevolg dat zulke bedrijven sneller belemmeringen, voornamelijk in de vorm van hogere kosten, zullen ervaren in het verkrijgen van krediet (Binks & Ennew, 1996; Block, Colombo, Cumming, & Vismara, 2018; Faulkender & Petersen, 2006; Sufi, 2009). Ter compensatie van de hogere informatie-asymmetrieën, en bijgevolg het risico, vragen externe financiers immers een hoger rendement in de vorm van een investeringspremie, overeenstemmend met een kost vanuit het standpunt van de startende bedrijven (Atherton, 2009; Brown et al., 2019; Cassar, 2004; Hechavarría et al., 2016; Mina et al., 2013; Paul et al., 2007). Vandaar dat de bewering van Brown et al., dat investeerders waarschijnlijk meer invloed hebben op kleine, jonge en financieel beperkte⁹ ondernemingen, beschouwd kan worden als plausibel.

Een kanttekening over de Pecking Order theorie lijkt op zijn plaats. Waar schuldkapitaal, na het gebruik van interne middelen, een ideale financieringsbron is voor transparante bedrijven is het dat niet altijd voor minder transparante bedrijven zoals start-ups (Brown et al., 2019). Start-ups hebben een eigen 'overbrugde' Pecking Order theorie, zoals Paul et al. (2007) het noemt, die mede door vraagaspecten tot stand komt. Een verdieping op deze materie volgt daarom onder de bespreking van de vraagzijde.

De terughoudendheid die kredietverstrekkers ervaren kan verminderd worden door te werken met kredietratings. Ratingbureaus¹⁰ kennen een beoordeling toe aan kredietnemers die richtinggevend moet zijn voor het risico voor de uitlener van krediet. Aan de ene zijde is de rating gebaseerd op de kredietwaardigheid van de kredietnemer, waarmee er inzicht wordt verkregen in het wanbetalingsrisico. De kans dat het bedrijf herstelt in geval van wanbetaling, vormt een andere zijde van de beoordeling (Choi et al., 2010). Een zodanig scoresysteem is het meest bruikbaar ter beoordeling van gevestigde bedrijven vermits zij een kredietgeschiedenis hebben en bewezen resultaten. Hierop verder redenerend, zouden start-ups in het nadeel kunnen worden gesteld (Paul et al., 2007). Daarentegen vertrouwend op een studie van Sufi (2009), blijkt dat de invoering van kredietratings wel een grotere impact kan hebben op informational opaque bedrijven. De beoordelingen

⁹ Duidt op het feit dat het voor hen aanzienlijk goedkoper is om interne fondsen te gebruiken in plaats van externe fondsen (Brown et al., 2019).

¹⁰ Denk aan de meeste gekende kredietbeoordelaars als Standard & Poor's (S&P), Moody's, en Fitch Group.

zorgen ervoor dat kredietverleners, door asymmetrische informatie slechts beschikkend over een minieme hoeveelheid informatie, wel bereid zijn kapitaal te geven. Hierdoor wordt het aanbod van schuldfinanciering voor deze bedrijven uitgebreid (Choi et al., 2010). Voor start-ups in het bijzonder wekt dit systeem de veronderstelling op dat het hen minder afhankelijk maakt van extern eigen vermogen als financieringsbron. Dus er is een denkbare kans op vermindering van verwatering.

VC's maken een minder diepe risicoafweging dan banken. Zij verwachten dat het hogere risico om te investeren in start-ups zal gecompenseerd worden met de hogere rendementen die het in de toekomst zal opleveren als het innovatieve idee aanslaat (Tucker & Lean, 2003). Het risicoprofiel van start-ups valt volgens Sjörgen & Zackrisson (2005) het best te matchen met venture capital. De informele manier van communiceren door hun nauw overleg en samenwerken draagt hiertoe bij.

3.2.1.4 Vraagzijde

In de probleemstelling werd er gewezen op het kostelijke karakter van externe financiering ten opzichte van interne financiering. Dit resulteert in een voorkeur om investeringen te financieren met ingehouden winsten wanneer mogelijk. Andersom bekijkend is er een aversie voor het gebruik van extern kapitaal (Froot et al., 1994). Doorgaans halen bedrijven extern kapitaal op via de uitgifte van extra eigen vermogen of door bijkomende schulden aan te gaan.

Het dure karakter van de uitgifte van aandelen komt voort uit de eerder besproken basisproblematiek van asymmetrische informatie. Deze maakt het moeilijk om de (aandeel)waarde van een onderneming te schatten, eerder wordt deze te hoog of te laag geraamd. Wanneer er het vermoeden is dat aandelen ondergewaardeerd zijn (i.e. uitgegeven tegen een te lage prijs), zullen bedrijven niet snel overgaan tot een aandelenuitgifte (Myers & Majluf, 1984 in (Graham & Harvey, 2001)). In de omgekeerde richting, bij overwaardering, gaan bedrijven net wel over tot aandelenuitgifte. Investeerders zijn pienter en associëren een aandeeluitgifte met het signaal van overwaardering. Hierdoor voelen ze druk om te verkopen en bijgevolg daalt de prijs van het aandeel (Asquith en Mullins, 1986 in (Froot et al., 1994)). Dit verhoogt de kans op dilutie. Zich voorstellend dat de meerderheid van de investeerders zich overwegend focust op winst, zullen bedrijven niet over een nacht ijs gaan over de beslissing tot acties met een dilutief karakter (Wasserstein, 1998 in (Kahle, 2002)). Er ontstaat zo bij de vraagzijde een weerzin om aandelen uit te geven of extern eigen vermogen aan te trekken. De primaire keuze gaat dan naar interne financiering.

Zoals eerder aangegeven ligt deze financieringskwesitie bij start-ups iets anders. Cassar (2004) en Hechavarría et al. (2016) bevestigen nochtans het vaak voorkomen van de Pecking Order theorie bij start-ups. Daarin hebben ze niet helemaal ongelijk: het klopt dat oprichters van nieuwe bedrijven geen externe financiering willen totdat de interne fondsen zijn uitgeput. Echter, de volgorde die ze na het opgebruiken van interne financiering toepassen, vertoont een afwijking van de algemene chronologie in de Pecking Order. Er is sprake van een 'overbrugde' Pecking Order: start-ups gaan van het aanwenden van interne bronnen meteen naar extern eigen vermogen in plaats van naar schuldfinanciering (Paul et al., 2007). Atherton (2009) reageert op de bevinding van Paul et al. met de redenering dat oprichters van nieuwe bedrijven hun besluitvorming omtrent financiering niet volledig, anders dan waar de meerderheid van de literatuur wel vanuit gaat, baseren op criteria van

economische efficiëntie. Ze zijn niet altijd even rationeel en laten zich meeslepen door gevoelsmatige beweegredenen (Atherton, 2009). Misschien is dit een motivering voor de bewering van Graham & Harvey (2001) dat startende ondernemers eerder geloven dat financiering met aandelen de goedkoopste manier is om gelden te verkrijgen (Graham & Harvey, 2001). Meer te betrouwen argumenten voor de specifieke volgorde zijn terug te vinden in andere, hieronder besproken, literatuur.

Uit de afweging die start-ups maken tussen controle dilutie en het gebruik van extern eigen vermogen, blijken de voordelen van extern eigen vermogen toch op te wegen (Atherton, 2009; Paul et al., 2007).

Externe financiering met schulden is voor hen een 'no-go' door de persoonlijke garanties die ze moeten geven (Ang, 1992; Paul et al., 2007). Bovendien koppelt de terugbetalingsvereiste een hoger risico aan schuldfinanciering (Hechavarría et al., 2016). Verder vrijwaart extern eigen vermogen het werkkapitaal van een daling en voorziet het in financiering op de lange termijn.

Het ultieme voordeel volgens de oprichters is de meerwaarde die een externe investeerder toevoegt. De toegevoegde waarde reikt verder dan de zakelijke vaardigheden, waarnaar al werd verwezen in de probleemstelling, en het financieel kapitaal dat ze leveren (Hsu, 2004; Paul et al., 2007). Door de hoge *cash burn rates*¹¹ van start-ups, hun slecht zichtbare kwaliteit en afwezigheid van track records kan een ervaren investeerder de zoektocht naar financiering ontzettend vergemakkelijken door de start-up in de aandacht te brengen bij zijn commerciële contacten en nauw betrokken netwerk (Paul et al., 2007). Startende ondernemers zijn zelfs bereid om een lagere waardering te aanvaarden om een VC met een betere reputatie over de streep te trekken zijn kapitaal te investeren (Hsu, 2004). De openheid voor het ontvangen van geldmiddelen van VC's bewijst dat start-ups met een innovatief idee, minder belang hechten aan controle dilutie en meer bereid zijn controlerechten op te geven (Hummel et al., 2013).

Volgend citaat vat de hoofdboodschap van deze alinea zeer goed samen: "It is far more important whose money you get [as an entrepreneur] than how much you get or how much you pay for it" (Bygrave & Timmons, 1992, p. 208 in (Hsu, 2004)).

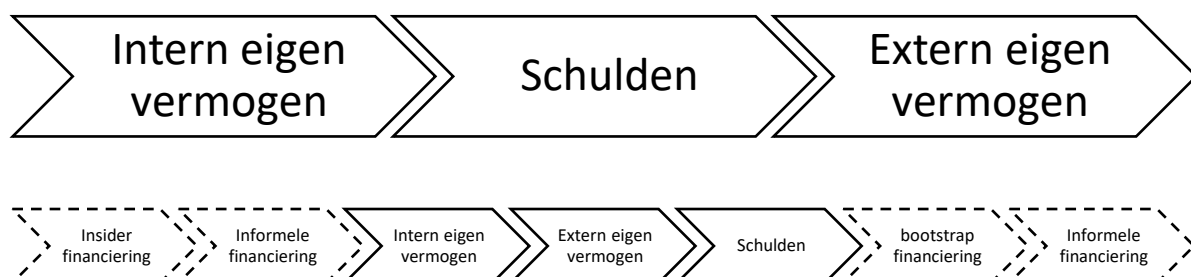
Er bestaat een andere redenatie die de voorkeur van extern eigen vermogen boven schulden verklaart. De barrières, onder andere het niet beschikbaar zijn van sommige financieringsbronnen (Cassar, 2004), die de oprichters langs aanbodzijde ervaren werken namelijk door in hun financieringskeuze (Atherton, 2009). De mindere interesse die investeringsbanken in hen tonen, zet hen aan om minder snel de stap te zetten naar schuldfinanciering (Kon & Storey, 2003) en zich meer open te stellen voor financiering en ideeën van andere investeerders (Brown et al., 2019). Als aanbieders van vreemd vermogen geen hoger risico willen accepteren, moeten startende bedrijven hun toevlucht nemen tot extern eigen vermogen (Hummel et al., 2013). Hoe dan ook blijken de barrières niet eeuwigdurend. Naarmate de start-up groter wordt, willen ze minder controle afstaan (Berggren et al., 2000) en financieren ze zich met een grotere portie schulden (Atherton, 2009; Cassar, 2004; Hechavarría et al., 2016; Mina et al., 2013).

¹¹ Verwijst naar de snelheid waarmee een start-up zijn kapitaal doorloopt vooraleer er sprake is van een positieve kasstroom generatie (Manigart & Meuleman, 2018).

Een versoepeling van de kredietbeperkingen voor bovengemiddeld groeiende start-ups zorgt ook voor een bijstelling van de geopperde rangorde. Startende vennootschappen met de bedoeling een steile groeicurve te bewandelen, willen zo snel als kan goede kredietrelaties vormen en neigen eerder naar bankfinanciering (Cassar, 2004; Mina et al., 2013). Toch primeert hier de behoefte om te overleven. Als dat een andere attitude vraagt ten opzichte van externe geldverschaffers, maken start-ups wel een switch (Berggren et al., 2000).

De 'overbrugde' Pecking Order waar Paul et al. (2007) over spreekt bevat voor sommige start-ups financieringswijzen die nog maar een toekomstdroom zijn. Het onderzoek van Atherton (2009) geeft aan dat de drie belangrijke financieringsbronnen van de Pecking Order (intern eigen vermogen, schulden en extern eigen vermogen) voor de meeste nieuwe bedrijven niet of slechts gedeeltelijk voorhanden zijn. Financiering uit ingehouden winsten is vaak gewoonweg geen optie omdat start-ups nog geen of onvoldoende opbrengsten hebben uit handelstransacties (Atherton, 2009; Sjögren & Zackrisson, 2005). Dat het moeilijk is voor start-ups om schuldfinanciering te verkrijgen is inmiddels duidelijk. Tot slot bleek uit de steekproef van start-ups die Atherton gebruikte dat deze amper gebruik maakten van extern eigen vermogen. Hij beschrijft daarom een uitbreiding van de Pecking Order met enkele alternatieve financieringsbronnen.

Opnieuw vanuit de bekommernis tot dilutie van controle, proberen oprichters zo veel mogelijk zelf te investeren met hun eigen spaargeld of via een persoonlijke lening. Deze insider-financiering wordt menigmaal aangevuld met informele financiering van familie, vrienden en individuen met een zwakkere connectie met het bedrijfsleven (Atherton, 2009; Cassar, 2004). Dit hogere vertrouwen in minder formele bronnen wordt mede veroorzaakt door de minder aanwezige tastbare activa en duidt wederom op het belang van netwerken (Cassar, 2004). Pas daarna kijken ze naar externe bronnen in de vorm van enerzijds schuld- of anderzijds aandelenfinanciering. Indien deze mogelijkheden niet wenselijk zijn of als ze er worden van uitgesloten, is er als volgende bron nog bootstrap-financiering. Het vergt geen geldlening of ophaling van eigen vermogen en er is hierbij niet per se een instroom van contanten. Enkele voorbeelden zijn: het gebruiken van persoonlijke kredietkaarten, uitstel van betaling vragen, minder toekenning van personeelsbeloningen, de minimalisatie van handelsvorderingen en het gemeenschappelijk gebruik van middelen met andere ondernemingen. Daaropvolgend kunnen ze nog steeds te rade gaan bij andere informele financieringsbronnen. Op die manier komen oprichters van nieuwe bedrijven tot een financieringsmix waarin ze meerdere financieringsbronnen bij elkaar voegen om tot het gezochte bedrag te komen (Atherton, 2009).



Figuur 1: Schematische weergave Pecking Order theorie

(boven) Algemene financieringsstructuur volgens de Pecking Order theorie

(onder) Alternatieve Pecking Order theorie voor start-ups

3.3. Karakterschets van een bedrijf gevoelig voor dilutie

Voortbouwend op een aantal vernoemde Pecking Order argumenten brachten Root et al. in 2014 een onderzoek uit over wat een bedrijf dat hoge dilutie ervaart, kenmerkt. Het is wetenswaardig om na te gaan of deze kenmerken stroken met de typering van een start-up en dat de discussie in deze masterproef daadwerkelijk aan de orde is.

Een hoog verwaterend bedrijf onderscheidt zich volgens de onderzoekers van een laag verwaterend bedrijf door de hoge netto-verwatering¹² die het ervaart. De jaarlijkse netto-verwateringsgraad bij 'hoge verwateraars' bedraagt ongeveer 5,5%¹³.

Volgend op de Pecking Order bevinding van de aanbodzijde dat er meer afhankelijkheid is van externe financiering bij minder winstgevende bedrijven, besluiten Root et al. als eerste dat er meer verwatering optreedt bij zulke bedrijven. Hun lagere winstgevendheid schijnt hen echter niet te remmen in het gebruik van schulden als extern financieringsmiddel (Kahle, 2002; Root et al., 2014). Die tegenstrijdige bevinding kan verklaard worden door een ander kenmerk van hoog verwaterende bedrijven, namelijk hun hoge groei van activa. Om die activa te financieren wordt er sneller gegrepen naar schuldfinanciering. Dat sluit aan bij de algemene verwachting van Root et al.: bedrijven kiezen eerst voor schulden als financieringsinstrument en zouden zodoende minder verwatering ondervinden doordat ze de uitgifte van aandelen ter financiering uitstellen.

Een onverwachte vaststelling is, dat bedrijven die te maken hebben met een hoge dilutie eerder contanten intern gebruiken dan dat ze deze uitbetalen als een dividend aan aandeelhouders. Dit is een strijdige uitkomst met de verwachting dat hogere ingehouden winsten, ontstaan door het lagere niveau van uitgekeerde dividenden, gepaard zouden moeten gaan met minder verwatering door de lagere nood aan externe financieringsbronnen (Root et al., 2014).

Een laatste kenmerk werd als veranderlijk bevonden doorheen de observatieperiode. Bij hun eerste test in 1991 ontdekten Root et al. dat kleine bedrijven meer leden aan dilutie. Dit is consistent met de redenering dat grotere bedrijven meer toegang hebben tot schulden en daardoor minder geconfronteerd worden met dilutie als gevolg van extra aandelen in omloop. In 2011 doen ze een tegengestelde waarneming: grote bedrijven, qua totale activa, verwateren meer (Root et al., 2014).

Alles in beschouwing genomen, leveren ze het vermoeden dat start-ups, gekenmerkt door hun nog geringe grootte (Paul et al., 2007), vooruitzichten op snelle groei en vaak afwezigheid van winsten (Manigart & Meuleman, 2018) en daardoor dividenduitbetalingen (Palepu, Healy, & Peek, 2019), meer verwatering zullen ervaren.

¹² Gerepliceerd van Bernstein en Arnott (2003) is de netto-verwatering = $\frac{\text{evenredige toename van de totale marktwaarde}}{\text{evenredige toename van aandeelprijs}} \times 100$. In wezen meet het de waardedaling voor de aandeelhouders die gepaard gaat met de uitgifte van aandelen, nadat een eventuele terugkoop van aandelen in rekening is gebracht. Een uitkomst groter dan 100 betekent dat het netto aantal aandelen is gestegen (Bernstein en Arnott, 2003 in (Root et al., 2014)).

¹³ Gebaseerd op een onderzoeksperiode van 20 jaar.

3.4. Schuldverwatering

Waar de meeste dilutievormen betrekking hebben op de aandeelhouders en de nadelen voor hen in kaart brengen, mogen de financieringspartijen van een onderneming niet voor een belangeloze partij worden gehouden. Geldschietters, hier zijnde banken die leningen verschaffen, krijgen ook te maken met een vorm van verwatering, toepasselijk genaamd schuldverwatering.

Dergelijke verwatering situeert zich in een context waarbij een onderneming meerdere leningen na elkaar aangaat bij verschillende banken. In zulke situatie zou volgens Bizer en DeMarzo (1992) een extra lening, bij een andere bank dan waarbij de vorige of eerste lening werd aangegaan, een externaliteit creëren op eerdere leningen (Bizer & DeMarzo, 1992 in (Postel-Vinay, 2017)). Bestaande schulden ervaren een waardevermindering door de uitgifte van nieuwe schulden (Hatchondo, Martinez, & Sosa-Padilla, 2016). De daling in waarde ontstaat doordat er een verlaagde inspanning tot terugbetaling van de eerder aangegane lening is (Postel-Vinay, 2017).

Dit hoeft niet problematisch te zijn, daar banken over de mogelijkheid beschikken om de rentevoet van elke nieuwe lening naar boven aan te passen ter compensatie van de waardevermindering. Echter mag er niet uit het oog verloren worden dat een internalisering van het externe effect niet mogelijk is in de hierboven genoemde omstandigheid van leningen bij meerdere geldschietters. In de plaats daarvan zal de kredietinstelling die de eerste lening heeft verschaft een hogere rente aanrekenen, wat leidt tot een verhoogd risico op wanbetaling (Bizer & DeMarzo, 1992 in (Postel-Vinay, 2017); Hatchondo et al., 2016).

Naast het nadelige effect voor kredietverleners beredeneert Kletzer (1984) verder dat het kredietnemers meer afhankelijk maakt van korte termijn schulden.

Om de positie van banken in een situatie van schuldverwatering veilig te stellen, kunnen er anciënniteitsregels of liquidatievoorkeuren worden ingevoerd. Deze regels geven de eerste kredietverstrekker, een senior schuldeiser, een soort van prioriteitsstempel waardoor ze vooraan in de rij staan op verkrijging van activa, eventueel omgezet in geld, bij wanbetaling (Postel-Vinay, 2017). Een dusdanige prioritaire claim kan volledig ten goede komen aan de senior schuldeisers indien een onderneming laag gewaardeerd is, betekenend dat er geen overschot is voor de junior of achtergestelde schuldeisers en aandeelhouders (Adler & Ayres, 2001).

Het belangt Bizer en DeMarzo echter aan te waarschuwen dat anciënniteitsregels de schuldverwatering niet volledig wegnemen (Bizer & DeMarzo, 1992 in (Hatchondo et al., 2016)). De primaire geldschietters zouden nog altijd hun leningsvoorwaarden, hoofdzakelijk een wijziging aan de rentevoet, aanpassen (Adler & Ayres, 2001; Postel-Vinay, 2017).

In het onderzoek van Adler et al. (2001) kan ter motivering gevonden worden dat deze praktijk mogelijk is te wijten is aan de moeilijke anticipatie die senior schuldeisers hebben op een nauwkeurige naleving van de prioriteitsregels. Vandaar dat ze voor een lening meer geld zullen vragen.

De ongeneigdheid van banken om schulden te voorzien aan start-ups, duwt hen automatisch naar achteren in de financieringsrangorde. Een breedvoerige bespreking van deze soort verwatering zou in de hier beperkte context te ver leiden en valt daarom buiten de scope van deze masterproef.

Hoofdstuk 4: Inzoomend perspectief – Verwatering bij venture capital financiering

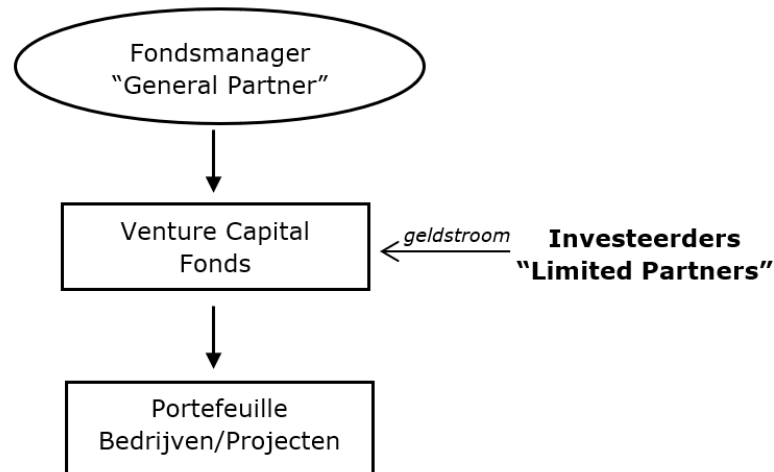
Het speciale karakter van start-ups brengt misschien extra gevaren voor dilutie met zich mee. Daarom zal er in het volgende hoofdstuk worden stilgestaan bij de unieke mix van dilutievormen die zich kunnen voordoen bij VC's die start-ups zowel financieel als niet-financieel ondersteunen. Deze omvatten principes over de al beschreven vormen gevolgd door een uiteenzetting van de invulling die er in start-ups aan gegeven kan worden en eventuele nieuwe vormen.

4.1. Het venture capital investeringslandschap

Het idee tot het oprichten van een onderneming kan een plotse ingenieuze ingeving zijn of een proces van lang overpeinzen. Wel is zeker dat er veel formaliteiten komen kijken bij de oprichting van een onderneming die reiken van een berg papierwerk tot het voor zich winnen van stakeholders. Natuurlijk zal de start-up staan of vallen met het concept, maar de uitwerking kan niet zonder de nodige productiemiddelen. Eerst aan de orde is dan toch het kapitaal om de business gestart te krijgen. Tevoren werd al aangevoerd dat VC's een enorme meerwaarde kunnen bieden als het gaat om financiering van start-ups (Manigart & Carol, 1997; Broughman & Fried, 2012; Hellmann & Puri, 2000; Schmidt, 2003; Vaznyte & Andries, 2019). Doorgaans zijn zij daarom één van de voornaamste kapitaalverschaffers in het vroege oprichtingsstadium van de start-up (Manigart, 2007; Manigart & Carol, 1997). Even stilstaan bij dit financieringsproces is op dit punt niet overbodig.

Het investeringsbedrag, idem voor een eerste of een vervolginvestering (Brander, Amit, & Antweiler, 2002), wordt meestal niet door slechts één VC aangeleverd (Brander et al., 2002; Hochberg, Ljungqvist, & Lu, 2007; Joshua Lerner, 1994). Veeleer zal een VC aan het hoofd staan, als *general partner*, van een venture capital fonds die de gelden van *limited partners* (bv. vermogende investeerders, de financiële sector en andere kapitaalverleners) verzamelt (Brander et al., 2002; Duran & Farres, 2018; Mason & Botelho, 2018; De Ceulaer, 2018) en naderhand investeert (Manigart, 2007). Vanuit de gedachte tot risicobeheersing¹⁴ vormen de investeerders, al dan niet andere VC's, een syndicaat waarbij ze gezamenlijk beleggen in projecten (Brander et al., 2002; Duran & Farres, 2018; Joshua Lerner, 1994) en zo de financiering kunnen delen (Brander et al., 2002).

¹⁴ Investeren met eigen vermogen houdt steeds meer risico in dan schuldfinanciering (Manigart, 2007). Het kunnen spreiden en zo verminderen van risico zal vaak tot de impliciete doelstellingen van de VC behoren.



Figuur 2: Structuur (vereenvoudigd) venture capital fonds

Geïnspireerd op De Ceulaer, N. (2018). *What the Fund? Een handboek over funding van scale-ups en groeibedrijven*. België: Die Keure; Manigart, S., & Witmeur, O. (2009). *Venture capital gids in België en* Duran, J., & Farres, O. (2018). *Venture capital, private equity and corporate venture capital*. In *Entrepreneurial finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.

De diversificatie van risico blijkt volgens Brander et al. (2002) toch niet de doorslaggevende reden tot syndicatie te zijn. Waarschijnlijker zijn de selectiehypothese en toegevoegde waarde hypothese, waarbij de laatste de bovenhand krijgt.

Eerstgenoemde hypothese verklaart syndicatie bij projecten waarover twijfel heerst of ze moeten worden aangenomen of niet. Een tweede mening van een andere VC is dan nodig om de kwaliteit van een investering te achterhalen opdat de beste projecten worden gekozen (Brander et al., 2002; Hochberg et al., 2007).

Belangrijker, corresponderend met de tweede hypothese, is de waarde die een extra VC, via supplementaire vaardigheden, met zich meebrengt ter bevordering van de ondernemingsprestaties (Brander et al., 2002; Hochberg et al., 2007). Vereist is natuurlijk dat dit pluspunt opweegt tegen de kosten, bestaande uit winstdeling (Brander et al., 2002).

Verder redenerend, kan er hier een ietwat averechtse link gespot worden met de agency theorie. Meestal streven VC's niet naar een meerderheidsparticipatie. Eerder willen ze met hun waardecreatie een harmonisatie bereiken tussen hun eigen doelstellingen en die van andere belanghebbenden (Manigart, 2007). Ze doen dus net het omgekeerde in hun relatie met de onderneming, dan de geopperde vooropstelling van eigenbelang in de agency theorie.

4.2. Verwatering als gevolg van inside rounds

De financiering door VC's zal gefaseerd plaatsvinden. Dat wil zeggen dat er meerdere investerings- of financieringsrondes zullen geschieden na de initiële investering door het fonds (Brander et al., 2002; Broughman & Fried, 2012; Mason & Botelho, 2018; Gompers, 1995 in (Bengtsson & Sensoy, 2015)). Elke vervolgronde wordt apart onderhandeld (Broughman & Fried, 2012) en kan zo een andere structuur en andere financieringsvoorwaarden hebben (Gompers, 1995 in (Broughman & Fried, 2012)).

Inzonderheid kunnen er twee soorten worden onderscheiden. De bestaande venture capital investeerders kunnen opnieuw instemmen met een kapitaalverlening dewelke dan geen betrekking van nieuwe investeerders vereist. Alle investeerders zijn al in het bezit van aandelen. Dienovereenkomstig wordt deze ronde betiteld als *inside round*. Treffend wordt de tweede vorm een *outside round* genaamd. Deze ronde wordt typisch bestuurd door een venture capital fonds dat nog niet investeerde in vroegere rondes. Waar outside rounds in het verleden de bovenhand namen (Joshua Lerner, 1994), winnen inside rounds dezer dagen meer aan populariteit (Broughman & Fried, 2012). Nochtans hebben nieuwe investeerders het potentieel om waarderingconflicten tussen de bestaande VC's en de oprichters in te perken (Brander et al., 2002; Joshua Lerner, 1994). Het bijkomende aangeleverde netwerk levert nog eens extra waarde op (Hochberg et al., 2007). Deze eventuele voordelen die nieuwe investeerders de start-up bijbrengen blijken evenwel in de schaduw te worden gesteld.

Broughman & Fried (2012) namen mogelijke verklaringen voor de overschakeling naar inside rounds onder de loep. Hun primaire bevinding ontkracht de bewering dat VC's inside rounds gebruiken om de oprichter van een start-up te verwateren. De idee dat dit wel zo zou zijn, is gebaseerd op enerzijds de informatieve lock-in theorie en anderzijds op dwangmatige zelfhandeling.

Informatieve lock-in treedt op doordat de relatie met de start-up de VC toelaat om bedrijfseigen informatie te verzamelen en het hem zo profijt oplevert ten opzichte van externe investeerders. De heersende informatie-asymmetrie vormt een belemmering voor het bekomen van een vervolgfianciering van een nieuwe investeerder. Op die manier staat het de VC vrij om bovengemiddelde rendementen te onttrekken van de oprichter via een inside round tegen een opzettelijk lage waardering. De angst om hun fiduciaire plichten¹⁵ te schenden weerhoudt VC's er van om deze praktijk ten uitvoer te brengen. Noemenswaardig is er op te wijzen dat het Belgische vennootschapsrecht niet spreekt over fiduciaire plichten. Een gelijkaardige bepaling is wel opgenomen in art. 2:51 WvV. Dit artikel legt elk lid van het bestuursorgaan op zich te houden tot een behoorlijke vervulling van hun taak.

Een soortgelijke angst is niet te bespeuren bij dwangmatige zelfhandeling (Broughman & Fried, 2012). Integendeel verlagen de controlerechten, die VC's bezitten (Hellmann, 1998; Kaplan & Strömberg, 2003), zelfs de drempel om start-ups te forceren verwaterde financiering via een inside round te accepteren. Controlerechten verlenen hen immers de macht om eender welke andere outside round te blokkeren en zo de voorwaarden van de inside round vast te leggen (Broughman & Fried, 2012).

¹⁵ Een VC heeft, wanneer zetelend in de raad van bestuur, een zorgplicht en een loyaliteitsplicht jegens de onderneming en haar aandeelhouders om zo belangenconflicten te vermijden. De zorgplicht omvat zorgvuldigheid (i.e. op een volledig geïnformeerde manier) in het besluitvormingsproces en supervisie over de werknemers. De plicht tot loyaliteit betekent dat de VC niet mag handelen vanuit de gedachte van persoonlijke verrijking, maar steeds ter goeder trouw in het belang van de onderneming (Lesser & Johnson, 2003; Littenberg & Schauder, 2002).

Voor de weerlegging van bovenstaande steunden Broughman & Fried (2012) op de niet inlossing van de verwachting dat de relatieve waarderingen¹⁶ van inside rounds lager zijn dan die van outside rounds. Ze komen zo tot een alternatieve verklaring waarin ze postuleren dat inside rounds aangewend worden als *backstop*-financiering. Dit houdt in dat VC's die al reeds in de start-up hebben geïnvesteerd, gedwongen kunnen worden hun geldelijke ondersteuning op te drijven als externe financiering (van andere VC's) niet kan worden aangetrokken. Dat deze alternatieve verklaring de meest gangbare is, wordt afgeleid uit de waarneming dat waardedalingen aanzetten tot het gebruik van inside rounds. Moest de verklaring omtrent verwatering kloppen dan zouden inside rounds lagere waarderingen met zich moeten meebrengen. In het bewijs voor backstop-financiering schuilt eveneens de frappante bevinding dat dit fenomeen zich vaker voordoet in bedrijven met slechte prestaties. Verdere bekrachtiging wordt gevonden door de negatieve correlatie tussen het bedrijfsrendement en de financiering uit inside rounds.

4.3. Dilutie uit down-rounds

De vorige paragraaf toont de opdeling van financieringsrondes in inside en outside rounds. Een gelijkaardige, met tegengestelde benamingen, en samenhangende categorisatie is deze in *down*- en *up*-rounds. Over hoe deze begrippen samenhangen bestaat nog onenigheid in de literatuur. In de steekproef van Broughman et al. (2012) bij start-ups in Silicon Valley, kwam het verband naar boven dat inside rounds gepaard gaan met down-rounds (Broughman & Fried, 2012). Hiermee in contrast valt in het empirisch onderzoek van Bengtsson & Sensoy (2015) te lezen dat er in down-rounds nagenoeg steeds VC's met een andere identiteit zijn betrokken, wat voldoet aan de definitie van een outside round. Ze koppelen hier de verklaring aan dat, door de associatie van down-rounds met slechte bedrijfsprestaties, het goed is om nieuwe VC's te laten investeren zodat zelfhandeling en de schending van fiduciaire plichten wordt gereduceerd (Bengtsson & Sensoy, 2015).

Terugkomend op wat in de probleemstelling al kort werd besproken, wordt een down-round sterk geassocieerd met verwatering. Anders dan de daar gegeven definitie in termen van pre- en post-money-waarde, waarbij de pre-money waardering bij de vervolgronde lager moet zijn dan de post-money-waarde in de voorgaande ronde (Alemany, 2018; Bartlett, 2003; Caselli, 2018; Coppens & Jorens, 2018; Leisen, 2012), kan de betekenis ook in termen van prijs per aandeel worden toegelicht. Als er zich een down-round voordoet, wil dit zeggen dat er zich sinds de vorige financieringsronde geen stijging in de aandelprijs heeft voorgedaan (Bengtsson & Sensoy, 2015; Leisen, 2012). Dit indiceert dus dat er extra geld werd opgehaald tegen een lagere prijs per aandeel dan diegene die gold bij de vorige financieringsronde (Broadwin, 2004; Lesser & Johnson, 2003; Kaplan & Strömberg, 2003; Leisen, 2012; Humphrey, 2004; De Ceulaer, 2018), waarin de bestaande VC's zijn ingestapt (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens Max, persoonlijke communicatie, 3 maart 2020).

Parallel met economische verwatering kunnen de nieuwe VC's zich tegen een lage prijs inkopen in het bedrijf. Laat dit echter niet tot verwarring leiden; Bij economische dilutie is het vergelijkingspunt dat tegenover de uitgifteprijs wordt gesteld de fundamentele waarde, bij een down-round wordt de uitgifteprijs tussen twee financieringsronden met elkaar vergeleken. In se kunnen VC's als aandeelhouder blootgesteld blijven aan economische dilutie, al dan niet samengaan met een down-

¹⁶ berekend via $\frac{\text{waardering laatste financieringsronde}}{\text{uiteindelijke verkoopprijs}}$ (Broughman & Fried, 2012)

round. Immers, is het niet alleen via een kapitaalronde dat er extra aandelen worden gecreëerd in een onderneming, ook het conversierecht brengt dit teweeg. Een concreet voorbeeld zijn aandeelopties waarbij oprichters in een leidinggevende functie of werknemers het recht krijgen om aandelen van het eigen bedrijf aan te kopen tegen een vastgelegde uitoefenprijs (DeFusco, Zorn, & Johnson, 1991; Huson, Scott, & Wier, 2001; Lin et al., 2012). Als de optiehouders hun recht uitoefenen zien de bestaande aandeelhouders hun rijkdom, in de vorm van rendementsdaling (DeFusco et al., 1991) en verlies van eigendom (Bebchuk & Fried, 2003; Root et al., 2014), verwateren.

Het gegeven dat typische VC's beleggen in start-ups door middel van preferente aandelen (Weyens, 2020), met optie tot conversie naar gewone aandelen in de situatie dat dit tot gunstigere opbrengsten zou leiden (Broadwin, 2004; Broughman & Fried, 2012; Caselli, 2018; Lesser & Johnson, 2003), maakt dat ze vatbaar zijn voor het ervaren van dilutie uit down-rounds (Coppens & Jorens, 2018). De bestaande VC zal een daling in de waarde van zijn aandelen, en analoog in de stemrechten (Lesser & Johnson, 2003), moeten slikken als er extra gewone aandelen worden uitgegeven tegen een lagere aandelenprijs dan de originele uitgifteprijs van de preferente aandelen (Broadwin, 2004).

Anders gesteld, wanneer kijkend vanuit het standpunt van nieuwe investerende VC's, staan zij welwillend tegenover een lage waardering (Bengtsson & Sensoy, 2015; Broughman & Fried, 2012). Een deelname aan een down-round betekent dat ze in ruil voor hun investering een grotere proportie van het eigendom van de onderneming verwerven (Lesser & Johnson, 2003; De Ceulaer, 2018). De bestaande VC's en oprichters zullen daartegenover een hoge waardering nastreven voor de minimalisatie van het nadeel uit dilutie (Bengtsson & Sensoy, 2015; Broughman & Fried, 2012).

Het conflict dat deze niet-beschermd aandeelhouders hebben met de nieuwe aandeelhouders die wel worden beschermd tegen verwatering wordt nog verergerd doordat de laatstgenoemde streven naar een controlerende invloed op de start-up. Dit kan door middel van aanwezigheid als lid in de raad van bestuur of door het vereisen van veto's bij een effectenuitgifte. De nieuwe VC's zouden zo een down-round kunnen stemmen in hun voordeel, dankzij anti-dilutiebescherming, terwijl de oprichters verwateren. Dit zet de oprichters er toe aan om zich tot acties te wagen die haaks staan op wat de raad van bestuur of de controlerende aandeelhouders willen (Humphrey, 2004).

Sommige emittenten zijn de mening aangedaan dat een waardedaling gewoon een risico inhoudt waarvan de VC investeerder op voorhand weet dat een confrontatie hiermee reëel is. VC's bestempelen dit echter als onrealistisch om de reden dat ze het risico op en de verwateringskosten willen overhevelen naar de gewone aandeelhouders, diegene die louter recht hebben op een deel van de winst en geen andere voorrechten kennen. Ze staven deze redenering met het argument dat ze als nieuwe investeerder slechts toegang hebben tot inferieure informatie en het daarom gerechtvaardigd is om een deel van het verlies door te schuiven naar de houders van gewone aandelen (Broadwin, 2004).

4.4. Adviesdilutie

Klaarblijkelijk horen VC's en oprichtende ondernemers zich welbewust te zijn van het risico op dilutie als er een nieuwe financieringsronde plaatsvindt. Het gevaar op dilutie is na de financieringsronde niet geweken. Immers, VC's durven hun managementondersteuning naarmate hun investeringsperiode vordert te dilueren. Dat de raad van VC's een zeer waardevolle, complementaire expertise vormt op de meestal beperkte zakelijke deskundigheden van de oprichter staat ondertussen buiten kijf (Ang, 1992; Coppens & Jorens, 2018; Paul et al., 2007; Tucker & Lean, 2003; Wilgenburg et al., 2019; Broughman & Fried, 2012; Hellmann & Puri, 2000; Schmidt, 2003; Vaznyte & Andries, 2019; Kannianen & Keuschnigg, 2004; Sjögren & Zackrisson, 2005; Wilgenburg et al., 2019).

Kannianen et al. (2004) verwacht dat een schaarsheid aan VC's met de juiste vakbekwaamheid zelfs aan de basis ligt, en niet het verkrijgen van een financiële som, voor het moeilijk uit de grond stampen van een innovatief bedrijf. Als de markt bloeit en in een *boom*periode zit, is het omwille van hoge rendementen gunstig voor een VC(-fonds) om veel bedrijven te financieren. Zodoende bouwen ze hun portefeuille uit met alsmear meer bedrijven.

Zuiver geredeneerd zouden de kansen op een hogere winst, de VC's moeten aanzetten hun advies te optimaliseren. Dat is allesbehalve vanzelfsprekend daar ze zich moeten buigen over de puzzel over hoe ze hun aandacht en advies gaan verdelen over de toegenomen portefeuillebedrijven. VC's kunnen daarenboven op de korte termijn hun vaardigheden niet zomaar uitbreiden. Bovendien vraagt de toevoeging van nieuwe bedrijven aan de investeringsportefeuille steeds meer inspanning waaraan natuurlijk de nodige kosten zijn verbonden. De lagere winsten die hierdoor naar de VC stromen, houden een hoger risico in per investeringsproject. In beide gevallen zal het managementadvies dreigen te verwateren.

Onlosmakelijk is dit verbonden aan een toenemend faillissementsrisico. Om de oprichter toch nog aan te zetten zich ten volle in te zetten, zal de VC een hoger winstaandeel moeten afstaan. Na verloop van tijd doen nieuwe VC's hun intrede en geven Kannianen et al. (2004) als tip mee dat de portefeuilles van iedere VC worden verlicht door deze te consolideren. Derhalve kan hun ondersteunende rol opnieuw geïntensiveerd worden op een kleiner aantal start-ups. Op lange termijn wordt de kwaliteit van raadgeving herstelt en lost de adviesdilutie zich dus vanzelf op.

Hoofdstuk 5: Het concept dilutie vanuit vennootschapsrechtelijk perspectief

Tot dusver heeft de literatuurstudie al duidelijk gemaakt aan welke vormen van dilutie actoren van een onderneming kunnen worden blootgesteld en welke impact dit op hen heeft. Belanghebbenden gaan op zoek naar bescherming van hun investering tegen verwatering, dewelke ze kunnen vinden via het gebruik van, soms inventieve, anti-dilutiemechanismen. Deze anti-dilutie instrumenten vormen een methode die effectenhouders compenseren voor de geleden verwatering of beveiligen tegen verwatering (Michiels, 2007). Gebonden aan de aard van de dilutie, zal het beschermingsinstrument moeten variëren (Broadwin, 2004). Een belangrijke taak is hier weggelegd voor juristen die er zijn om de anti-dilutiebescherming te verwerken in de contracten van de belanghebbenden. Hoewel dilutie zo goed als onvermijdelijk is, kan men vanuit juridisch standpunt allerhande regelingen treffen om dilutie tegen te gaan.

Het hoofdstuk zal gestructureerd worden door de mogelijke anti-dilutie instrumenten op te sommen. Conform de focus op de inwerkingtreding van het WVV, zal er uitvoerig en bijna uitsluitend worden stilgestaan bij de instrumenten die heden ten dage te gebruiken zijn. Zo zal bijvoorbeeld niet ingegaan worden op de techniek met bonusaandelen. Deze vereisen het aanwezig zijn van reserves, dewelke in start-ups uitzonderlijk zijn daar zij niet meteen winsten genereren (Coppens & Jorens, 2018). Op te merken valt ook dat er niet voor elke situatie die tot dilutie leidt een anti-dilutiebescherming moet worden voorzien (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007). Best wordt dit afgetoetst aan de financieringsbehoeften en het ondernemingsplan (Coppens & Jorens, 2018).

De bespreking van elke techniek zal onderbroken of afgesloten worden met een inzoomende paragraaf over het al dan niet op dezelfde manier hanteren ervan bij start-ups gefinancierd met venture capital. Welbeschouwd is de vrijwaring van toekomstige waardeverminderingen op investeringen zowaar nog meer van betekenis in een venture capital context. De incentive om reeds in de vroege ontwikkelingsfase te investeren levert dan wel de kans op een hoog rendement, het is ook gekoppeld aan hoge risico's en lage succesratio's (Coppens & Jorens, 2018). Bovendien worden ze geconfronteerd met ernstigere informatiebarrières (Woronoff & Rosen, 2005).

5.1. Anti-dilutiebescherming uitgewerkt door de wetgever

5.1.1. Het voorkeurrecht

In het oude Wetboek van Vennootschappen werd er met de wettelijke regeling omtrent het voorkeurrecht, alhoewel slechts gedeeltelijk, tegemoet gekomen aan het procentuele aandeelverlies en de daaraan verbonden machtsverwatering bij kapitaalverhogingen (Michiels, 2007; De Wulf, 2018; Braeckmans & Houben, 2019). Het voorkeurrecht stelt bestaande aandeelhouders in staat om als eerste op nieuwe aandelen, en bij uitbreiding op converteerbare effecten en inschrijvingsrechten, in te schrijven (Coppens & Jorens, 2018; De Wulf, 2018). Bestaande aandeelhouders kunnen zo hun participatie in de vennootschap behouden en meegroeien met het bedrijf waarin ze geloven (De Ceulaer, 2018; Theyskens, 2020). Als deze aandeelhouders hun voorkeurrecht willen gebruiken, moet ofwel de kapitaalronde verhoogd worden ofwel moeten de externe investeerders inboeten op hun participatie of investeringsbedrag.

In de praktijk verzaken de huidige aandeelhouders meestal aan hun voorkeurrecht en nemen ze niet deel aan een volgende kapitaalronde. Het aan boord halen van externe expertise en andere groeivoordelen wint het dan in de afweging met verwatering (Theyskens, 2020). Om het in een leuze samen te vatten is het beter om een klein deel van een grote taart te hebben dan een heel groot deel van een taart die niets waard is (De Ceulaer, 2018; Theyskens, 2020).

Zeker te onthouden is dat het voorkeurrecht enkel geldt voor uitgifte van effecten waartegenover een inbreng in geld staat, een inbreng in natura is omwille van het specifieke en persoonsgebonden karakter uitgesloten van het beschermingsmechanisme (Coppens & Jorens, 2018; De Wulf, 2018; Michiels, 2007). Overigens kan niet elke geïnteresseerde persoon inschrijven op nieuwe aandelen: enkel personen die voldoen aan de statutaire en wettelijke voorwaarden beschreven in art. 5:63 WVV kunnen gezien worden als aandeelhouders die van het voorkeurrecht kunnen gebruik maken (art. 5:129, derde lid juncto 5:123 WVV). De mogelijkheid om de BV een heel open karakter te geven, vermindert de vereisten die op een aandeelhouder kunnen rusten en verhoogt zo de kans om als aandeelhouder bestempeld te worden (De Wulf, 2018).

Gegeven de verdwijning van het kapitaal bij de BV in het nieuwe WVV is het voorkeurrecht echter niet meer te gebruiken zoals voorheen (Braeckmans & Houben, 2019; Bruloot & Culot, 2018; De Wulf, 2018). De stelregel dat nieuwe aandelen allereerst moeten worden aangeboden aan bestaande aandeelhouders blijft behouden (Delvoie & Declercq, 2019) en is desgevallend overgenomen in art. 5:128 WVV. Alleen kan het kapitaal nu niet meer dienst doen als criterium voor het bepalen van het voorkeurrecht. Er zal tegenwoordig gekeken worden naar het aantal aandelen waarover een aandeelhouder beschikt. Concreet is in art. 5.128 WVV terug te vinden dat het voorkeurrecht van kracht is evenredig met de aandelen die een aandeelhouder in bezit heeft. Uitgelegd met een cijfervoorbeeld, betekent het dat aan een eigenaar die 10% van het totaal aantal aandelen bezit, een voorkeurrecht van 10% op de nieuw uitgegeven aandelen toekomt (De Wulf, 2018).

5.1.1.1 De soortcreatie en -wijziging van aandelen in combinatie met het voorkeurrecht

De verschillende rechtentoekenning aan aandelen met dezelfde inbreng leent zich ertoe dat het voorkeurrecht eenvoudiger kan geregeld worden. Het laat toe dat er meerdere soorten aandelen kunnen gecreëerd worden¹⁷ waardoor het voorkeurrecht per effectsoort moet bekeken worden (cfr. art. 5:128 WVV) (De Wulf, 2018; Theyskens & Monard, 2019; Coppens & Jorens, 2018; Delvoie & Declercq, 2019; Hauwaert, 2019). Als een uitgifte van aandelen enkel aandelen van één soort insluit, komt het voorkeurrecht slechts toe aan de aandeelhouders van deze soort (Hauwaert, 2019). In een voorbeeld waar er E- en G-aandelen zijn en er additionele aandelen van soort E worden uitgegeven, kunnen de G-aandeelhouders geen voorkeurrecht genieten (Theyskens & Monard, 2019).

De algemene vergadering heeft in de BV nu via en binnen de grenzen van art. 5:102 WVV de exclusieve machtiging om soorten aandelen te creëren, te wijzigen of af te schaffen (Delvoie & Declercq, 2019; Theyskens & Monard, 2019; Van Hootegem et al., 2020). In die zin hebben ze het voorrecht om te beslissen over de onderlinge rechten van aandelen (Theyskens & Monard, 2019). Hun exclusieve bevoegdheid houdt zeker steek omwille van de denkbare, ingrijpende effecten op de machtsverhoudingen in de onderneming. Optimistisch kijkend, kunnen ondernemers in de nieuwe regeling een eventueel voordeel zien doordat nieuwe soorten nu voorbehouden kunnen worden aan sommige bestaande aandeelhouders of derden. Dit is wel onder voorbehoud van de naleving van de procedure van de opheffing of beperking van het voorkeurrecht (Delvoie & Declercq, 2019; Van Hootegem et al., 2020), wat in het volgende hoofdstuk wordt uiteengezet. Deze vrijheid mag ook geen afbreuk doen aan het in art. 5:80 WVV beschreven beginsel dat er een gelijke behandeling is geboden voor aandeelhouders in dezelfde toestand. De rechten verbonden aan soorten kunnen nog zo verschillend zijn, gelijksoortige aandelen moeten hoe dan ook op eenzelfde wijze worden behandeld. Het toch ongelijk behandelen van aandelen met dezelfde rechten, leidt onherroepelijk tot de creatie van een nieuwe soort (Theyskens & Monard, 2019).

De indeling naar soort slaat niet op de waarde van het kapitaal of de omvang die de inbreng vertegenwoordigt: een aandeel waarover een inbreng van 100 euro stond in 2018 is geen andere soort dan een aandeel dat begin 2020 werd uitgegeven voor 60 euro, behoudens dat de aandelen voor de rest gelijke rechten hebben. Het juist beschreven voorbeeld waarbij nieuwe aandelen tegen een prijs worden uitgegeven die disproportioneel lager ligt dan de historische uitgiftewaarde van de bestaande aandelen, komt overeen met een verwateringsscenario maar dus niet met de uitgifte van een nieuwe soort (De Wulf, 2018).

De algemene regel om te spreken van een soort aandeel luidt dat er andere rechten moeten zijn verbonden aan de aandelen (Delvoie & Declercq, 2019). De volgende soorten aandelen kunnen dan onderscheiden worden: aandelen zonder, met enkelvoudig of met meervoudig stemrecht en aandelen met een preferent dividend (De Wulf, 2018; Delvoie & Declercq, 2019; Maresceau et al., 2018). Voor elk van deze soorten geldt het voorkeurrecht uitsluitend binnen de soort. (Delvoie & Declercq, 2019; De Wulf, 2018; Theyskens & Monard, 2019; Van Baelen en Wyckaert, 2018; Van Hootegem et al., 2020).

¹⁷ Met inachtneming van het niet strijdig zijn van de kenmerken van de effectsoorten met de dwingende wetsbepalingen (Maresceau et al., 2018).

In sommige gevallen wordt de algemene regel van het voorkeurrecht per soort doorbroken en heeft iedere bestaande aandeelhouder ook voorkeurrecht. Dit doet zich voor wanneer een vennootschap een nieuwe soort introduceert (cfr. art. 5:128 WVV), ongeacht of de vennootschap al dan niet reeds werkt met meerdere soorten (De Wulf, 2018; Theyskens & Monard, 2019; Delvoie & Declercq, 2019; Hauwaert, 2019). De Wulf (2018) geeft in zijn uiteenzetting over de uitgifte van aandelen in een BV een verhelderend voorbeeld over wanneer het voorkeurrecht nu wel en niet geldt en voor wie.

Een BV die sinds de datum van oprichting enkel aandelen met één stem per aandeel uitgaf, beslist nu om een uitgifte te doen van aandelen waaraan vijfvoudig stemrecht is verbonden. Het voorkeurrecht moet hier worden toegekend aan alle aandeelhouders omdat het gaat om een introductie van een nieuwe soort. Als de BV in de toekomst extra aandelen met vijfvoudig stemrecht wil uitgeven, kunnen enkel de houders van deze soort hun voorkeurrecht uitoefenen; aandeelhouders die aandelen met enkelvoudig stemrecht bezitten hebben geen voorkeurrecht. Stel dat er op hetzelfde moment ook aandelen met één stem per aandeel worden gecreëerd, dan heeft elke soort (meervoudig vs. enkelvoudig stemrecht) binnen de eigen soort voorkeurrecht.

De wetswijziging verbonden aan het voorkeurrecht en de mogelijkheid tot soortcreatie die resulteert in het voorkeurrecht per effectsoort blijft niet gespaard van bijkomende administratieve lasten. Als er aandelen van één bepaalde soort of een nieuwe soort, op voorwaarde dat er al soorten in de vennootschap aanwezig zijn, worden uitgegeven, beredeneert de wetgever dat de rechten van de andere soorten worden gewijzigd. Zodoende is de bijzondere verslaggeving over de procedure van wijziging van soortrechten in art. 5:102, 2^{de} lid WVV van toepassing. Deze procedure moet niet gevolgd worden in het weinig waarschijnlijke geval dat er zich geen verwatering voordoet doordat er binnen elke soort een evenredig aantal aandelen wordt bijgecreëerd zodat de verhoudingen tussen de soorten niet wijzigen (De Wulf, 2018).

5.1.1.2 De conventionele tegenhanger: pay-to-play

Het voorkeurrecht geeft de aandeelhouder zelf de keuze om deel te nemen aan een geïnitieerde geldophaling van een bedrijf door een aandeeluitgifte. Die vrijblijvendheid kan, enigszins rekenend op wat solidariteit van de aandeelhouders, worden ingeperkt door pay-to-play clausules (zie bijlage 7).

Voorheen benoemde Michiels (2007) dit als een voorwaarde waaraan voldaan moest zijn opdat investeerders beroep konden doen op hun anti-dilutiebescherming. De vereiste was dat de investeerders met een minimum bepaald percentage moesten participeren aan een diluerende kapitaalronde (Michiels, 2007; Humphrey, 2004). De inbreng moet dan proportioneel zijn met het bestaand aandeelhouderschap (Coppens & Jorens, 2018; Humphrey, 2004).

Aan het dwingende karakter wordt nu meer en meer de perceptie toebedeeld dat het een engagement is van de investeerder naar de onderneming toe om er blijvend te zijn, zowel in goede als slechte tijden (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens, 2020).

Het inschrijven van een pay-to-play bepaling in het contract geeft het management het recht om toekomstige geldnoden eerst te komen vragen bij de bestaande aandeelhouders (Theyskens, 2020). Het kan dus gezien worden als een triggermechanisme, of iets sterker verwoord als een drukingsmiddel (Aerts, 2020), die aanzet om mee te doen aan een financieringsronde (Lesser & Johnson, 2003; Weyens, 2020). Dat bewijst vooral zijn nut als het gaat om grote investeringssyndicaten waar de gedachten niet altijd meer één lijn volgen (Weyens, 2020). Een investeerder met weerwil zal op een sanctie stuiten (Lesser & Johnson, 2003), bestaande uit het (gedeeltelijke) verlies van anti-dilutiebescherming of andere rechten (Coppens & Jorens, 2018; Humphrey, 2004).

5.1.2. Inzoomend perspectief: Wettelijke anti-dilutiebescherming bij venture capital gefinancierde start-ups

Uit de voorafgaande bespreking van de wettelijke anti-dilutiebescherming kan er notie genomen worden van het feit dat deze in België eerder summier is. Voor de VC komt daar nog eens bij dat de beschermingsregels die voorzien zijn vaak geen soelaas bieden (Coppens & Jorens, 2018). Het is niet onbegrijpelijk dat de wetgever het moeilijk heeft om een regeling te ontwikkelen die de VC sterk beschermt. Hun contracten zijn meestal zeer divers, situatie specifiek en daardoor complex (Vos, 2020).

De in dit opzicht meest verankerde rechtsregel, met name het hierboven uitvoerig besproken voorkeurrecht, is vaak niet allesomvattend genoeg om de VC een volledige bescherming tegen verwatering te bieden (Coppens & Jorens, 2018).

Het voorkeurrecht zal bestaande aandeelhouders behoeden tegen een procentuele daling van hun deelname in de vennootschap, maar voor de economische waardevermindering waarmee de oude aandelen geconfronteerd worden in een down-round schiet het tekort (Braeckmans & Houben, 2019; Coppens & Jorens, 2018).

Procentuele dilutie kan bovendien enkel worden tegengegaan als alle bestaande aandeelhouders hun voorkeurrecht evenredig gebruiken (Braeckmans & Houben, 2019; Coppens & Jorens, 2018). Dat wil zeggen dat ze effectief moeten inschrijven op nieuwe aandelen (Michiels, 2007). Vereist is dan dat de bestaande aandeelhouders continu investeren in de onderneming (Braeckmans & Houben, 2019; Coppens & Jorens, 2018).

Tot slot is de VC door de introductie van de opheffing van het voorkeurrecht in de BV¹⁸ blootgesteld aan het risico om (gedeeltelijk) van het voorkeurrecht te worden uitgesloten. De dreiging is groter als de VC zich, zelfs met enkel zijn minderheidsbelang, niet in de positie bevindt om belangrijke besluiten tegen te houden (i.e. ontbreken blokkeringsminderheid). Het bedingen van een vetorecht, dat ze kunnen gebruiken door hun zetel in de raad van bestuur of, desgevallend op het niveau van de algemene vergadering (Aerts, 2020), zou hier mogelijkwijs een oplossing zijn (Coppens & Jorens, 2018).

¹⁸ zie infra '6.3. Wijzigende regelgeving omtrent het voorkeurrecht'

Gelet op het feit dat inschrijvingsrechten of warrants een onmisbaar middel zijn voor anti-dilutiebescherming¹⁹ bij VC's, dient er nagegaan te worden wat voor wettelijke anti-dilutiebescherming er al wordt geboden aan de houders van inschrijvingsrechten.

Om eventuele uitholling van de waarde te ondervangen, zegt het eerste lid van art. 5:59 WVV dat de vennootschap, vanaf de uitgifte van inschrijvingsrechten tot het einde van de termijn van uitoefening, door geen enkele verrichting de voordelen mag verminderen die de uitgiftevoorwaarden of de wet toekennen aan de houders, behalve in de gevallen dat de uitgiftevoorwaarden het uitdrukkelijk voorzien. Het tweede lid van datzelfde artikel bevat een bepaling die sterk lijkt op het voorkeurrecht voor aandeelhouders (Michiels, 2007). Laat het echter duidelijk zijn dat warranthouders geen voorkeurrecht hebben bij de uitgifte van aandelen, ze zijn immers nog geen aandeelhouder op het ogenblik dat ze hun inschrijvingsrechten houden (De Wulf, 2018; Theyskens, 2020). Het voorkeurrecht van deze alinea geldt voor inschrijvingsrechten. Art. 5:59 WVV biedt een verregaandere bescherming tegen dilutie wat het voorkeurrecht, dusdanig op aandelen, overbodig maakt (De Wulf, 2018).

Houders van inschrijvingsrechten zijn wel op dezelfde manier beschermd tegen verwatering bij volgende kapitaalbrengen; ze kunnen hun voorkeurrecht laten gelden verbonden aan de aandelen bij omzetting van de inschrijvingsrechten. Hoewel, dit kan enkel als de bestaande aandeelhouders over het voorkeurrecht beschikken. Dat bestaande aandeelhouders (individueel) afstand doen van het voorkeurrecht doet geen afbreuk aan het recht voor de houders van inschrijvingsrechten (Michiels, 2007). Het geval van een opheffing van het voorkeurrecht is wat anders. Hierbij stellen Coppens en Jorens (2018) dat effectenhouders van inschrijvingsrechten geen wettelijke anti-dilutiebescherming hebben als er een kapitaalophaling is met een dergelijke opheffing.

Opnieuw gaat het om een onvolkomen bescherming voor de VC. Bij een toekomstige down-round is de vennootschap er niet toe verplicht om de uitgiftevoorwaarden rechtmatig te corrigeren (i.e. een aanpassing van het aantal aandelen waarop de houder kan inschrijven) (Coppens & Jorens, 2018). De Wulf (2018) geeft bemoedigend wel aan dat er meestal in de voorbehouden acties opgesomd in het eerste lid van art. 5:59 WVV een compensatie tegenover staat in de vorm van een anti-dilutieclausule.

5.2. Conventioneel overeengekomen anti-dilutie instrumenten

In de vorige paragraaf werd al gewezen op het nalaten van de wetgever om een uitgebreid wetgevend kader te voorzien voor de protectie tegen dilutie. De bescherming blijft ook eenzijdig daar het zich overwegend toelegt op het behoud van het procentuele aandeelhouderschap bij opeenvolgende kapitaalophalingen (Coppens & Jorens, 2018). Laat het dan net ook die dilutie zijn waarvoor investeerders doorgaans geen anti-verwateringsbepalingen zoeken ter bescherming, tenzij het samengaat met economische verwatering (Woronoff & Rosen, 2005). Investeerders doen er daarom goed aan om, aanvullend op de bestaande wettelijke regeling, enkele conventionele (syn. contractuele) anti-dilutiemaatregelen te onderhandelen in de transactiedocumentatie (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens & Vos, 2020).

¹⁹ zie infra '5.3.1. Het anti-dilutie instrument bij uitsteking: de anti-dilutiewarrant'

Een eerste argument grijpt alweer terug naar de in de agency theorie centraal staande problematiek van de asymmetrische informatie. De investeerder is niet op de hoogte van de *inside information* van de oprichter(s). Hij moet vertrouwen stellen in de voorkennis en de bedrijfsvoering van de leidinggevenden (Coppens & Jorens, 2018). Een andere reden is een negatief neveneffect van de toegevoegde waarde die een investeerder kan bieden. Zeker bij VC's is de mate van toegevoegde waarde hoog. Dankzij de input van de investeerder of VC kan het bedrijf zich ontwikkelen. Latere investeerders kunnen zo misschien instappen aan voordeligere voorwaarden, wat in het nadeel speelt van de venture capital investeerder (Coppens & Jorens, 2018).

De kans is reëel dat de onderhandeling niet van een leien dakje zal lopen. De ondernemer ziet niet zo veel heil in het opstellen van anti-dilutieclausules doordat net zij verwatering moeten slikken als andere aandeelhouders hun anti-dilutiebescherming inroepen. Volgens hen is het beste wapen tegen verwatering de nauwkeurige inschatting van de juiste uitgifteprijs in plaats van het achteraf te corrigeren. Bovendien weegt het geringe resultaat van conventionele maatregelen niet op tegen het complexe karakter van sommige clausules en de juridische kosten (Coppens & Jorens, 2018).

Algemeen blijkt daadwerkelijk dat op voorhand contractueel vastgelegde anti-dilutie bepalingen (of anti-verwateringsprovisies) de makkelijkste en meest courante manier is om zich in te dekken tegen het verwateringsrisico (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007). Deze zijn gericht op het aanpassen van de conversiekoers om zo de door verwatering getroffen historische waardering van de onderneming te herstellen (Coppens & Jorens, 2018). De investeerder op zijn beurt ziet de hogere prijs per aandeel die hij betaalde bij instap gecorrigeerd worden (De Ceulaer, 2018). De aanvang van zo'n bepaling bestaat doorgaans uit een definitie van de soorten effectenuitgiften die een aanpassing in deze conversiekoers kunnen teweegbrengen. Er wordt dan gedoeld op alle mogelijke toekomstig uitgegeven gewone aandelen, ofwel direct ofwel indirect via converteerbare instrumenten, opties of warrants (Broadwin, 2004). In bijlage 7 is een voorbeeld terug te vinden van hoe zulke anti-dilutie bepaling in de statuten wordt neergeschreven.

5.2.1. Conversieratio's: Ratchets

Een ratchet laat toe dat bij de realisatie van specifieke voorwaarden, de rechten en plichten verbonden aan aandelen kunnen gewijzigd worden (Caselli, 2018; De Wulf, 2018; Vergauwen, 2012). De onderliggende gedachte hiertoe is de onzekerheid over de waardering van een onderneming op het moment van investeren. Als blijkt dat het bedrijf overgewaardeerd is, vordert de investeerder een aanpassing (Humphrey, 2004). Dit gebeurt door een van te voren vastgelegde aanpassingsformule te gebruiken zodat het aantal, in bezit zijnde, aandelen naar boven wordt bijgesteld. Op die manier wordt het effect van zowel procentuele als economische dilutie ingedijkt (Broadwin, 2004; Caselli, 2018; Lesser & Johnson, 2003; Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007; Leisen, 2012). De hoeveelheid extra gewone aandelen wordt uitgemaakt tijdens de beraadslaging van de commerciële afspraken (Coppens & Jorens, 2018).

De formule tot aanpassing van de conversieprijs kan op twee wijzen worden berekend: via de *full ratchet* of de *weighted ratchet* methode. Deze onderscheiden zich van elkaar in het aantal aandelen dat de voor verwatering beschermende begunstigde verwerft bovenop de bestaande aandelen.

5.2.1.1 Full ratchet

Bij de full ratchet wordt als uitgangspunt genomen dat de aanvankelijke investeerder het aantal aandelen moet krijgen waarop hij recht zou hebben mocht hij hebben ingeschreven in een latere investeringsronde waar een lagere prijs geldt (Bartlett, 2003; Broadwin, 2004; Caselli, 2018; Lesser & Johnson, 2003; Michiels, 2007; Humphrey, 2004). Er wordt de investeerders een volledige waarderingscorrectie geboden (Theyskens, 2020). Leisen (2012) verwoordt het principe in termen van kosten en stelt dan dat de full ratchet de vorige investeerder nieuwe aandelen geeft zodat zijn kosten per aandeel identiek zijn aan die van de huidige investeerder. De eerste investeerders hebben recht op een herberekening van hun aandelen gebaseerd op een lagere conversieprijs (Caselli, 2018):

(1)	$\frac{\text{oorspronkelijke aankoopprijs}}{\text{CP1}} \text{ met CP1} = \text{aangepaste conversieprijs}$
-----	---

De aangepaste conversieprijs bestaat uit een gelijkstelling met de lagere prijs waartegen extra aandelen, ongeacht het aantal (Lesser & Johnson, 2003), in de laatste ronde worden uitgegeven (Broadwin, 2004; Caselli, 2018; Kaplan & Strömberg, 2003; Woronoff & Rosen, 2005; De Ceulaer, 2018). Automatisch worden dan het aantal aandelen van de aanvankelijke investeerders naar boven aangepast, waardoor deze hun eigendomsaandeel kunnen behouden (Caselli, 2018).

De methode zoals hierboven beschreven doet geloven dat de full ratchet de ideale compensatie vormt voor de economische verwatering die eerdere investeerders ervaren. Niettemin viel er een verborgen risico te lezen. De grootte van de financieringsronde, met name het aantal uitgegeven aandelen en het bedrag dat ze representeren, is niet van tel (Caselli, 2018; Woronoff & Rosen, 2005; Humphrey, 2004). Bijgevolg kunnen de effectenhouders die geen anti-verwateringsbescherming hebben, hun eigendomsbelangen drastisch zien verwateren (Broadwin, 2004; Coppens & Jorens, 2018; Lesser & Johnson, 2003; Bartlett, 2003).

Woronoff & Rosen (2005) en Humphrey (2004) beschrijven dit als een kostenverschuiving, verbonden aan een waardedaling, van het bedrijf naar de gewone aandeelhouders, waartoe meestal de oprichters behoren. Een full ratchet zal daarom waarschijnlijker worden ingevoerd in tijden van economische onzekerheid en bij risicovolle transacties (Broadwin, 2004). Toch, in België is het gebruik nagenoeg onbestaande (Coppens & Jorens, 2018). Het weinige voorkomen kan verklaard worden door de perceptie van vele ondernemers dat het negatieve effect van een waardedaling moet gedeeld worden. Ze baseren zich dan op de vaststelling dat een waardevermindering veroorzaakt wordt door verschillende factoren (Woronoff & Rosen, 2005). Uit een empirische toetsing van Kaplan & Strömberg (2003) volgt alvast de bevinding dat de meerderheid van de financieringscontracten eerder een houvast vindt bij de weigthed ratchet. Woronoff & Rosen (2005) vinden in hun literatuuronderzoek een analoog bewijs.

5.2.1.2 Weighted ratchet

Waar er bij de full ratchet methode vertrokken werd van de nieuwe lagere prijs in een latere financieringsronde, vertrekt de weighted ratchet van een gewogen gemiddelde van enerzijds de oorspronkelijke prijs, betaald door de oude aandeelhouders, en anderzijds de lagere prijs geldend in een latere ronde, betaald door de nieuwe aandeelhouders (Bartlett, 2003; Broadwin, 2004; Kaplan & Strömberg, 2003; Michiels, 2007; Woronoff & Rosen, 2005). Er wordt zo gekomen tot een iets complexere formule voor het berekenen van de aangepaste conversieprijs (Caselli, 2018; Woronoff & Rosen, 2005):

(2)	$CP_1 = CP_0 \times \frac{(O_0 + \epsilon)}{(O_0 + I)}$
met CP_1	= aangepaste conversieprijs
CP_0	= initiële conversieprijs
O_0	= aantal gewone aandelen die geacht worden uit te staan voordat de verwaterde uitgifte plaatsvond
ϵ	= vergoeding ontvangen voor de uitgifte van verwaterde effecten, te berekenen via $\frac{\text{bedrag nieuwe uitgifte}}{CP_0}$
I	= aantal uitgegeven gewone aandelen in de verwaterende uitgifte

Afhankelijk van welke aandelen als uitstaand worden gezien, weergegeven onder O_0 , wordt er gesproken van de *broad-* of de *narrow-based* methode. De benaming onthult halvelings wat onder de twee verschillende methodes moet worden verstaan. Om het min of meer visibel te bewoorden, is de basis (of de noemer) van de formule in de broad-based methode het breedst. In O_0 worden alle uitstaande aandelen op verwaterde basis opgenomen. Dat zijn zowel gewone aandelen, als preferente aandelen, niet-uitgeoefende opties, warrants en andere in aandelen omzetbare effecten. De narrow-based methode neemt slechts een deelverzameling van de vorige opsomming op (Caselli, 2018; Coppens & Jorens, 2018; Woronoff & Rosen, 2005; Humphrey, 2004). Dit maakt de noemer van de formule enger waardoor er, met consistente aanpassing in de teller, een lagere aangepaste conversieprijs wordt bekomen. Voor de beschermde investeerder is dit een interessante uitkomst omdat het hem achterlaat met een hoger aantal nieuwe aandelen, bekomen door toepassing van formule (1), in vergelijking met een toepassing van de broad-based methode (Caselli, 2018; Coppens & Jorens, 2018; Woronoff & Rosen, 2005). Voor de oprichters is het minder voordelig: zij zien hun participatie extra verwateren (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens, 2020; De Ceulaer, 2018). Oprichters, of de juristen die hen vertegenwoordigen, zullen daarom eerder ijveren om een broad-based methode in te schrijven in het contract (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens, 2020). Al moet er wel een afweging gemaakt worden tussen de omvangrijke kosten en langdurige onderhandelingen met de resultaten die zo'n prijsaanpassing voortbrengen (Coppens & Jorens, 2018).

Deze methodes kunnen als eerlijker worden aanschouwd (Broadwin, 2004) doordat er een gemodereerde aanpassing zal plaatsvinden nu het aantal aandelen van de huidige en verstreken investeringsronden in aanmerking worden genomen (Caselli, 2018). Wanneer er een grote uitgifte van aandelen tegen een lage prijs plaatsvindt, zal de aanpassing beduidend groter zijn dan wanneer een klein aantal aandelen wordt uitgegeven (Miller, 2002 in (Woronoff & Rosen, 2005)).

5.2.2. Inzoomend perspectief: Ratchets bij start-ups en venture capital financiering

De hierboven geschetste verwateringssituatie waaraan de ratchet-benadering wil tegemoetkomen, stemt overeen met de in het venture capital jargon benoemde down-round. In een zeldzaam geval wordt hier de full ratchet nog wel gebruikt, mede doordat bij venture capital transacties de gewone aandeelhouders vaak bestaan uit de oprichters en het management. De effectiviteit van de full ratchet-benadering blijkt daar te liggen in de volledige bescherming van waarderingsonduidelijkheden wegens informatiebarrières (Woronoff & Rosen, 2005).

Een full ratchet bescherming wordt nog wel eens voorzien in de opstartfase van een onderneming omwille van het agressief zetten van prijzen en het hogere investeringsrisico. Tot op het moment van de *exit* of het ophalen van het volgende gezochte kapitaalbedrag, geniet de investering van de VC van een volkomen bescherming tegen dilutie (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007).

Het op het eerste zicht als uitermate positief beschreven anti-dilutiemechanisme, moet ook hier genuanceerd worden. Het ontnemt de VC de *incentive* om in slechtere tijden van ondernemingsprestaties, en er dus geld wordt opgehaald in een kapitaalronde met dilutief karakter, te blijven investeren. Ook nieuwe aandeelhouders hebben geen drijfveer om in te stappen in een bedrijf waar bestaande aandeelhouders bescherming hebben verkregen door middel van een full ratchet. Er zal dus al snel, al dan niet verplicht omdat er aan de full ratchet een tijdslimiet of bodemprijs wordt gehangen (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007), worden overgestapt naar een weighted average methode (Coppens & Jorens, 2018; Kaplan & Strömberg, 2003; Michiels, 2007). De full ratchet formule is zo eerder de uitzonderdering op de gevestigde praktijk van de weighted average formule (Dessers David, persoonlijke communicatie, 24 maart 2020).

5.3. Inzoomend perspectief: Anti-dilutie bepalingen in venture capital gefinancierde start-ups

Het vermoeden dat start-ups vaker met dilutie te maken krijgen²⁰, vindt enige bekrachtiging in de gedachtegang dat het voorkomen van verwatering groot is doordat er meer anti-dilutie bepalingen terug te vinden zijn in contracten van private, kleine ondernemingen. Deze redentatie is afgeleid van Woronoff et al. (2005) en is aanneembaar door de hoge informatie-asymmetrie waarmee deze soort bedrijven te maken hebben.

Wanneer er nog eens een VC in het spel is, worden contractueel vastgelegde anti-dilutie bepalingen nog populairder. De verworven preferente aandelen van VC's, als meest voorkomende compensatie voor hun inbreng (Broadwin, 2004; Broughman & Fried, 2012; Caselli, 2018; Lesser & Johnson, 2003), zullen zodoende worden omgezet in meer gewone aandelen bij een volgende financieringsronde met een lage waardering. Bij een exit zal de VC dus een groter rendement kunnen opstrijken (Bengtsson & Sensoy, 2015).

²⁰ zie supra '3.3. Karakterschets van een bedrijf gevoelig voor dilutie'

5.3.1.1 Het anti-dilutie instrument bij uitstrek: De anti-dilutiewarrant

Als er een aandeeluitgifte wordt gedaan, is het de bedoeling dat er verschillende investeerders ingaan op het aanbod om een aandeel te krijgen in ruil voor een inbreng in kapitaal. Onder die investeerders kunnen ook warranthouders zitten. De warrant verleent hen het recht om aan vooraf bepaalde voorwaarden in te tekenen op later uit te geven aandelen (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007; De Ceulaer, 2018).

Warrants zijn in de ondernemingswereld vooral ingeburgerd als financieringsinstrument of ter stimulatie van werknemersinzet. Bij venture capital investeringen wordt het zowaar ook als belangrijk anti-dilutie instrument gebruikt en kreeg het de welgekozen benaming van anti-dilutiewarrant mee. Met deze warrant kunnen de aandeelhouders hun belang op peil houden doordat het hen recht geeft op verwerving van nieuwe aandelen (De Ceulaer, 2018). De invoering van het WVV maakt met art. 5:55 dit soort effecten ook mogelijk in de Besloten Vennootschap, nu wel onder de benaming van inschrijvingsrechten. Dit opent de deuren voor het onmiddellijk gebruik ervan in start-ups in plaats van te moeten wachten totdat een omzetting naar een NV mogelijk was. Dat er rechtsspraak is die de geldigheid van een dergelijke structuur ondersteunt, maakt de anti-dilutiewarrant nog toegankelijker. Het houdt daarom steek dat de anti-dilutiewarrant het meest geschikte en beschermende anti-dilutie instrument is voor start-ups. Uit de praktijk valt waar te nemen dat start-ups als eerste naar dit instrument grijpen voor anti-dilutiebescherming (Dessers & Theyskens, 2020).

De begunstigende aandeelhouder kan deze gratis verkrijgen op het moment van toetreding tot het vennootschapskapitaal waarbij de uitoefenprijs symbolisch laag wordt gezet (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007). Bij uitoefening zal de realisatie van de nieuwe aandelenuitgifte plaatsvinden aan de eerder bepaalde uitgifte- en uitoefenvoorwaarden, meestal een verwijzing naar een down-round of ook kerncijferverwachtingen zoals de EBITDA (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007; Theyskens, 2020). De regeling in het vennootschapsrecht maakt een weigering door de vennootschap onmogelijk (Theyskens, 2020). Wat de houders hier het meest in het oog springt is de specificatie van het aantal aandelen waarop ze recht hebben bij conversie, bepaald op basis van ratchetformules (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007).

Veelal wordt zo'n anti-dilutiebescherming contractueel opgeschreven in de aandeelhoudersovereenkomst. Dit houdt dan in dat de VC in de situatie van een down-round kan intekenen op nieuwe aandelen, mits de overige aandeelhouders zich ertoe verbinden om te willen stemmen over de aandeeluitgifte op de algemene vergadering. De vennootschap op haar beurt gaat de verbintenis aan om de nieuwe aandelen daadwerkelijk uit te geven (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007). Ofschoon kan het ook louter bij een contractueel engagement blijven, waarbij er geen effecten worden uitgegeven. De laagdrempeligheid en eenvoud moet wel worden afgezet tegen de keerzijde van minder bescherming (Theyskens, 2020). In bijlage 8 is een geanonimiseerd voorbeeld opgenomen van hoe bepalingen rond een anti-dilutiewarrant (nu genoemd als anti-dilutie inschrijvingsrechten) in een contract worden opgenomen.

Het doel van de anti-dilutiewarrant is het beschermen van de verwatering van het aandeelhouderschap. Daarmee is de warrant zelf nog niet beschermd tegen het diluerend effect dat andere verrichtingen met zich kunnen meebrengen, onder andere verwijzend naar conversierechten verbonden aan bepaalde effecten. Beschermingstechnieken hier zijn het aanpassen van het aantal aandelen waartoe de warranthouder is gerechtigd of het aanpassen van de uitoefenprijs. De laatste techniek is echter zinloos door de symbolisch lage waarde van de uitoefenprijs (Michiels, 2007).

Hoewel voorgaande alinea's vooral de positieve werking van anti-dilutiewarrants beschrijft voor de venture capital investeerders als niet aan waarderingsverwachtingen wordt voldaan, kan het instrument ook in de omgekeerde zin voor de oprichters van een start-up dienst doen. Als de oprichters er in slagen om de waardering boven een bepaalde grens te krijgen, mogen ze beloond worden voor hun prestaties. Dat kan door hun, eerder bedongen, *founder warrant* uit te oefenen waardoor net zij dan recht hebben op extra aandelen (Theyskens, 2020).

Of dit principe in goede aarde valt bij de investeerders valt te betwijfelen. Zij zullen vanwege bijkomende verwartering argumenteren dat de oprichter mee moet instappen in de kapitaalronde in plaats van een founder warrant te verkrijgen (Dessers, 2020).

In de praktijk vereist de beslissing tot de uitoefening van de anti-dilutiewarrant een zeer zorgvuldige overweging (Weyens & Aerts, 2020). Veeleer, stellen VC's het welslagen van een nieuwe kapitaalronde voorop. Dat vergt extra investeerders die op hun beurt een bepaald percentage van de aandelen verwachten voor hun investering. Het uitoefenen van anti-dilutiewarrants door de bestaande aandeelhouders vergroot de kans dat de extra investeerders afzien van hun wil om te investeren (Weyens, 2020). Bovendien leidt het tot een onevenwicht in de relatie met de oprichters. VC's zijn er dan toe gehouden om te zoeken naar andere compensatiemechanismen ter motivatie van het management (Aerts, 2020).

5.3.1.2 Het anti-dilutie instrument in de schaduw: Optierechten

Het recht om extra aandelen te krijgen ter vergoeding van verwatering hoeft niet altijd betrekking te hebben op toekomstige, nieuw uit te geven aandelen. Een optie geeft het recht op verkrijging van reeds bestaande aandelen. Een uitzondering kan bestaan in de context van een down-round waarbij de optie wel verband houdt met nog uit te geven aandelen. Een verbonden voorwaarde is wel dat de aandeelhouder die de optie verleent zelf participeert aan die investeringsronde (Coppens & Jorens, 2018).

De afspraak vindt niet plaats tussen (alle aandeelhouders van) de vennootschap en een VC. Tegenover de VC staat maar één andere partij: een andere aandeelhouder die zich bereid toont om bij een down-round aandelen van hemzelf over te dragen aan de VC. Die overdracht wordt dan gestructureerd via een optieovereenkomst waar in staat dat de ene aandeelhouder aan de optieverkrijger het recht geeft om aandelen over te kopen. Zodoende wordt het proportioneel aandeel van laatstgenoemde in stand gehouden bij een voorval van verwatering (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007).

Een oprichter zal niet snel grijpen naar deze constructie omdat de verwatering, waarvoor de VC dan wordt beschermd, volledig op hem wordt afgewenteld. Deze impact is veel kleiner bij de uitoefening van een anti-dilutiewarrant omdat de verwatering daar gespreid kan worden over de hele pool van aandeelhouders (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007).

5.3.1.3 Het anti-dilutie instrument in opmars: Converteerbare aandelen

Een 'veramerikaanste' anti-dilutiebescherming, zo genoemd door het veelvuldig en bijna uitsluitend gebruik in de Verenigde Staten, is terug te vinden in de converteerbare aandelen (Coppens & Jorens, 2018; Michiels 2007). De bescherming is hier als het ware ingebouwd in het aandeel zelf (Dessers, 2020). De aandelen vormen een categorie op zich die geconverteerd worden in gewone aandelen als er zich verwatering voordoet (Coppens & Jorens, 2018; Michiels 2007; Theyskens, 2020). Alweer wordt aan de hand van een formule besloten hoeveel extra aandelen er moeten worden toegekend ter correctie van de verwatering (Coppens & Jorens, 2018; Michiels 2007).

Vooralsnog kent het in de probleemstelling naar voren geschoven populaire gebruik van converteerbare aandelen bij VC's geen bijval in Europa. Het instrument wordt niet frequent gebruikt in VC-financiering (Cumming, 2008; Gregoriou, Kooli, & Kraeusl, 2006; Kannianen & Keuschnigg, 2004; Schwienbacher, 2008).

In de Belgische context duikt dezelfde constatactie op en blijft de praktische uitwerking van wat theoretisch wel mogelijk is een zone van discussie (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens, 2020). Door het combineren van juridische instrumenten zou men tot een nabootsing van de Amerikaanse *convertible preferred shares* kunnen komen. In de statuten zou dan een aparte categorie van aandelen moeten worden benoemd waaraan preferente rechten kunnen worden toegekend als ze worden uitgegeven. Statutair kan er voor de te beschermen aandelen worden vastgelegd dat deze bij een down-round recht geven op nieuwe aandelen zonder dat de algemene vergadering moet tussenkomen voor toestemming. De statuten kunnen eveneens dienen om andere voorwaarden in op te nemen.

Die inbedding in de statuten is terzelfdertijd de achilleshiel van de converteerbare aandelen. De statuten dreigen complex te worden en daardoor enkel leesbaar door experts in de materie, die niet de meerderheid uitmaken van de belanghebbenden van de vennootschap. Bovendien dringt bij een wijziging in de structuur van het instrument een statutenwijziging zich op. Tenslotte verdwijnt ook de mogelijkheid om de gemaakte afspraken in vertrouwen te houden omdat de statuten publiek beschikbaar zijn via het Belgisch Staatsblad (Coppens & Jorens, 2018).

Alsnog is een tendens tot meer gebruik in de toekomst bij de BV niet ondenkbaar (Coppens & Jorens, 2018; Dessers, 2020). Economisch zit er weinig verschil in het werken met een warrant waarbij er tegen een minieme inbreng nieuwe aandelen worden uitgegeven bij uitoefening of zonder minieme inbreng bestaande aandelen in een groter aandeel omzetten door middel van converteerbare aandelen (Dessers, 2020). De flexibiliteit die de invoering van het WVV met zich meebrengt, zorgt ook dat buitenlandse mechanismen zoals deze eenvoudiger zijn te vertalen naar het Belgische recht (Theyskens, 2020). Verwacht wordt daarom dat op termijn de anti-dilutiewarrant geruimd zal worden voor converteerbare aandelen als hét anti-dilutie instrument (Dessers, 2020).

5.3.1.4 Het anti-dilutie instrument bij de exit: Liquidatievoorkeur

Het toewijzen van liquidatiepreferenties kent niet alleen zijn nut in het bankwezen²¹, ook in VC contracten is het een courant middel ter bescherming tegen verwatering. Dusdanige anciënniteitsbepalingen omschrijven dat VC's van nieuwe financieringsronden recht hebben op hogere cashflowrechten, die dan nog als eerste worden uitbetaald, dan VC's van vorige rondes (Bengtsson & Sensoy, 2015; Leisen, 2012). Aldus organiseren nieuwe VC's hun investering zodanig dat ze bij de verkoop van een bedrijf of exit als eerste hun geld verkrijgen (Caselli, 2018). Met de liquidatievoorkeur omschrijft de VC een veelvoud van de inbreng die hij wil terugkrijgen. Met het veelvoud willen de VC's zich verzekeren van een rendement op hun geïnvesteerde kapitaal dat in verhouding staat met het genomen risico (De Ceulaer, 2018).

Hieruit volgt dat bestaande VC's moeten akkoord gaan met een neerwaartse aanpassing van hun cashflowrechten. Ze geven zo als het ware een signaal van vertrouwen doordat ze vrijwillig kosten op zich nemen. Het komt er dus op neer dat VC's die deelnamen aan vroegere financieringsrondes hun cashflowrechten meermaals zien verwateren voor ze hun exit kunnen instellen (Bengtsson & Sensoy, 2015). Als gevolgtrekking kan er geïnsinueerd worden dat anciënniteitsbepalingen een bedachtzame actie vertegenwoordigen van de latere VC's ten koste van de bestaande. In het verleden bestond de trend immers nog niet dat nieuwe VC's liquidatievoorkeuren vragen die een veelvoud zijn van de oorspronkelijke aankoopprijs. Gebruikelijk was toen een senior liquidatie voorkeur die de VC een soort van voorkeursbehandeling verleende om bij een moment van liquidatie louter zijn initiële investering terug te krijgen alvorens dat andere aandeelhouders opbrengsten te zien kregen (Lesser & Johnson, 2003; Leisen, 2012).

5.3.1.5 Onderhandeling van anti-dilutie instrumenten: Een machtsverhouding

Anti-dilutiebescherming gaat hand in hand met de prijs van de uitgegeven aandelen: indien de prijs per nieuw aandeel hoger is dan de prijs per aandeel in een eerdere kapitaalronde, hoeft de bescherming in principe niet te worden gehanteerd (Coppens & Jorens, 2018). Wanneer een VC wil investeren in een BV, wordt de uitgifteprijs uitsluitend op basis van het contractuele akkoord tussen de oprichter van de BV en de VC bepaald (Van Baelen & Wyckaert, 2018). De VC en de oprichter zullen moeten onderhandelen over de waardering van de aandelen en welke anti-dilutiemechanismen ze willen kunnen aanwenden (Coppens & Jorens, 2018). Die negotiatie hoort te resulteren in evenwichtige afspraken tussen beide partijen (Bogaert Lieven, persoonlijke communicatie, 13 maart 2020), waarbij iedere partij wat geeft en neemt (Aerts, 2020).

De oprichter negotieert natuurlijk het liefst een zo hoog mogelijke prijs per aandeel (Coppens & Jorens, 2018; Bengtsson & Sensoy, 2015; Broughman & Fried, 2012), waarmee hij de VC achterlaat met een zo laag mogelijk percentage voor het ingebrachte geld (Weyens, 2020). Hierbij moet hij zich bewust zijn van het feit dat een prijsdaling niet uitgesloten, en misschien waarschijnlijker, is zodat de vervolgronde sneller betiteld kan worden als een down-round, waarbij de VC's de toepassing van anti-dilutiebescherming noodzakelijk zullen achten.

²¹ zie supra '3.4. Schuldverwatering'

Hoewel de gangbare denkpiste vaak is dat investeerders ijveren voor een lage waardering (Alemany, 2018), is het niet ondenkbaar dat een investeerder zonder morren zijn goedkeuring geeft voor een hoge waardering. Beseffende dat er op korte termijn nog kapitaalrondes zullen volgen, waar de VC voorspelt dat de waardering lager valt, kan de VC zijn eerder opgedane nadeel recupereren door nu te profiteren van een hoger aandelenpercentage dankzij de bedongen anti-dilutiebescherming. Deze praktijk gaat dan ten koste van de oprichters die hierdoor een verwatering ondergaan. Dat is trouwens niet alleen in deze geschetste situatie het geval, de uitoefening van andere anti-dilutie instrumenten heeft vaak dezelfde negatieve bijwerking voor de oprichters (Aerts, 2020).

Een VC zou anti-dilutiebescherming, zonder daarover al te veel overpeinzing te laten overgaan, enkel hoeven te bedingen als zijn zeggenschap, meestal omwille van een minderheidsparticipatie, beperkt is (Coppens & Jorens, 2018). Een logische redenering voor de overbodigheid is ook dat de VC geavanceerde contracten kan onderhandelen, dewelke niet altijd helemaal te begrijpen zijn door de oprichters van start-ups (Vos, 2020), met daarin een grotere toe-eigening van controlerechten (Manigart, 2007). Vetorechten zijn een handig hulpmiddel om een dilutieve uitgifte te kunnen tegenhouden bij de stemming op de algemene vergadering (Coppens & Jorens, 2018; Theyskens, 2020).

Uit de bevraging in de praktijk blijkt echter dat anti-dilutiebescherming standaard deel uitmaakt van een VC-contract over een kapitaalinvestering (Theyskens, Dessers, Weyens & Aerts, 2020), met uitzondering van situaties waarbij de waardering van in het begin zeer laag is of waarbij iedereen anti-dilutiebescherming vraagt. VC's zien het als een correctiemechanisme dat ze achter de hand hebben als het toch de verkeerde richting opgaat met de start-up (Weyens, 2020).

Hetzelfde standaard stramien is waar voor het vereisen van vetorechten. Met een vetorecht kent de VC zich het privilege toe om naar zijn goedkeuring te vragen bij bepaalde beslissingen (Theyskens, 2020). VC's trachten vetorechten, gekoppeld aan een meerderheid, te hangen aan beslissingen die de toekomst fundamenteel beïnvloeden om zo de waarde van de investering te kunnen behouden (Vos, 2020).

Wederom is het niet het ultieme redmiddel: soms is er geen ontkomen aan verwatering. Als VC lig je dan niet dwars, slik je even de bittere pil van een onoverkoombare geldophaling via een down-round, in de hoop dat de vennootschap later de groei kan hervatten (Theyskens, 2020).

Alternatief zit de VC in de machtspositie om zijn investering te koppelen aan het door de start-up behalen van doelstellingen of *milestones*. De investering wordt zo gespreid in fases over opeenvolgende investeringsrondes (Michiels, 2007). Door het in de gaten houden van het bereiken van de mijlpalen, kunnen ze het risico op waardeverminderingen minimaliseren (Coppens & Jorens, 2018). Het niet realiseren van de doelstellingen sluit een kapitaalronde tegen een lagere uitgifteprijs dan de vorige en daardoor de kans op een down-round niet uit, maar tenminste was er dan geanticipeerd op de verwatering door nog niet het hele bedrag te investeren (Michiels, 2007).

Concluderend staat de start-up in een zwakke (onderhandelings)positie met de 'smeekbede' voor extra kapitaal en heeft de VC als geldschietter de touwtjes in handen qua onderhandelde voorwaarden, afgezien van wat er op dat moment (van anti-dilutie bepalingen) in de aandeelhoudersovereenkomst of statuten werd neergeschreven (Bogaert, Dessers, Theyskens & Vos, 2020). In die aandeelhoudersovereenkomst trachten VC's namelijk strengere regels op te nemen zoals primair investeringsrecht en vetorechten (De Ceulaer, 2018; Weyens & Aerts, 2020), alsook een bepaling die zegt dat de aandeelhoudersovereenkomst primeert op de gepubliceerde statuten (Weyens & Aerts, 2020). Desalniettemin blijven het contractuele rechten die voor de benadeelde partij zeer moeilijk in rechte af te dwingen zijn als de contractuele verbintenis niet wordt nagekomen (Theyskens, 2020).

De VC waakt er wel best over om dit niet té ver te drijven. De oprichter(s) zou(den) zich beknot kunnen voelen wat het enthousiasme tempert en zo-ook mogelijks het resultaat van de vennootschap (Weyens & Aerts, 2020). Een VC toomt zijn machtsgebruik dus best wat in om de essentiële, blijvende inzet van de oprichters niet te verliezen (Coppens & Jorens, 2018; De Ceulaer, 2018). De relatie met het management blijft een cruciale factor in het succes van de start-up (Weyens & Aerts, 2020). Beide hebben nog steeds het meeste aan een win-winsituatie waarbij er op een constructieve manier wordt samengewerkt, er aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd en specifiek voor de VC dat zijn reputatie wordt hoog gehouden (De Ceulaer, 2018).

Om toch tegen de macht van het geld op te kunnen, zorgt de start-up oprichter er best voor dat hij in de aandeelhoudersovereenkomst een bepaald vermogen of zeggenschap voor hem verzekert, ongeacht het aantal aandelen. Dit dijk de verwatering die zal ontstaan uit de opeenvolgende investeringsrondes een beetje in (Bogaert & Weyens, 2020). Een goed zicht over de toekomstige financieringsnoden is ook goud waard. De oprichter kan voor zichzelf een meer comfortabele onderhandelingspositie bekomen door te anticiperen op een acute geldnood. Tevens zorgt het hebben van alternatieve financieringsmogelijkheden, die via doordachte afspraken en opgestelde investeringsdocumenten niet door investeerders kunnen geblokkeerd worden, voor ademruimte bij de oprichter (De Ceulaer, 2018). Een laatste tip is een goede advisering door gespecialiseerde juristen (Vos, 2020).

Het andere, omgekeerde scenario waarbij de start-up in de *driving seat* blijft, is van toepassing als je als start-up een super innovatief idee hebt waar, bij wijze van spreken, de investeerders rijen dik staan aan te schuiven om te investeren (Theyskens, Bogaert & Dessers, 2020; De Ceulaer, 2018).

Hoofdstuk 6: In de praktijk - Gevolgen voor (anti-) dilutiepraktijken door invoering WVV

De overstap naar het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen is een afstapping van vaste, rigide regels en brengt ruimte in het besloten karakter van de BV. Juristen en rechtsgeleerden hebben zo een schakelbord om mee te werken. De vorige zinnen doen vermoeden dat de invoering tal van voordelen met zich zou moeten meebrengen. Toch staan er tegenover de rozengeur en maneschijn zaken waardoor een start-up een hogere kostprijs in het laatje zal moeten leggen, wil deze succesvol opstarten (Bogaert, 2020). Een voorbeeld is de tussenkomst van adviseurs voor het opstellen van bijkomende verplichte documentatie. Met een flexibilisering gaan daarenboven extra verantwoordelijkheden en aansprakelijkheden gepaard (Dessers, 2020).

Even terugverwijzend naar het onderzoeksopzet, zal er in dit deel louter worden ingegaan op de wijzigingen die het WVV met zich meebrengt die relevant zijn voor start-ups in de BV-vorm. Dat betekent dat er enkel naar de artikelen in het WVV wordt gekeken en verwezen met betrekking tot niet-genoteerde BV's.

6.1. Bijkomende regelgeving omtrent de verslagformaliteiten

Tot nu toe is één van de voornaamste bevindingen dat de uitgifte van nieuwe aandelen aanleiding kan geven tot verwatering. Hierbij zal er steeds procentuele verwatering zijn, of er economische verwatering is, hangt af van hoe de uitgifteprijs van de aandelen zich verhoudt tot de fundamentele waarde ervan. Een niet wenselijke uitgifte, tegen een onverantwoord lage uitgifteprijs of met onvoldoende inbreng van de nieuwe aandeelhouders, kan de bestaande aandeelhouders vanuit een financieel en een machtsopzicht verwateren (De Wulf, 2018; Maresceau et al., 2018). De nieuwe aandeelhouders worden dus onterecht bevoordeeld en dit op de kosten van de bestaande aandeelhouders (Maresceau et al., 2018).

Het WVV heeft voor deze situatie met art. 5:121 en 5:122²² rechtsregels ingebouwd waardoor bestaande aandeelhouders zouden kunnen weten dat de kans tot dilutie bestaande was. Het WVV legt aan het bestuursorgaan een additionele informatieplicht op: het moet bij iedere uitgifte van aandelen, converteerbare obligaties of inschrijvingsrechten een uitgifteverslag schrijven. Hierin verantwoordt het (de correctheid van) de uitgifteprijs en welke gevolgen de uitgifte met zich meebrengt voor de bestaande aandeelhouders, vooral betrekking hebbend op de vermogens- en lidmaatschapsrechten (Braeckmans & Houben, 2019; De Wulf, 2018; Delvoie & Declercq, 2019; Maresceau et al., 2018; Theyskens & Monard, 2019). De verantwoording van een uitgifte van anti-dilutiewarrants, horend onder de inschrijvingsrechten, zal steeds in de trant zijn van een verwijzing naar het onlosmakelijk karakter ten opzichte van de totale financiering en de boodschap dat het een middel is voor het bevorderen van de continuïteit en stabiliteit van het aandeelhouderschap (Coppens & Jorens, 2018; Michiels, 2007).

²² In feite niets nieuws want naar het voorbeeld van de NV waar het al vertrouwde regels waren (Theyskens, 2020).

Er kan de veronderstelling gemaakt worden dat dergelijke verplichting in wezen al steeds impliciet gold. Elk ondernemingsbestuur dat deugdelijk wil functioneren handelt in het vennootschapsbelang²³ en stelt daarom vrijwillig een uitgifteverslag op. De invoering van de regel komt evenmin ongelegen en is zeker op zijn plaats gezien het ontbrekende verband tussen de inbreng per aandeel en de daaraan verbonden rechten in het BV-recht. Art. 5:41 WVV geeft eigenaars van BV's de vrijheid om in de statuten de rechten die aan een aandeel gekoppeld zijn te bepalen (Braeckmans & Houben, 2019; De Wulf, 2018).

Vermits een aandeeluitgifte leidt tot een verandering van de onderlinge rechten verbonden aan de aandelen, is volgens het recht een statutenwijziging noodzakelijk (Delvoie & Declercq, 2019; Theyskens & Monard, 2019). Om statutair in orde te zijn bij de uitgifte van nieuwe aandelen dient in de statuten melding te worden gemaakt van het nieuwe totaal aantal uitgegeven aandelen. Deze taak rust op de schouders van het bestuur, waarbij er nauwgezet aandacht wordt besteed aan de algemene verplichtingen inzake openbaarmakingsvereisten. De statutenwijziging moet niet onmiddellijk gebeuren, overeenkomstig art. 5:137, §2 WVV is de onderneming in conformiteit met de wet als het de statuten één keer per jaar, weliswaar voor het einde van het boekjaar, aanpast (De Wulf, 2018).

6.2. Wijzigende regelgeving omtrent het stemrecht verbonden aan aandelen

Eerder, in het tweede hoofdstuk, werd al aangehaald dat de uitgifte van nieuwe aandelen waaraan stemrecht is verbonden, leidt tot procentuele verwatering. Deze zinsformulering sluit procentuele verwatering dus uit bij aandelen zonder stemrecht. Vergauwen (2012) maakte hieromtrent al een rechtmatige opmerking door te stellen dat houders van dergelijke aandelen in bepaalde gevallen toch stemrecht verkrijgen op de algemene vergadering.

Destijds maakte art. 240-241 W.Venn. voor de BVBA een opsomming van de situaties waarin dit kon (Van Hoetegem et al., 2020; Vergauwen, 2012). Met het nieuwe WVV zijn deze regels verhuisd naar én aangepast in art. 5:47 WVV. De aanpassing betreft een beperking van het aantal gevallen waarin aandeelhouders zonder stemrecht bij uitzondering toch over stemrecht beschikken. Dit kan nu enkel nog bij een structuurwijziging als gevolg van een vennootschapsomzetting, de stemming over een soortwijziging, een grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel of een grensoverschrijdende fusie waarbij de vennootschap wordt ontbonden (MvT WVV, p.143-144) (Theyskens & Monard, 2019; Van Hoetegem et al., 2020; Wolfs & Thomas, 2019).

Een ontleding van het WVV door Delvoie en Declercq (2019) wijst erop dat zelfs het gebruik van meervoudig stemrecht hier kan. In art. 5:47 WVV valt uit de zinssnede "minstens één stem per aandeel" inderdaad af te leiden dat de uitzonderingsregel niet gebonden is aan het 'één stem per aandeel'-principe. Of dit zowaar veel zal toegepast worden is natuurlijk een ander verhaal.

Van Hoetegem et al. (2020) nemen alleszins voor het gebruik van het aandeel zonder stemrecht al wat twijfel weg. Nu het de winstbewijzen in een BV ontbreekt van alle relevantie door de afwezigheid van het kapitaalbegrip (Delvoie & Declercq, 2019), vermoeden zij dat aandelen zonder stemrecht het vervangmiddel bij uitstek zullen worden om economische rechten te geven aan het management

²³ Merk op dat dit net het tegengestelde is van wat er gezegd wordt in de agency theorie die aan de basis ligt van de hele dilutie problematiek.

zonder daarbij een deel van de zeggenschap in de vennootschap te verliezen (Van Hootegem et al., 2020). De versoepeling van de regels rond de aandelen zonder stemrecht maakt dat er een loskoppeling kan gebeuren tussen de vermogens- en stemrechten (Van Hootegem et al., 2020). Nog niet alle neuzen wijzen hierin in dezelfde richting omdat aan aandelen zonder stemrecht toch nog net andere rechten verbonden zijn dan aan winstbewijzen (Theyskens, 2020).

6.2.1. Inzoomend perspectief: Stemrechtbedeling in de venture capital industrie

De doorgevoerde wijzigingen in het WVV over de stemrechtentoekenning aan aandelen, en de klassen die daaruit voortkomen, bieden opportuniteiten voor een VC. Daar waar de oprichters hun gewone aandelen behouden, zullen VC's in de vennootschap instappen in ruil voor preferente aandelen (Broadwin, 2004; Broughman & Fried, 2012; Caselli, 2018; Lesser & Johnson, 2003; Weyens, 2020).

Nu de BV de gelegenheid biedt om met klasse van aandelen te werken, kan de VC andere (stem)regels tot stand brengen om zich meer te kunnen beschermen tegen verwatering (Weyens, 2020). Vooralsnog is er de mogelijkheid om alle stemrechten te verbinden aan één aandeel dat toebehoort aan de VC (Van Hootegem et al., 2020). Zo extreem hoeft zelfs niet, het volstaat voor de VC dat hij met een minderheid toch de meerderheid van de stemrechten heeft (Theyskens, 2020).

Tevens zou de invoering van het, onbeperkt toepasbare (Vos, 2020), meervoudig stemrecht in een VC-start-up context zijn nut kunnen bewijzen om de controlerechten van de oprichters te verankeren (Goldschmidt, 2018; Dessers, 2020). Zo bevinden ze zich in een positie waarbij ze niet moeten inboeten in de toewijzing van grote aandelenparticipaties aan investeerders. Deze laatste behouden dan toch de kans op een hoog rendement (Goldschmidt, 2018).

Hoogstwaarschijnlijk blijft dit een theoretische utopie. Externe kapitaalverschaffers zullen in de realiteit niet willen meestappen, met hun investeringssom, in een verhaal waarbij een partij bijvoorbeeld 10% van de aandelen heeft en 54% van de stemrechten. Hypothetisch zou het kunnen als de start-up immens populair is, zodat de vraag om te investeren het aanbod aanzienlijk overtreft. Het is nog wachten op een case uit de praktijk of deze hypothese voor waar kan worden aangenomen (Dessers, 2020).

De introductie van het meervoudig stemrecht vraagt evenwel de nodige alertheid. Doordat een controlerende aandeelhouder niet meer moet opdraaien voor de volledige financiële gevolgen verbonden aan de beslissing die hij wel heeft doorgedruwd, komt hij in de verleiding om te doen wat hem begeert ten koste van de vennootschap (Goldschmidt, 2018). Aan de venture capital kant wordt het meervoudig stemrecht ook eerder als (voorlopig) overbodig geacht omdat het mechanisme van vetorechten aan hetzelfde tegemoetkomt, namelijk met een minderheidspositie toch kunnen wegen op de besluitvorming van de vennootschap (Goldschmidt, 2018; Theyskens & Weyens, 2020).

6.3. Wijzigende regelgeving omtrent het voorkeurrecht

In het vorige hoofdstuk werd reeds breedvoerig uiteengezet hoe het voorkeurrecht onder het nieuwe recht een andere invulling krijgt. Die heuse nieuwigheid wordt zeer lichtelijk getemperd door een afschaffing van de rechtsregel vervat in het oude art. 594 W.Venn. Dit artikel handelde over het zogenaamde herleidbare voorkeurrecht. De schrapping van deze regel is een beperking op de beslissingen die door het bestuursorgaan kunnen gemaakt worden. Zij kunnen bij niet-genoteerde vennootschappen niet meer besluiten om niet-uitgeoefende voorkeurrechten te laten toekomen aan personen die in een tweede ronde hun voorkeurrecht al uitoefenden (De Wulf, 2018).

Om de complexiteit niet nog verder te drijven, laat de wetgever ook een aantal regels onaangeroerd. Van oudsher is er geen voorkeurrecht bij een inbreng in natura. Het nieuwe wetboek beslecht het synthetisch voorkeurrecht niet, maar faciliteert het evenmin. Deze term werd geplakt op de praktijk die eerst het voorkeurrecht formeel uitsloot om daarna toch contractueel een soort van voorkeurrecht in te voeren (De Wulf, 2018).

In het WVV staan ook enkele vernieuwingen die voor een wijziging zorgen rond het concept van de beperking of opheffing van het voorkeurrecht. Een opheffing kan geschieden met een 3/4^{de} meerderheid in de algemene vergadering, geregeld in art. 5:130, §3 WVV, (Coppens & Jorens, 2018; Dessers, 2020; Hauwaert, 2019; Michiels, 2007) of door de raad van bestuur met machtiging en binnen het toegestaan kapitaal²⁴, geregeld in art. 5:135 en 5:137 WVV (Dessers, 2020; Hauwaert, 2019; Michiels, 2007). De redenen tot opheffing of beperking, evenals de gevolgen, worden, conform de daar beschreven formaliteiten, opgenomen in het art. 5:121-122 WVV vernoemde uitgifteverslag (Hauwaert, 2019).

VC's kunnen hun voorkeurrecht beperkt of opgeheven zien als ze niet over een blokkeringsminderheid beschikken (i.e. minder dan 25% van het kapitaal) (Coppens & Jorens, 2018). Daarom dat zij er baat bij hebben om in de onderhandelingsfase te vorderen dat hun voorkeurrecht niet zonder hun toelating kan worden opgeheven (Dessers, 2020; Michiels, 2007).

De wijzigingen doen ter zake vermits het WVV de beperking van het voorkeurrecht, die eerder alleen gelde in de NV, uitbreidt naar de BV (Coppens & Jorens, 2018). Deze werken door op de inschrijvingsrechten, meer bepaald op het belangrijk anti-dilutie instrument verscholen in de warrant. Bestaande aandeelhouders, waarvan het niet de intentie is dat zij inschrijvingsrechten verwerven, moeten afstand doen van hun voorkeurrecht (Michiels, 2007) om in te schrijven op zowel de uitgifte van deze inschrijvingsrechten als de aandelen die later door de uitoefening van deze inschrijvingsrechten worden uitgegeven. Dit geeft VC's zekerheid dat ze beslist kunnen intekenen op de inschrijvingsrechten (Weyens, 2020). De bestaande aandeelhouder kan dit nu zelf doordat het WVV bij de BV voorziet in de mogelijkheid om individueel te verzaken aan het voorkeurrecht (Coppens & Jorens, 2018). In de Belgische rechtsleer was dit al de meest gangbare praktijk (Michiels, 2007).

²⁴ De algemene vergadering kan aan de raad van bestuur via het toegestaan kapitaal de bevoegdheid delegeren om het kapitaal te verhogen of effecten uit te geven (De Backere, 2015; Vos, 2020; Samyn & Stollenwerck, 2019). Een belangrijke kanttekening is dat de techniek niet mag aangewend worden om nieuwe soorten effecten of aandelen met meervoudig stemrecht uit te geven (art. 5:136, 2° WVV). Het bestuur zou daarmee de verhoudingen tussen aandeelhouders kunnen scheef trekken (De Wulf, 2018).

Een eerste wijziging is de nieuwe definitie van 'personeel' in art. 1:27 WVV, dewelke enkel geldt voor de boeken omtrent de BV en de hier niet ter zake doende NV. Uit deze definitie volgt dat ook bestuurders en personen gebonden door een managementovereenkomst²⁵, en niet enkel de werknemers, onder de regeling vallen (De Wulf, 2018; Van Hootegem et al., 2020). Bijgevolg kunnen bestuurders nu een looptijd van tien jaar genieten voor hun inschrijvingsrechten in plaats van de wettelijke beperking van 5 jaar, behoudens de unanieme verzaking van het voorkeurrecht door alle aandeelhouders (art. 5:57 jo. 5:58 WVV) (Van Hootegem et al., 2020). Ten spijt, valt de VC nog steeds buiten de definitie van personeel en moet hij het stellen met een duurtijd van vijf jaar voor zijn anti-dilutiewarrants. Doordat de investeringshorizon van een VC meestal rond het dubbele van die duurtijd ligt (Duran & Farres, 2018), schiet de termijn tekort qua bescherming. Dit kan mogelijks belet worden door de uitgifte van de warrants op te schuiven naar het tijdstip waarop er een dreiging is van dilutie en dit analoog in het contract te vermelden (Coppens & Jorens, 2018, Michiels, 2007).

Verder is er de afschaffing van de regel om een juiste (minimum)prijs vast te leggen (De Wulf, 2018; Maresceau et al., 2018). Afgezien van de verdienstelijke bedoeling om verwatering door aanbidding van nieuwe aandelen tegen een te lage prijs te voorkomen, zorgde het voorschrift voor onduidelijkheden bij investeerders. Deze werden zo zelfs soms weerhouden om in te tekenen op een uitgifte. De afschaffing doet evenwel geen afbreuk aan de verplichting om een correcte uitgifteprijs te vermelden in een uitgifteverslag²⁶.

Een laatste aanpassing gaat over de verduidelijking dat als men de procedure voor het opheffen van het voorkeurrecht wil vermijden, men dit slechts kan als er unaniem, onder alle aandeelhouders, afstand wordt gedaan van het voorkeurrecht op het moment van de algemene vergadering (De Wulf, 2018).

Niet enkel kijkend naar het voorkeurrecht op zich, maar ook naar de rechtsregels er rond, kunnen aandeelhouders zichzelf mogelijks indekken tegen verwatering. Het besluit om binnen een soort over te gaan tot extra uitgifte, vereist steeds de naleving van de aanwezigheids- en meerderheidsvereisten zoals bij een statutenwijziging (Delvoie & Declercq, 2019; Theyskens & Monard, 2019; Van Hootegem et al., 2020). Houders van de ene soort (E) aandelen kunnen zo de uitgifte van een andere soort (G) beletten. Zoals ondertussen geweten, zorgt een uitgifte van aandelen met gunstigere rechten voor nieuwe aandeelhouders voor verwatering van de bestaande aandeelhouders. Bestaande aandeelhouders zouden met de zojuist beschreven optie dus een stok achter de deur kunnen hebben om hen te vrijwaren van dilutie. Desalniettemin steekt het nu per soort werkende voorkeurrecht daar een stokje voor. De houders van E-aandelen kunnen bij een positieve stemming door de meerderheid voor een uitgifte van G-aandelen, niet naar verhouding intekenen op deze G-aandelen. Bovendien heeft de onderneming nog een achterpoortje dat hen toelaat om het de aandeelhouders die een statutenwijziging willen blokkeren, lastig te maken. Geleid door de toekenning van een meervoudig stemrecht aan tactisch gekozen aandeelhouders, kan de meerderheidsvereiste sneller worden bereikt (Theyskens & Monard, 2019).

²⁵ Het betreft een overeenkomst met tot voorwerp leidinggevende taken (De Wulf, 2018).

²⁶ zie supra '6.1. Bijkomende regelgeving omtrent de verslagformaliteiten'

6.4. Omgang met regelgeving

Veranderingen zijn inherent aan het rechtssysteem. De vernieuwing naar het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen was een klepper van formaat en zette ongetwijfeld aan tot heel wat zenuwachtig getrappel. Juristen duiken dan even opnieuw in de boeken om in kaart te brengen wat er veranderd en wat er mogelijk is met het nieuwe kader (Theyskens, 2020). De invoering van het WVV is nog maar van een zeer recent verleden, wat maakt dat het overwegend nog bij boekenwijsheid blijft en er nog niet veel praktijkervaringen zijn (Weyens, 2020). De toekomst zal nog voor uitwijzing moeten zorgen (Van Hootegem et al., 2020; Theyskens, 2020).

Niemand betwist dat de hervorming nodig was. De onbeperkte flexibiliteit in de BV kwam als geroepen. In de vroegere BVBA kon er niet gespeeld worden met stem- en/of vermogensrechten verbonden aan aandelen. Met die rigiditeit kan ze een start-up gefinancierd met venture capital niet optimaal dienen (Vos, 2020). De wetgever heeft de beoogde vrijheid dus waargemaakt en creëert zo mogelijkheden tot eenvoud en lagere transactiekosten in de VC-markt (Theyskens & Vos, 2020).

Voor het detail dat anti-dilutie uitmaakt in de nieuwe wetgeving brengt het niet veel nieuws onder de zon. Dit kan geduid worden doordat alles wat vroeger onder het oude wetboek kon, nog steeds kan, weliswaar soms onder iets andere contractuele gedaanten (Dessers, Vos & Weyens, 2020). Met het nieuwe wetboek is er niet één nieuwe effect of instrument gekomen die de ultieme bescherming biedt tegen dilutie (Theyskens, 2020). De beschermingsinstrumenten blijven een reflectie van wat er tussen partijen (contractueel) wordt onderhandeld (Dessers, Theyskens & Vos, 2020). Het recht kan daar, bij wijze van spreken, geen woord tussenkrijgen omdat het vaak manieren van onderhandelen zijn die de partijen voor lange tijd gewend zijn. Het gewoontedier in de mens, om vast te houden aan werkzaamheden uit het verleden, komt dan naar boven. Elke partij, al is het nu oprichter of VC-investeringsmanager, blijft hangen in het oude denk- en handelwijzen en benut niet meteen de mogelijkheden die ontworpen werden (Bogaert, Vos & Weyens, 2020).

Hoofdstuk 7: Conclusie

De overschakeling naar het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen op 1 mei 2019 was een niet te missen kans om een explorerende masterproef te doen die ingaat op de effecten hiervan voor venture capital gefinancierde start-ups en de problematiek van dilutie. Klaarblijkelijk is dilutie of verwatering een zeer ruim én context gebonden begrip. Er is gebleken dat de opvatting van de actoren over dilutie anders is naargelang de functies die zij innemen in het economische beroep: bedrijfseconomische financiering of vennootschapsrecht. Het valt niet te betwisten dat dilutie stevast een invloed heeft op de keuzes die de actoren, hier oprichters van start-ups en VC's, maken.

Merkbaar kan dilutie niet los gezien worden van de agency theorie en de door eigenbelang doordrongen informatie-asymmetrie die daaruit voortspuit.

Er werd bewezen dat het verlies van controle, gemeten door een daling van het eigendomspercentage, door procentuele dilutie gezien wordt als een bedreiging. Economische actoren nemen dit, nu eens vanuit een zelf bevoordelende gedachte en dan eens vanuit beschermingsoverwegingen, mee in hun achterhoofd bij het nemen van beslissingen.

Het zichzelf toe-eigenen of behouden van zo veel mogelijk voordelen vergt een bepaalde machtspositie. De bevindingen uit de literatuur samengenomen kunnen actoren zich hiervan verzekeren door het aandeelhouderschap voornamelijk bij zichzelf te concentreren en de rest te verspreiden over meerdere belangrijke aandeelhouders, wat gelijkgesteld kan worden met een opzettelijke eigendomsverwatering. De mate waarin dit kan worden verwezenlijkt, hangt af van het aan-of afwezig zijn van achterpoortjes in de regulatie.

Financieel komt de bekommernis om winstdilutie er nog eens bij, al zal een consideratie rond controledilutie overwegend de doorslag geven voor de keuze over hoe start-ups zich gaan financieren. Ondanks hun preferentie voor een maximale instandhouding van hun zeggenschap, wordt er meermaals toch niet zo veel gewicht gehangen aan het behouden van controlerechten. Meer steunend op emotionele overwegingen en gelimiteerd door financieringsbarrières, kan de wijze waarop start-ups zich financieren in een voor hen unieke Pecking Order gegoten worden. Bij het opstarten van een onderneming is het inbrengen van eigen spaargeld zo goed als onontbeerlijk. De daaropvolgende financieringshiërarchie start en eindigt met informele financiering. Daartussen opteren start-ups eerst, analoog aan de algemene Pecking Order, voor intern eigen vermogen. Afwijkend verkiezen ze daarna extern eigen vermogen boven schulden en vullen ze eventueel aan met bootstrap financiering. Binnen het extern eigen vermogen wenden ze zich regelmatig tot VC's. De indicatie van mindere importantie die start-ups hangen aan dilutie maakt hen, bovenop hun kenmerken van kleine schaal, hoge groeisnelheid en ontbreken van dividenduitkeringen, nog gevoeliger voor het ervaren van verwatering. Ze moeten zich dus wel beschermen tegen dilutie willen ze het hoofd boven water houden.

De partij aan de andere kant van de onderhandelingstafel omtrent financiering, de VC, is evenzeer bezorgd om dilutie, al wordt het gecatalogiseerd onder de noemer van down-round. Opvallend is dat het irrelevant is of het nu gaat om een inside- of outside-round. Wel opmerkelijk is dat de macht tot dilueren of niet overhelt naar de VC's, met uitzondering van adviesdilutie dat zich meer buiten hun beïnvloedingssfeer situeert. Hun grotere kansen om te streven naar autoriteit komen weer naar boven in de anti-dilutiebescherming waar ze over meer instrumenten beschikken ter verwerping van

verwatering. De voorziening van anti-dilutiemechanismen tussen de partijen komt tot stand met samenwerking van het vennootschapsrechtelijke domein.

In het vennootschapsrechtelijke perspectief komt het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen in het spel. De progressieve wervelwind van het WVV die door sommige aspecten van het vennootschapsrecht raasde, zoefde niet meteen door de anti-dilutieregelgeving. Het WVV kwam zeker niet met één gepolijste oplossing die bestempeld kan worden als hét nieuwe anti-dilutiemechanisme voor start-ups die meer voor een Besloten Vennootschap kiezen. Het speerpunt van flexibiliteit lijkt in de detailwetgeving over verwatering overbodig door de eigenzinnige honkvastheid aan gewoontes, dewelke het nieuwe recht niet uitsluit. VC's maken gretig gebruik van vetorechten en zien anti-dilutiebescherming als een noodzakelijk element dat als automatisch in een contract wordt ingeschreven. Al bij al zorgt hun gunstigere machtspositie er toch voor dat ze de bescherming van hun kant kunnen opdrijven.

De wijzigingen van het WVV vallen de oprichters zwaarder door de bijkomende formaliteiten waarmee ze worden geconfronteerd. Voor wat betreft de voordelen, te vinden in het meervoudig stemrecht en de beperking van het voorkeurrecht, die het WVV mogelijks kan bieden voor de verankering van controlerechten is er niet meteen een partij aan te wijzen die meer profijt kan trekken. Al valt te verwachten dat de VC ook daar een streepje voor heeft. Uiteindelijk is het toch de onderhandeling tussen partijen die doorslaggevend zal zijn in anti-dilutietechnieken en die de eigenbelang handelingen van de VC een halt toeroepen.

Op basis van bovenstaande kan er een bondig antwoord geformuleerd worden op de centrale onderzoeksvraag. Verwatering is een niet te weerhouden fenomeen: er moet in het merendeel van de gevallen vrede mee genomen worden. De invoering van het WVV verandert daar tot nog toe niets aan. De anti-dilutie instrumenten die voorheen gebruikt werden, spannen nog steeds de kroon, met op kop de inschrijvingsrechten²⁷ en bijhorende weighted average ratchet conversieformules. Waar dit eertijds enkel kon in een NV, heeft de wetgever dit opengetrokken naar de BV. Een toekomstige wissel naar het gebruik van converteerbare aandelen is wel denkbaar. De praktijk lijkt hier nog wat tijd nodig te hebben om echt te kunnen weten wat de gevolgen zijn van nieuwe vennootschapswetgeving op de anti-dilutiepraktijken van financieringspartijen van een start-up.

²⁷ Hoewel de verwachting is dat de oude term van anti-dilutiewarrant nog even de meest gebruikte woordkeuze zal blijven.

Hoofdstuk 8: Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Meerdere geïnterviewden en andere contactpersonen gaven aan dat het nog te vroeg was om de onmiddellijke gevolgen van de invoering van het nieuwe Wetboek Vennootschappen en Verenigingen te kunnen bestuderen. Dit geldt voor het wetboek in zijn geheel, laat staan dat er al veel praktische aanknopingspunten zijn voor het specifieke geval van anti-dilutie instrumenten. Mensen uit de praktijk vinden de bepalingen bovendien zelf complex en moeilijk om verstaanbaar over te brengen naar leken (Bogaert & Vos, 2020). Dat blijkt ook uit de moeilijke bewoordingen en zinsconstructies gebruikt in bijlage 7. De moeilijke bevatting en het lastige begrijpen die Wornoff & Rosen (2005) destijds aanhaalde is nog steeds aan de orde. Deze complexiteit samen met het missen van een juridische onderzoeksachtergrond beperkte de analyse van de literatuur en empirische studie.

De resultaten uit deze masterproef moeten beslist gekaderd worden in de Covid-19 omstandigheden, die toch wel een begrenzing vormen op de onderzoekskwaliteit. Ondanks een breedvoerig, vooraf en vooruitziende literatuurverzameling in de rechts- en universiteitsbibliotheken, bemoeilijkte de sluiting het bekomen van, voornamelijk minder online toegankelijke rechterlijke, literatuur.

De overschakeling naar communicatie via digitale kanalen maakte het interpreteren van uitspraken en lichaamstaal nog moeilijker, wat kan zorgen voor interviewervertekening (Saunders et al., 2015). In de transcripties van de interviews zijn deze zaken niet optimaal opgenomen kunnen worden. Deze vertekening komt bovenop de respondentbias die uiterst waarschijnlijk aanwezig kan zijn in interviews. De respondenten geven mogelijk een onvolledig beeld door de sociaal wenselijke rol die ze willen opvoeren (Baarda & van der Hulst, 2017; Saunders et al., 2015).

Het complexe en dynamische karakter van het onderzoeksonderwerp, doelend op de momentopname die de interviews weerspiegelde in een situatie die zeker nog onderhevig gaat zijn aan veranderingen, en de hieruit volgende keuze voor flexibele interviewtechnieken maken dat het onderzoek niet herhaalbaar is (Marshall & Rossman, 2014; Saunders et al., 2015). De kwalitatieve aard van het onderzoek en de afname van interviews op kleine schaal verhindert daarenboven generalisatie naar andere omgevingen (Thomas & Magilvy, 2011; Saunders et al., 2015).

Een laatste beperking die in de masterproef is geslopen heeft betrekking op de Amerikaanse literatuur die meermaals als referentie werd onderzocht. De venture capital industrie is daar zeer sterk ontwikkeld in vergelijking met België, waardoor bevindingen niet zomaar in de Belgische context kunnen worden aangenomen. Dit onvermogen tot generaliseren kan doorgetrokken worden naar andere buitenlandse bronnen die zich toespitste op (regelgeving in) specifieke landen.

Om de robuustheid van de conclusies die in deze masterproef naar boven zijn gekomen verder te testen en uit te breiden is vervolgonderzoek in andere onderzoeksituaties aangewezen. Het onderzoek van de gevolgen van de omschakeling naar het nieuwe recht in het WVV staat nog in zijn kinderschoenen en vereisen nog *trial-and-error* praktijken (Bogaert, 2020). Evenzo zijn er nog veel groeimogelijkheden in de VC-industrie in België (Coppens & Jorens, 2018). Een onderzoeksweg ligt hier in het nagaan of het WVV echt een verbetering biedt voor het investeringsklimaat en daarmee de VC-industrie een duwtje in de rug geeft. De naar voren geschoven evolutie van het toenemend gebruik van converteerbare aandelen (Dessers, 2020) kan in dit opzicht zeker al verder worden onderzocht.

In het empirische luik van deze scriptie werd er informatie ingewonnen over de dilutie waarmee VC's en start-ups te maken krijgen als er zich een down-round voordoet. De andere besproken vormen van dilutie, met name adviesdilutie en verwatering uit inside rounds, werden hier niet in de praktijk afgetoetst en vormen zo een potentieel focuspunt voor de toekomst.

In het derde hoofdstuk werd er met schuldverwatering, zonder er al te diep op in te gaan, even buiten de onderzoeksgroep van VC's en start-ups getreden. Een vervolgonderzoek over de bank als financieringspartij bij start-ups en hun ervaringen met deze dilutievorm is misschien interessant.

Eenzelfde buitentreding is mogelijk bij de respondenten. De mening van de juristen en rechtsgeleerden is nu wel gehoord, maar ongetwijfeld heeft de fiscus ook zijn zegje. Tevens zou het interessant zijn om de opinie te weten van personen waarvan het WVV niet meteen tot de vakkennis behoort, maar die er wel van zeer dichtbij worden mee geconfronteerd. Denkend vanuit deze masterproef, kan er dan onmiddellijk gedacht worden aan de zakenmensen achter de start-ups (Bogaert, 2020).

De beperking van de gebruikte buitenlandse literatuur levert ook aanzet tot verder onderzoek. Uit de masterproef is gebleken dat een ander economisch perspectief, met name boekhoudkundig of anders gezegd de link tussen dilutie en accountancy, nog miniem wordt belicht in de literatuur. Uitermate interessant is dan bijvoorbeeld om het onderzoek van Waweru et al. (2011) over de relatie tussen verwatering en het boekhoudbeleid te reproduceren in een Europese of Belgische context.

Referenties

- Adler, B. E., & Ayres, I. (2001). A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy. *The Yale Law Journal*, 111(1), 83-150.
- Agliardi, E., Agliardi, R., & Spanjers, W. (2016). Corporate financing decisions under ambiguity: Pecking order and liquidity policy implications. *Journal of Business Research*, 69(12), 6012-6020.
- Akono, H. (2018). Managerial equity incentives and anti-dilutive convertible debt decisions. *Review of Accounting and Finance*, 17(3), 341-358. doi:10.1108/RAF-12-2016-0201
- Aleman, L. (2018). Valuation of new ventures. In *Entrepreneurial Finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Aleman, L., & Andreoli, J. J. (2018). Introduction to entrepreneurial finance. In *Entrepreneurial Finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Andreoli, J. J. (2018). Early sources of funding: incubators, accelerators and crowdfunding. In *Entrepreneurial Finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *Journal of Small Business Finance*, 1, 3.
- Atherton, A. (2009). Rational Actors, Knowledgeable Agents: Extending Pecking Order Considerations of New Venture Financing to Incorporate Founder Experience, Knowledge and Networks. *International Small Business Journal*, 27(4), 470-495.
- Autore, D. M., & Kovacs, T. (2010). Equity issues and temporal variation in information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 12-23.
- Baarda, B., & van der Hulst, M. (2017). *Basisboek Interwewen: Handleiding voor het voorbereiden en afnemen van interviews* (Vol. 4). Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Bajo, E., & Barbi, M. (2010). The risk-shifting effect and the value of a warrant. *Quantitative Finance*, 10(10), 1203-1213. doi:10.1080/14697680902953841
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 33(4), 103-132.
- Bartlett, R. P. (2003). Understanding price-based antidilution protection: Five principles to apply when negotiating a down-round financing. *The Business Lawyer*, 59(1), 23-42.
- Bascha, A., & Walz, U. (2001). Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 285-306.
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *The Journal of the Financial Management Association*, 18(1), 26-35. doi:10.2307/3665695
- Bauguess, S. W., Slovin, M. B., & Sushka, M. E. (2012). Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1244-1253.
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Beck, T. (2003). Law and Finance: why does legal origin matter? *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 653-675.
- Bengtsson, O., & Sensoy, B. A. (2015). Changing the Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital Contracts. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 50(3), 349-375. doi:10.1017/S0022109015000137
- Bennedson, M., & Wolfenzon, D. (2000). The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 113-139.
- Bens, D. A., Nagar, V., Skinner, D. J., & Wong, F. (2003). Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 51-90.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 613-673.
- Berggren, B., Olofsson, C., & Silver, L. (2000). Control aversion and the search for external financing in Swedish SMEs. *Small Business Economics*, 15(3), 233-242.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). Financial distress, managerial incentives, and information. In *Corporate finance* (4 ed.). England: Pearson Education Limited.
- Bernard, R. (2012). *Social research methods: Qualitative and quantitative approaches*. California: SAGE Publications.
- Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). Information Asymmetry and Financing Decisions. *International Review of Finance*, 11(1), 123-154.
- Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Guojun, W. (2009). Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? *Review of Financial Studies*, 22(8), 3211-3243. doi:10.1093/rfs/hhn076
- Bijnsens, G., & Konings, J. (2018). Declining business dynamism in Belgium. *Small Business Economics*.
- Binks, M. R., & Ennew, C. T. (1996). Growing Firms and the Credit Constraint. *Small Business Economics*, 8(1), 17-25. doi:10.1007/BF00391972
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2018). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics*, 50, 239-250.
- Boschma, H., Lennarts, L., & Schutte-Veenstra, H. (2020). Het nieuwe Belgische vennootschapsrecht door de ogen van de Noorderburen. *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap*, 4, 359-391.

- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2009). What is the role of legal systems in financial intermediation? Theory and evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 18(4), 559-598.
- Braeckmans, H., & Houben, R. (2019). *Het nieuwe Wetboek van vennootschappen en verenigingen: Frisse wind of storm op zee*. Antwerpen: Intersentia.
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). Venture capital syndication: Improved venture selection vs. value-added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- Brav, A., Graham, J. R., Campbell, R. H., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Broadwin, D. A. (2004). An Introduction To Antidilution Provisions (Part 1). *Practical Lawyer*, 50(3), 27-38.
- Broughman, B. J., & Fried, J. M. (2012). Do VC's use inside rounds to dilute founders? Some evidence from Silicon Valley. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1104-1120.
- Brounen, D., de Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- Brown, J. R., Cookson, J. A., & Heimer, R. Z. (2017). Law and Finance Matter: Lessons from Externally Imposed Courts. *Review of Financial Studies*, 30(3), 1019-1051. doi:10.1093/rfs/hhw030
- Brown, S., Dutordoir, M., Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. (2019). What is the role of institutional investors in corporate capital structure decisions? A survey analysis. *Journal of Corporate Finance*, 58, 270-286.
- Bruloot, D., & Culot, H. (2018). De kapitaalozze BV. In *Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen*. België: Lancier.
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1-31.
- Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Capital Market Imperfections, High-tech Investment, and New Equity Financing. *The Economic Journal*, 112(447), 54-72.
- Caselli, S. (2018). The term sheet and negotiating with investors. In *Entrepreneurial Finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Cassar, G. (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261-283.
- Choi, D., Getmansky, M., Henderson, B., & Tookes, H. (2010). Convertible Bond Arbitrageurs as Suppliers of Capital. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2492-2522. doi:10.1093/rfs/hhq003
- Colombelli, A., Krafft, J., & Vivarelli, M. (2016). To be born is not enough: the key role of innovative start-ups. *Small Business Economics*, 47(2), 277-291.
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2007). Funding Gaps? Access To Bank Loans By High-Tech Start-Ups. *Small Business Economics*, 29(1-2), 25-46.
- Coppens, R., & Jorens, F. (2018). Anti-dilutiebescherming in venture capital: zin en onzin. *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap*(3), 155-176.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Kothari, S. P. (2002). The Economic Dilution of Employee Stock Options: Diluted EPS for Valuation and Financial Reporting. *Accounting Review*, 77(3), 627-652. doi:10.2308/accr.2002.77.3.627
- Cosh, A., Cumming, D., & Hughes, A. (2009). Outside Entrepreneurial Capital. *The Economic Journal*, 119(540), 1494-1533.
- Creswell, J. W. (2003). *Research design: qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. California: Thousand Oaks.
- Cumming, D. (2008). Contracts and Exits in Venture Capital Finance. *Review of Financial Studies*, 21(5), 1948-1982. doi:10.1093/rfs/hhn072
- De Backere, C. (2015). Artikelsgewijze commentaren bij artikel 603-604 W.Venn. (toegestaan kapitaal).
- De Ceulaer, N. (2018). *What the Fund? Een handboek over funding van scale-ups en groeibedrijven*. België: Die Keure
- De Lembre, E., Mannekens, M., & Van de Velde, L. (2019). Algemeen aanvaarde boekhoudbeginselen en rapporteringsstandaarden. In *Hankboek boekhouden*. Antwerpen-Cambridge: Intersentia.
- De Wulf, H. (2018). Uitgifte en overdracht van aandelen bij BV en NV. In *Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen*. België: Lancier.
- DeFusco, R. A., Zorn, T. S., & Johnson, R. R. (1991). The Association Between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making. *FM: The Journal of the Financial Management Association*, 20(1), 36-43. doi:10.2307/3666095
- Dejardin, M. (2011). Linking net entry to regional economic growth. *Small Business Economics*, 36(4), 443-460.
- Delvoie, J., & Declercq, S. (2019). De invoering van het meervoudig stemrecht en loyaleitsstemrecht in bestaande vennootschappen. *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap*(2), 129-149.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- Donelli, M., Larrain, B., & Francisco Urzúa, I. (2013). Ownership Dynamics with Large Shareholders: An Empirical Analysis. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 48(2), 579-609. doi:10.1017/S0022109013000173
- Dravis, B. (2019). Dilution, Disclosure, Equity Compensation, and Buybacks. *The Business Lawyer*, 74(3), 631-655.
- Duran, J., & Farres, O. (2018). Venture capital, private equity and corporate venture capital. In *Entrepreneurial finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private Benefits of Control: An international Comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Elson, C. M., Ferrere, C. K., & Goossen, N. J. (2015). The Bug At Volkswagen: Lessons in Co-Determination, Ownership, and Board Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(4).

- Elston, J. A., & Audretsch, D. B. (2010). Risk attitudes, wealth and sources of entrepreneurial start-up capital. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76(1), 82-89.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics*, 76(3), 549-582.
- Faulkender, M., & Petersen, M. A. (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *Review of Financial Studies*, 19(1), 45-79. doi:10.1093/rfs/hhj003
- Floros, I. V., & Sapp, T. R. A. (2012). Why do firms issue private equity repeatedly? On the motives and information content of multiple PIPE offerings. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3469-3481.
- Foley, C. F., & Greenwood, R. (2010). The Evolution of Corporate Ownership after IPO: The Impact of Investor Protection. *Review of Financial Studies*, 23(3), 1231-1260. doi:10.1093/rfs/hhp069
- Fowowe, B. (2014). Law and Finance Revisited: Evidence from African Countries. *South African Journal of Economics*, 82(2), 193-208.
- François, A., & Hellemans, F. (2018). Shaken, not stirred? Een eerste analyse van de definities, de basisbeginselen en de structuur van het nieuwe Wetboek van vennootschappen en verenigingen. In *Het ontwerp wetboek van vennootschappen en verenigingen*. België: Lancier.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Froot, K. A., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1994). A Framework for Risk Management. *Harvard Business Review*.
- Fulghieri, P., & Lukin, D. (2001). Information production, dilution costs, and optimal security design. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 3-42.
- Fusch, P., & Ness, L. (2015). Are We There Yet? Data Saturation in Qualitative Research. *The Qualitative Report*, 20(9), 1408-1416.
- Gaud, P., Hoesli, M., & Bender, A. (2007). Debt-equity choice in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 16(3), 201-222.
- Gerner-Beuerle, C. (2017). Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913. *Modern Law Review*, 80(2), 263-298.
- Gilson, R. J., & Gordon, J. N. (2003). Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, 152(2), 785-843.
- Goldschmidt, E. (2018). Het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen. Wat verandert er voor aandeelhouders? *Actua Leges*, 29.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Gregoriou, G. N., Kooli, M., & Kraeusl, R. (2006). *Venture capital in Europe*.
- Grichnik, D., Antretter, T., & Stoeckel, A. (2018). Deal sourcing and screening. In *Entrepreneurial finance: the art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2000). Industry effects of the determinants of unquoted SMEs' capital structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297-312.
- Harris, O., Madura, J., & Glegg, C. (2010). Do managers make takeover financing decisions that circumvent more effective outside blockholders? *The Quarterly Journal of Economics and Finance*, 50(2), 180-190.
- Hatchondo, J. C., Martinez, L., & Sosa-Padilla, C. (2016). Debt Dilution and Sovereign Default Risk. 124(5), 1383-1422. doi:10.1086/688081
- Hauwaert T., (2019) Inleiding tot het Wetboek van vennootschappen en verenigingen. Limal: *Anthemis*, 11-19
- Hazeu, C. A. (2007). *Institutionele economie: Een optiek op organisatie- en sturingsvraagstukken*. Bussum: Coutinho.
- Hechavarría, D. M., Matthews, C. H., & Reynolds, P. D. (2016). Does start-up financing influence start-up speed? Evidence from the panel study of entrepreneurial dynamics. *Small Business Economics*, 46(1), 137-167.
- Hellemans, F. & Parrein, F., (2018). Themis 105 – Vennootschapsrecht. Brugge: *die Keure/la Charte*, 1-32
- Hellmann, T. (1998). The allocation of control rights in venture capital contracts. *The Rand Journal of Economics*, 29(1), 57-76.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4).
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. (2007). Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- Hogan, T., Hutson, E., & Drnevich, P. (2017). Drivers of External Equity Funding in Small High-Tech Ventures. *Journal of Small Business Management*, 55(2), 236-253.
- Holmes, S., & Kent, P. (1991). An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises. *Journal of Small Business Finance*, 1(2), 141-154.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt–equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Hsu, D. H. (2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Hu, J. W.-S., & Koshoev, A. (2017). Five Factors to Measure P/E Ratio in China. *International Research Journal of Applied Finance*, 8(3), 154-162.
- Huang, R., Marquardt, C., & Zhang, B. (2014). Why do managers avoid EPS dilution? Evidence from debt-equity choice. *Review of Accounting Studies*, 19(2), 877-912. doi:10.1007/s11142-013-9266-3

- Hummel, D., Karcher, B., & Schultz, C. (2013). The financial structure of innovative SMEs in Germany. *Journal of Business Economics*, 83(83), 471-503.
- Humphrey, N. (2004). Venture capital investment trends. *JASSA*(1), 2-6.
- Huson, M. R., Scott, T. W., & Wier, H. A. (2001). Earnings dilution and the explanatory power of earnings for returns. *The Accounting Review*, 76(4), 589-612.
- Jamali, H. R. (2018). Does research using qualitative methods (grounded theory, ethnography, and phenomenology) have more impact? *Library & Information Science Research*, 40(3-4), 201-207.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Kahle, K. M. (2002). When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63(2), 235-261.
- Kamhon, K., & Wei-Der, T. (2006). Entrepreneurship and Risk Aversion. *Small Business Economics*, 26(5), 465-474.
- Kanniainen, V., & Keuschnigg, C. (2004). Start-up investment with scarce venture capital support. *Journal of Banking & Finance*, 28(8), 1935-1959.
- Kaplan, S. N., Martel, F., & Strömberg, P. (2007). How do legal differences and experience affect financial contracts? *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), 273-311.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(243), 281-315.
- Kask, J., & Linton, G. (2013). Business mating: when start-ups get it right. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 26(5), 511-536.
- KB 29 april 2019 betreffende de uitvoering van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (BS 30 april 2019)
- Kjellman, A., & Hansén, S. (1995). Determinants of capital structure: Theory vs. practice. *Scandinavian Journal of Management*, 11(2), 91-102.
- Kletzer, K. M. (1984). Asymmetries of information and LDC borrowing with sovereign risk. *Economic Journal*, 94(374), 287-307. doi:10.2307/2232351
- Kon, Y., & Storey, D. J. (2003). A Theory of Discouraged Borrowers. *Small Business Economics*, 21(1), 37-49.
- Kumar, P., & Ramchand, L. (2008). Takeovers, market monitoring, and international corporate governance. *RAND Journal of Economics (Wiley-Blackwell)*, 39(3), 850-874. doi:10.1111/j.1756-2171.2008.00041.x
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2).
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113. doi:10.1086/250042
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Leary, M. T. (2009). Bank Loan Supply, Lender Choice, and Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 64(3), 1143-1185.
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355.
- Leisen, D. P. J. (2012). Staged venture capital contracting with ratchets and liquidation rights. *Review of Financial Economics*, 21(1), 21-30.
- Lemmon, M., & Roberts, M. R. (2010). The Response of Corporate Financing and Investment to Changes in the Supply of Credit. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 45(3), 555-587. doi:10.1017/S0022109010000256
- Lerner, E. M., & Auster, R. (1969). Does the Market Discount Potential Dilution. *Financial Analysts Journal*, 25(4), 118. doi:10.2469/faj.v25.n4.118
- Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 23(3).
- Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- Lesser, J. L., & Johnson, C. E. (2003). Financing troubled companies: Highly dilutive (down round) financings. *Computer and Internet Lawyer*, 20(1).
- Littenberg, M. R., & Schauder, E. H. (2002). Fiduciary duties and the VC director. *Banking & Financial Services Policy Report*, 21(12).
- Malchow-Møller, N., Schjerning, B., & Sørensen, A. (2011). Entrepreneurship, job creation and wage growth. *Small Business Economics*, 36(1), 15-32.
- Manigart, S. (2007). De rol van venture capital. *Financieel forum: bank- en financiewezen*, 8, 351-362.
- Manigart, S., & Carol, S. (1997). Financing High Technology Startups in Belgium: An Explorative Study. *Small Business Economics*, 9(2), 125-135.
- Manigart, S., & Meuleman, M. (2018). Preparing the financial plan: forecasting. In *Entrepreneurial finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Maresceau, K., Audoore, G.-J., Bruloot, D., & De Wulf, H. (2018). Het nieuwe Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen: een verkennende rondleiding doorheen het gewijzigde landschap. In *De advocaat als generalist: verslagboek permanente vorming* (pp. 95-124): Larcier.
- Marshall, B., Cardon, P., Poddar, A., & Fontenot, R. (2013). Does sample size matter in qualitative research?: A review of qualitative interviews in IS research. *The Journal of Computer Information Systems*, 54(1), 11-22.
- Marshall, C., & Rossman, G. B. (2014). *Designing Qualitative Research*. California: SAGE.

- Mason, C., & Botelho, T. (2018). Early sources of funding: business angels. In *Entrepreneurial Finance: The art and science of growing ventures*. Great Britain: Cambridge University Press.
- Michiels, C. (2007). Private equity - vennootschapsrechtelijke aandachtspunten. Envy ratios, sweet capital en ratchets: mogelijkheden en beperkingen naar Belgisch vennootschapsrecht. In *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht*. Antwerpen: Intersentia.
- Michiels, C. (2007). Private equity – vennootschapsrechtelijke aandachtspunten. In *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht* (pp. 273-333). Morsel: Intersentia.
- Mina, A., Lahr, H., & Hughes, A. (2013). The demand and supply of external finance for innovative firms. *Industrial & Corporate Change*, 22(4), 869-901. doi:10.1093/icc/dtt020
- Mohajan, H. K. (2018). Qualitative Research Methodology in Social Sciences and Related Subjects. *Journal of Economic Development, Environment and People*, 7(1), 23-48.
- Monard, M., & Segers, N. (2018). Het nieuwe vennootschapsrecht is een game-changer: familiebedrijven, start-ups, scale-ups en genoteerde ondernemingen, iedereen wint! [Press release]
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Neill, J. D., & Pfeiffer, G. M. (1999). The effect of potentially dilutive securities on P/Es. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 58-64.
- Nelissen Grade, J.-M. (2018). De overgangsregeling. In *Het ontwerp wetboek vennootschappen en verenigingen*. België: Lancier.
- O'Donoghue, T., & Somerville, J. (2018). Modeling Risk Aversion in Economics. *The Journal of Economic Perspectives*, 32(2), 91-114.
- OESO. (2018). Venture capital investments. Retrieved from <https://doi.org/10.1787/60395228-en>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). Prospective analysis: Valuation theory and concepts. In *Business analysis and valuation*. United Kingdom: Cengage Learning EMEA.
- Pardo, C. (2013). Entrepreneurial risk aversion, net worth effects and real fluctuations. *Review of Financial Economics*, 22(4), 158-168.
- Paul, S., Whittam, G., & Johnston, J. B. (2003). The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital*, 5(4), 313-335. doi:10.1080/1369106032000141931
- Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 14(1), 8-21.
- Pistor, K., Raiser, M., & Gelfer, S. (2000). Law and finance in transition economies. *Economics of Transition*, 8(2), 325. doi:10.1111/1468-0351.00047
- Postel-Vinay, N. (2017). Debt dilution in 1920s America: lighting the fuse of a mortgage crisis. *The Economic History Review*, 70(2), 559-585.
- Poulsen, T. (2013). Corporate control and underinvestment. *Journal of Management & Governance*, 17(1), 131-155.
- Ravid, A. S., & Spiegel, M. (1997). Optimal financial contracts for a start-up with unlimited operating discretion. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3), 269-286.
- Robb, A. M., & Robinson, D. T. (2014). The Capital Structure Decisions of New Firms. *Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179. doi:10.1093/rfs/hhs072
- Root, T., Rozycki, J., & Suh, I. (2014). Share Repurchases and Long-term Dilution: Firm Characteristics and Industry Differences. *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, 52(3/4), 1-52.
- Samyn, B., & Stollenwerck, O. (2019). Het nieuwe vennootschapsrecht. *T. Not.*(6).
- Sánchez-Vidal, J., & Martín-Ugedo, J. F. (2005). Financing preferences of Spanish firms: Evidence on the pecking order theory. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25(4), 341-355.
- Saunders, B., Sim, J., Kingstone, T., Baker, S., Waterfield, J., Bartlam, B., . . . Jinks, C. (2018). Saturation in qualitative research: exploring its conceptualization and operationalization. *Quality & Quantity*, 52(4).
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2015). *Methoden en technieken van onderzoek* (M. Booij, S. Beltman, A. Booy, & A. Borggreve, Trans. Vol. 7). Amsterdam: Pearson.
- Schmidt, K. M. (2003). Convertible Securities and Venture Capital Finance. *Journal of Finance*, 58(3), 1139-1166.
- Schwienbacher, A. (2008). Venture capital investment practices in Europe and the United States. *Financial Markets and Portfolio Management*, 22(3), 195-217.
- Scott, J. I. (1992). EPS Reporting Revisited: An Evaluation of Proposed Changes. *Journal of Applied Business Research*, 8(2).
- Scott, T. W., & Wier, H., A. (2010). The Explanatory power of Canadian Accounting Measures of Earnings Dilution. *Canadian Accounting Perspectives*, 1(1), 7-28.
- Sjögren, H., & Zackrisson, M. (2005). The Search for Competent Capital: Financing of High Technology Small Firms in Sweden and USA. *Venture Capital*, 7(1), 75-97. doi:10.1080/1369106042000335629
- Spender, J.-C. (2014). *Business Strategy: Managing Uncertainty, Opportunity, and Enterprise*. United Kingdom: Oxford University Press.
- Spender, J.-C., Corvello, V., Grimaldi, M., & Rippa, P. (2017). Startups and open innovation: a review of the literature. *European Journal of Innovation Management*, 20(1).
- Sufi, A. (2009). The Real Effects of Debt Certification: Evidence from the Introduction of Bank Loan Ratings. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1659-1691. doi:10.1093/rfs/hhm061
- Theyskens, M., & Monard, M. (2019). Het nieuwe vennootschapsrecht - One size fits all: de BV als nieuwe standaard-vennootschap. *Tijdschrift voor Notarissen*(5), 367-386.

- Thomas, E., & Magilvy, J. K. (2011). Qualitative Rigor or Research Validity in Qualitative Research. *Journal for Specialists in Pediatric Nursing*, 16(2), 151-155.
- Titman, S. (2002). The Modigliani and Miller theorem and the integration of financial markets. *Financial Management*, 31(1), 101-115.
- Tucker, J., & Lean, J. (2003). Small firm finance and public policy. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(1), 50-61.
- UNIZO, Graydon Belgium, & UCM. (2019). *Het KMO-rapport: De financieel-economische gezondheid van de Vlaamse, Brusselse en Waalse KMO in beeld*. Retrieved from <https://graydon.be/downloads/report-het-kmo-rapport-editie-januari-2020>
- Van Baelen, B. & Wyckaert, M., (2018). Themis 105 – Venootschapsrecht. Brugge: *die Keure/la Charte*, 33-60
- Van Hootegem, A.-S., Alliet, P., & Borgers, C. (2020). Verhoogde flexibiliteit in de besloten vennootschap voor de structurering van managementparticipaties. *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht*, 1.
- Vanhees, H. (2019). *Wetboek van vennootschappen en verenigingen*. Antwerpen: Intersentia.
- Vaznyte, E., & Andries, P. (2019). Entrepreneurial orientation and start-ups' external financing. *Journal of Business Venturing*, 34(3), 439-458.
- Vergauwen, J. (2012). Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de "Verwatering" en de Wettelijke Bescherming. *Jura Falconis*, 48(2).
- Vigeland, R. L. (1982). Dilution of Earnings per Share in an Option Pricing Framework. *Accounting Review*, 57(2), 348.
- Viviani, J.-L., Lai, A.-N., & Louhichi, W. (2018). The impact of asymmetric ambiguity on investment and financing decisions. *Economic Modelling*, 69, 169-180.
- Waweru, N. M., Ntui, P. P., & Musa, M. (2011). Determinants of different accounting methods choice in Tanzania. *Journal of Accounting in Emerging Economics*, 1(2), 144-159.
- Wennekers, S., & Thurik, R. (1999). Linking Entrepreneurship and Economic Growth. *Small Business Economics*, 13(1), 27-56.
- Wet van 23 maart 2019 tot invoering van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen en houdende diverse bepalingen (BS 4 april 2019)
- Wetsontwerp tot invoering van het wetboek van vennootschappen en verenigingen en houdende diverse bepalingen, *Parl.St. Kamer 2017-18 nr. 3119/001*
- Wilgenburg, B., Wilgenburg, K., Paisner, K., Deventer, S., & Rooswinkel, R. W. (2019). Mapping the European startup landscape. *Nature Biotechnology*, 37(4), 345-349.
- Wolfs, C., & Thomas, V. (2019). Planning met het nieuwe vennootschapsrecht: toepassing in de praktijk. (4).
- Woronoff, M. A., & Rosen, J. A. (2005). Understanding Anti-dilution Provisions in Convertible Securities. *Fordham Law Review*, 74(1), 129-162.
- Yin, R. K. (2014). *Case study research: design and methods* (Vol. 5). California: Sage.
- Zingales, L. (1994). The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience. *Review of Financial Studies*, 7(1). doi:10.1093/rfs/7.1.125

Bijlagen

Bijlage 1: Interviewleidraad

opmerking:

Vragen in het **blauw** werden toegevoegd naarmate de informatieverzameling, uit literatuur en eerdere interviews, vorderde.

Inleiding

Kan u een korte voorstelling geven van uw expertisegebied?

Invoering WVV

Er wordt gezegd dat de BV de vennootschapsvorm bij uitstek zou worden, zeker voor kleinere en startende ondernemingen, door de flexibiliteit dat er wordt ingevoerd.

- Stemt dit overeen met wat u tot nu toe zag of op basis van uw logisch redeneren naar de toekomst toe?
- Is dit een verandering met vroeger (voor de invoering) vergelijkend dan met de BVBA en de BV? M.a.w. verwacht u dat er meer BV's zullen zijn dan voorheen de BVBA's door de flexibilisering? BVBA stond immers gekend als een vennootschapsvorm dat maar kon handelen binnen een beperkt kader.
- Wat zijn hiervoor de redenen?
vb. kostenbesparing voor start-ups omdat omzetting naar NV niet meer nodig is doordat ook BV converteerbare effecten kan uitgeven
- Ondanks de voorziene flexibiliteit, gaan er stemmen op dat het WVV wel wat complexiteiten brengt voor de bestuurders. Bent u het daarmee eens?
vb. extra formaliteiten bij kapitaalverhoging: omstandig verslag bestuursorgaan, verantwoording uitgifteprijs en gevolgen voor lidmaatschaps- en vermogensrechten

Welke bijkomende mogelijkheden biedt het nieuwe vennootschapsrecht voor de BV die er voorheen nog niet waren?

Gevolgen op gebied van anti-dilutie instrumenten/praktijken

Wat verstaat u onder het begrip dilutie(bescherming)?

Welke anti-dilutie instrumenten biedt het nieuwe recht volgens u? Zijn er instrumenten bijgekomen of juist verdwenen (cfr. afschaffing kapitaal bij BV)?

- Welke instrumenten zijn in welke situatie te gebruiken?
- Komen deze ook in aanmerking voor een start-up? En hebben VC's er dezelfde baat bij?
- Welke anti-dilutie instrumenten zijn volgens u het meest geschikt/meest effectief/meest nuttig voor een start-up? Worden deze dan ook het vaakst gebruikt?

- Waarom blijft of is de warrant (of vandaag inschrijvingsrechten) zo populair? Hoe bieden ze bescherming voor dilutie (o.a. ratchet mechanismen?) Wat is het verschil tussen een anti-dilutie warrant en een founder warrant? Welke artikelen van het nieuwe WVV regelen dit nu (vroeger art. 496 e.v. W. Venn.)?
- Heeft de kapitaallosheid van de BV ervoor gezorgd dat het weinige gebruik van automatisch converteerbare aandelen is veranderd?
- Biedt het WVV meer of minder bescherming voor dilutie?
- Bent u het er mee eens dat de wettelijke anti-dilutiebescherming (voor VC's) in België nogal summier is?
- Zorgt de mogelijkheid dat het bestuursorgaan nu ook gemachtigd is om aandelen uit te geven (art. 5:137 WVV, met beperking tot het toegestaan kapitaal) voor een verandering? Is er misschien meer gevaar op dilutie omdat het zou kunnen zorgen voor meer aandeeluitgiftes?

Wat beveelt u de startende ondernemers aan om te doen, zowel qua vennootschapsvorm als qua contractuele beschermingsmaatregelen inzake dilutie?

- Is anti-dilutiebescherming noodzakelijk? Moet het in elk contract opgenomen worden?
- Hoe wordt een contract met anti-dilutiebepalingen opgesteld?
- Is er een bepaalde machtsverhouding tussen de VC en de start-up oprichter? Het valt te begrijpen dat de VC meer onderhandelingsmacht heeft als het aankomt op clausules opnemen in contracten. Start-ups zijn afhankelijk van hun financieringsnoden.
- Kan de VC zijn wil eerder doordrijven in het onderhandelen van anti-dilutiebepalingen of wordt er ook naar de mening van de oprichter geluisterd?
- Ziet de VC meer macht misschien als een opportuniteit om zichzelf te vrijwaren van verwatering maar zo wel de oprichters meer te verwateren (macht af te snoepen)?
- Wat zijn zoal de zaken waaraan de VC prioriteit stelt om op te nemen in het contract? En hoe zit dit voor de ondernemer, deze staat misschien nogal weigerachtig tegenover anti-dilutieclausules?
- Wat zijn argumenten om clausules juist wel of juist niet op te nemen, zowel perspectief VC als ondernemer?

Zal of heeft de mogelijkheid tot het uitgeven van alle soorten effecten in de BV (toegestaan door art. 5:18 WVV) een grote impact op de contractueel bepaalde anti-dilutiebepalingen?

Is het zo dat men in de praktijk het creëren van soorten zo veel mogelijk wil vermijden?

In het vorige Wetboek van Vennootschappen, bood het voorkeurrecht een ideale bescherming tegen (machts)verwatering of het procentuele aandeelverlies bij kapitaalverhogingen, het wegvallen van het kapitaalbegrip bij de BV maakt dit concept niet meer bruikbaar.

- Welke consequenties brengt dit of bracht dit al met zich mee?
- Hoe wordt het voorkeurrecht nu ingevuld/uitgedrukt?
- Wordt er in de praktijk veel gebruik van gemaakt?
- Hoe zit het met de opheffing van het voorkeurrecht die nu ook in de BV wordt geïntroduceerd (bij follow-on financieringsrondes)? En de mogelijkheid tot het individueel verzaken aan het voorkeurrecht?

De variatie in stemrechten brengt flexibiliteit voor de relatie tussen de start-ups en de VC's in de verschillende kapitaalrondes.

- Uit dit zich ook in de anti-dilutie bepalingen die worden opgesteld?
- Geeft dit de start-ups meer macht in het opzicht van bescherming tegen verwatering?
- Zijn er nog andere opportuniteiten verbonden aan de afwijking van 1 aandeel = 1 stem? *vb. Oprichters langer controle behouden na kapitaalrondes? vetorechten? mogelijkheid tot super voting rights?*
- Wat is het belang of is er een belang van leaver-bepalingen voor wat betreft anti-dilutie? Gaat dit samen met de inkoop van eigen aandelen?

Vooruitblik naar de toekomst

Gezien het zeer nieuwe karakter van het WVV, kan ik me voorstellen dat er nog niet al te veel conclusies kunnen getrokken worden. Toch ben ik benieuwd naar uw visie over de toekomst.

- Welke veranderingen denkt u dat er zich nog zullen voordoen?
- Ziet u of verwacht u bepaalde 'trends'? Dan denk ik aan praktijken die bij veel start-ups zich misschien gaan voordoen?

Heeft u de overgang naar het toepassen van het WVV (en specifiek de nieuwe of gewijzigde anti-dilutie instrumenten) als makkelijk ervaren of merkte u enkele obstakels?

Afronding

Ik dank u nogmaals voor de medewerking. Dan rest mij nog te vragen of u als bron, met naam en faam, wilt vermeld worden of niet?

Bijlage 2: Toestemmingverkrijging

Beste

Graag kom ik even terug op het interview dat ik met u heb afgenomen op .././2020. Uit overleg met mijn promotor, kreeg ik de opdracht om het getranscribeerde interview als bijlage op te nemen in mijn masterthesis. Ik vraag hiervoor uw uitdrukkelijke toestemming. In bijlage vindt u het document zoals ik het zou willen opnemen in mijn masterproef. Als u hieromtrent opmerkingen heeft, hoor ik deze graag en zal daar gegarandeerd rekening mee gehouden worden, met (indien gewenst) de nodige aanpassingen. Indien ik geen antwoord ontvang, ga ik ervan uit dat u stilzwijgend instemt.

Ter herhaling deel ik nog eens mee dat, indien u wenst, ook de verwerking van parafrazen vóór de interne publicatie kan doorgestuurd worden ter nazicht. In dat geval ontvang ik graag een mail van u. Sowieso ontvangt u van mij per mail de digitale eindversie van mijn masterthesis.

Alvast bedankt!

Met vriendelijke groeten
Elien Geraerts

Bijlage 3: Interview Theyskens Max

Er wordt gezegd dat de BV de vennootschapsvorm bij uitstek zou worden, zeker voor kleinere en startende ondernemingen, door de flexibiliteit dat er wordt ingevoerd. Stemt dit overeen met wat u tot nu toe zag of op basis van uw logisch redeneren naar de toekomst toe?

Start-ups worden vaak opgericht als een BV, de vroegere BVBA, omdat het minimumkapitaal daar veel lager was. Dat is gewoon gemakkelijker om op te richten als je nog een vrij early stage start-up bent. Een NV is eigenlijk echt historisch bedoeld voor grote vennootschappen met veel aandeelhouders en echt een internationaal bereik. Dus klassiek, voor startende ondernemingen was een BVBA veel meer aangeraden. Nu eigenlijk nog altijd. Het minimumkapitaal dat wegvalt is superaanlokkelijk voor startende ondernemingen om te starten als een BV, heel laagdrempelig, daar kan je veel mee doen.

Ondanks de voorziene flexibiliteit, gaan er stemmen op dat het WVV wel wat complexiteiten brengt voor de bestuurders. Bent u het daarmee eens?

Ik vind de evolutie goed. Vroeger was het zo dat je enkel een minimumkapitaal moest inleggen. Als ik een BVBA oprichtte, moest ik gewoon 18.600 euro inleggen. Dan zei iedereen: "Ok, minimumkapitaal ligt er, doe maar wat je van plan bent", onafhankelijk van wat ik van plan was. Als ik met mijn BVBA een zotte kapitaalintensieve industrie-vennootschap wou oprichten, dan kon dat met die 18.600 euro. Hetzelfde voor een NV, datzelfde bedrag, onafhankelijk van wat je doet. Wat men nu zegt is: "Er is geen minimumkapitaal, je mag zelf kiezen wat je inlegt, maar je moet wel je aanvangsvermogen staven aan de hand van je financieel plan". Dus als ik zeg: "Ik wil een advocaten-vennootschap starten en ik heb nodig: een laptop, een pen en papier", dan kan ik dat oprichten met 500 euro en we zijn klaar. Of zelfs zonder aanvangsvermogen, als je zegt dat je alles al hebt. Als je iets kapitaalsintensief wilt doen en je hebt zoveel investeringen nodig in de eerste jaren, ga ik me eerder naar 100.000 euro richten in plaats van naar de 18.600 die ik als BVBA verplicht was. Dus het is veel meer tailor-made en veel meer afgestemd op de effectieve plannen die je hebt met je vennootschap. In die zin vind ik het echt wel goed. Het is zo dat er wel een grotere kwalitatieve check is van uw financieel plan dus je moet er wel meer effort insteken. Het is ook belangrijker geworden maar ik snap de redenering wel en het is een goeie evolutie, vind ik. Dat er echt wordt afgestemd: "Wat zijn we er mee van plan en hoeveel geld is daarvoor nodig?"

Wat verstaat u onder het begrip dilutie(bescherming)?

Als een investeerder inschrijft of instapt in een start-up of een vennootschap tout-court, zal die instappen aan een bepaalde waardering, een bepaalde aandelprijs, dus gewoon de waardering van de vennootschap gedeeld door het aantal aandelen dat er zijn op het moment voor de instap van de investeerder. Die prijs per aandeel wordt eigenlijk vastgeklit voor die investeerder. Als we er allemaal vanuit gaan dat de vennootschap het goed gaat doen met het nieuwe geld en dus de waarde zal stijgen, dan zal er geen enkel probleem zijn. Als de vennootschap in financieel moeilijker vaarwater komt, de waarde van de vennootschap daalt en de vennootschap heeft nieuwe gelden nodig om er bovenop te geraken of om gewoon kapitaal op te halen en die moet geld ophalen tegen een lagere waardering dan waaraan de investeerder is ingestapt destijds, dan treden er inderdaad anti-dilutiemechanismen in

werking. Heel cru gezegd komt dat erop neer dat dan, ter gelegenheid van die nieuwe geldbronnen die tegen een lagere waardering werden uitgeven, dat dan de investeerder de mogelijkheid krijgt om in te schrijven op bijkomende aandelen. Dat hij eigenlijk bijkomende aandelen krijgt om dat waarderingsverschil te compenseren. Dus dat is eigenlijk 'downside' bescherming, puur tegen het dalen in waarde van een vennootschap.

Welke anti-dilutie instrumenten zijn volgens u het meest geschikt/meest effectief/meest nuttig voor een start-up?

Inschrijvingsrechten

Hetgeen wat wij vaak zien is gewoon puur een contractueel inschrijvingsrecht. Dus eigenlijk gewoon tegen uw investeerder zeggen "Mocht er zich een down-round voordoen, dan krijg jij het recht om in te schrijven op een kapitaalverhoging die wij zullen organiseren in de toekomst". Dat is dus eigenlijk gewoon een contractueel recht. Als ik dat zeg tegen jou, dat ik dat zal doen als aandeelhouder of bestuurder van de vennootschap, dan is dat wel een contractueel engagement dat ik aanga. Maar als ik mijn contractuele verbintenis niet nakom, dan heb jij eigenlijk weinig instrumenten in handen om dat effectief af te dwingen. Je kan wel zeggen van "Kijk, ik wil een schadevergoeding want je komt je verbintenissen niet na" en dat klopt, en dat zal ook wel lukken, maar om dat echt in rechten te gaan afdwingen is toch niet zo heel evident.

Dus hoe we dat dan inderdaad doen, zijn waranten. Die heten onder het nieuw vennootschapsrecht inschrijvingsrechten. Het komt er dus op neer dat, in plaats van dat er een contractuele verbintenis wordt ingeschreven, dat de aandeelhouders van de vennootschap een kapitaalverhoging zullen organiseren en krijgen de investeerders op het moment dat zij instappen eigenlijk inschrijvingsrechten toegekend. Dat zijn effecten in een vennootschap zoals aandelen ook effecten zijn die worden toegekend aan de investeerders en dat wordt ingeschreven in de uitgiftevoorwaarden. Er wordt naar de notaris gegaan en die stelt een akte op waarin dat de vennootschap beslist tot uitgifte van die effecten. En in die akte wordt dan ingeschreven "Deze effecten zijn uitoefenbaar op deze en deze momenten onder deze en deze voorwaarden". Daarin schrijven we dan ook dat die effecten enkel kunnen worden uitgeoefend indien er in de toekomst een kapitaalverhoging gebeurt onder de waardering waarin dat die investeerder is ingestapt. Wat doet dat effect? Als ik een inschrijvingsrecht houd van uw start-up en er is een down-round en dat effect wordt dus uitoefenbaar aan de hand van de voorwaarden die zijn ingeschreven, dan kan ik zeggen "Kijk, Elien, ik oefen mijn inschrijvingsrecht uit, ik leg het u op tafel" en dan moet de vennootschap een kapitaalverhoging organiseren. Dat is eigenlijk echt een automatisme. De vennootschap kan dat niet weigeren. Dat is vennootschapsrechtelijke bepaald, dus je hebt de wet achter u. Dus dat is iets meer beschermend voor de investeerder, aangezien je dan niet afhankelijk van een contractueel engagement van de aandeelhouders. Je hebt echt een effect in handen waarvan je zeker weet "Als ik dit uitoefen, dan komt er een kapitaalverhoging". Dat is eigenlijk voor investeerders het meest interessante.

De formules die klassiek gebruikt worden, om te berekenen hoeveel extra aandelen er moeten worden uitgegeven, voor zo'n inschrijvingsrechten kennen verschillende gradaties. Je hebt zo bijvoorbeeld de full-ratchets. Die zijn super investeerder-vriendelijk. Er is dan eigenlijk een volledige waarderingcorrectie tussen twee rondes, dus de 1ste ronde waar de investeerder is ingestapt en de 2de dilutieve ronde, de down-round eigenlijk. Stel dat ik in het begin heel veel heb ingelegd in een vennootschap. 5 jaar later is er dan een super kleine ronde, met een veel lagere prijs. Dan leg ik mijn integrale inleg van de eerste ronde herberekend aan die nieuwe prijs. Dat zorgt er echt voor dat in een voorbeeld van 5 euro (in de tweede ronde) tegenover 10 euro (in de eerste ronde), dat ik dubbel zoveel aandelen erbovenop krijg. Dat kan soms echt zorgen voor een volledige verwatering van de founders, van de bestaande aandeelhouders. Dat is super agressief. Dat zien wij in de Belgische context quasi niet omdat dat zo investeerders-vriendelijk is. Dat zijn praktisch onteigeningseffecten, omdat het zo'n grote verwatering teweeg brengt van de founders weg. Wat we wel zien is weighted-average formules. Dat betekent dat er rekening wordt gehouden met zowel de grootte van de originele ronde vergeleken met de grootte van de huidige ronde. Dus er wordt eigenlijk een gewogen gemiddelde genomen, wat een veel billijker resultaat geeft dan die full-ratchet, waar volledig de prijs wordt gecorrigeerd. Binnen die weighted average is er ook nog narrow-based en broad-based. Dat is ook een aanpassing van de berekeningsbasis waarbij je dus, ofwel enkel het aantal uitstaande aandelen gebruikt, ofwel ook alle opties erbij rekent. Dat zijn dus de verschillende soorten, die schrijven we altijd in een formule. Dus zoals ik al zei, gaan we naar de notaris, en die maakt een akte op waarin die effecten worden uitgegeven. Dan zijn er uitgiftevoorwaarden en uitoefenvoorwaarden waarin dan staat dat, als de vennootschap in de toekomst nieuwe aandelen uitgeeft, aan een prijs die lager is dan de prijs die nu wordt gebruikt, dan wordt een kapitaalverhoging georganiseerd waarbij x-aantal aandelen wordt uitgegeven.

Wat zijn daar de wijzigingen onder het nieuwe vennootschapsrecht?

Dat is voornamelijk eigenlijk dat inschrijvingsrechten momenteel ook mogelijk zijn in een BV, de vroegere BVBA. Vroeger was het zo dat dat enkel mogelijk was in de Naamloze Vennootschap. Nu is alles gelijkgetrokken: Alles wat er vroeger mogelijk was in een NV, is nu ook mogelijk in een BV, waaronder ook die inschrijvingsrechten. Dus wat er vroeger gebeurde was: Een start-up werd opgericht als een BVBA, de eerste investeerder, de echte VC, een fonds bijvoorbeeld komt erbij, en dan werden er altijd al voorwaarden ingeschreven dat de vennootschap voor de closing van de transactie, voor het moment dat de investeerder effectief inschrijft op de aandelen, dat dan de vennootschap zou worden omgevormd van BVBA naar NV. Zo kon dan die uitgifte van de warrants mogelijk gemaakt worden. Nu is dat allemaal niet meer nodig. Nu kan ik bijvoorbeeld morgen een vennootschap oprichten met 1 euro bij wijze van spreken. Ik kan daar investeerders bijhalen en ik kan als BV die inschrijvingsrechten uitgeven. Dus dat is onder het WVV een groot pluspunt, een grote verandering. Verder eigenlijk de bepalingen die betrekking hebben op inschrijvingsrechten zelf, zijn weinig veranderd, dus die zijn wel vrij hetzelfde gebleven. Het is zo dat er nog steeds verslagverplichtingen nodig zijn van het bestuur aan de aandeelhouders als er zo'n waranten of inschrijvingsrechten worden uitgegeven, maar dat was vroeger ook al. Dus in het kader van die anti-dilutiemechanismen is dat eigenlijk vrij hetzelfde gebleven onder het nieuwe wetboek. Dat is allemaal zeker ook nog mogelijk.

Waarom is de warrant (of inschrijvingsrechten) zo populair en wordt deze dan ook het vaakst gebruikt?

Wij stellen het altijd voor als we aan de kant van de investeerder staan. Omdat het in onze ogen echt wel het meest beschermend is voor de investeerder, aangezien het dus echt een effect is dat je in handen hebt, je bent daar zeker van. Het geeft meer comfort dan gewoon een contractuele verbintenis van de vennootschap of van de aandeelhouder om een kapitaalverhoging te zullen voltrekken. We zien het ook heel vaak terugkomen, dus inderdaad, ik zou zeggen dat de inschrijvingsrechten het meest gebruikt is en het meest omvattend eigenlijk voor wat er wordt bedoeld.

Gaat de start-up oprichter er ook altijd mee akkoord om inschrijvingsrechten op te nemen?

Dat hangt ervan af, daarover kan gedebatteerd worden. Er is altijd een onderhandeling maar als er wordt aanvaard dat er een anti-dilutiebescherming moet inzitten, dan zijn de inschrijvingsrechten wel een logische stap. Gewoon wat het meeste comfort biedt, en het dekt de lading, dus dat is eigenlijk een vrij goed mechanisme.

Converteerbare aandelen

Wat we ook soms zien, wel niet super vaak, is het mechanisme van converteerbare aandelen. Dat houdt in dat een bepaalde investeerder aandelen heeft waarbij eigenlijk in de structuur van de aandelen zelf, dus wat eigenlijk in de statuten van de vennootschap wordt ingeschreven als er een down-round gebeurt, een anti-dilutie mechanisme zit zonder dat er een effect aan gekoppeld is. Mocht er zich dilutie voordoen, dan worden die 50 aandelen die ik heb automatisch omgezet in 70 aandelen of 80, afhankelijk van hoeveel je er nodig hebt om die anti-dilutiebescherming ten volle te laten werken.

Dat is heel Amerikaans. Er is wat discussie over in de rechtsleer in België, of dat dat kan. De meesten vinden dat het kan. Ons lijkt het ook theoretisch mogelijk maar het is wel een beetje een 'stretch': Er zijn wettelijke beperkingen en wettelijke beschermingsmechanismen voor de aandeelhouders waarbij, als er bijvoorbeeld nieuwe soorten aandelen worden gecreëerd, of nieuwe klassen van aandelen, dat er dan ook een verslag moet gebeuren van de raad van bestuur aan de aandeelhouders om iedereen te informeren over wat de rechten gaan zijn van die nieuwe klassen en dergelijke meer. Nu in het nieuwe vennootschappenwetboek het kapitaal is weggefallen voor de BV, komt er heel veel belang te hangen aan het aantal aandelen dat een vennootschap heeft. Je hebt niet meer het kapitaal om de onderlinge rechten te bepalen dus nu is het enkel "Jij heb zoveel aandelen en ik heb er zoveel" en dat is dan de maatstaf waarnaar wordt gekeken voor het financiële effect van uw aandelen. Op voting vlak is er nog wel het verschil dat er een meervoudig stemrecht kan zijn, dus dat kan nog wat worden scheef getrokken. De base-line is: Hoe meer aandelen, hoe meer deelname in de winsten, in het effectieve saldo op het einde, en dus normaal gezien in de controle. Doordat je eigenlijk automatisch die aandelen laat omzetten in meer aandelen, omzeil je een beetje de verslagplicht van de raad van bestuur om echt heel duidelijk uiteen te zetten van "Kijk, wij creëren zoveel aandelen van die soort, die soort heeft die rechten, ..." Er worden dan meer aandelen in één soort uitgegeven dan er zijn in die andere soorten. Dat komt eigenlijk neer op een wijziging van die rechten van die soorten omdat die ene soort dan belangrijker wordt, omdat er meer aandelen in zitten, vergeleken met de andere soorten. Dus dat zou mogelijk moeten zijn dat je bij de uitgifte van die aandelen bij de instap van de investeerders initieel al die verslagen heel nauwgezet opstelt, dat heel uitgebreid aanpakt en alle

mogelijke uitwerkingen daarvan inzet. Maar het is een beetje een grijze zone, dat zien we niet heel vaak in de Belgische context.

Call-opties

Soms wordt er ook gewerkt met call-options. Dit is een aankoop-optie, een optie-recht. Het verschil met een warrant of een inschrijvingsrecht is het feit dat die opties niet rusten op toekomstige, nog uit te geven aandelen, op nieuwe aandelen eigenlijk, waarvoor een kapitaalverhoging moet worden georganiseerd. De vennootschap zegt van: "Ik geef nieuwe aandelen uit en jullie mogen daar op inschrijven". Maar die opties worden gegeven op reeds bestaande aandelen. Dus als ik founder ben en ik geef u anti-dilutiebescherming, kan ik zeggen: "Ik geef een warrant en mijn vennootschap zal dan de nieuwe aandelen uitgeven waarop je mag inschrijven". Of ik kan zeggen: "Ik heb 10.000 aandelen en ik geef u een optie op x aantal aandelen van mij, die dan aan een symbolische euro worden overgedragen aan u'. Jij wordt dan eigenlijk vergoed voor die waardecorrectie, die waarderingsdaling in de vennootschap. Het verschil daar is natuurlijk dat de vennootschap er geen partij bij is. Het is puur een afspraak tussen ons twee. Het is ook iets minder beschermend voor de investeerder. Het zijn bestaande aandelen, geen nieuwe aandelen, dus ook minder voordelig voor de founders want in zo'n mechanisme dragen de founders volledig de verwatering. Ik geef, als ik founder ben en ik geef u anti-dilutiebescherming, x aantal aandelen van mezelf rechtstreeks aan u. Dus ik draag volledig die verwatering naar beneden, die er bij u volledig in het positief bijkomt. Wat er gebeurt als een vennootschap nieuwe aandelen uitgeeft, is dat er gewoon eigenlijk een pool, waar alle aandeelhouders inzitten, wordt verhoogd met het aantal aandelen dat nodig is om de investeerders te vergoeden. Maar doordat het totale aantal aandelen verhoogd wordt, wordt die verwatering gedragen door alle aandeelhouders. Dus voor de founder is dat ook interessant dat niet alleen hij die verwatering draagt, maar alle bestaande aandeelhouders samen dat dragen. Dat wordt soms gedaan, niet altijd in het kader van anti-dilutie, maar er kunnen verschillende redenen zijn, dat er aankoop-opties zijn.

De voorgaande instrumenten die werden opgenoemd werken als een soort correctiemechanisme voor dilutie, zijn er ook instrumenten die ervoor zorgen dat dilutie niet gaat gebeuren of dat men er zich kan tegen indekken?

Gefaseerde investering

Dat ze zeggen: "Ik beloof u eigenlijk een bepaald bedrag maar ik ga het er maar insteken naarmate de vennootschap het goed doet". Dat is ook mogelijk, maar dat ben ik zelf nog niet veel tegengekomen in de praktijk. Maar het lijkt inderdaad een manier om het te kunnen doen. Het komt eigenlijk op hetzelfde neer. Aangezien je zegt: "Ik beloof 5 miljoen, ik geef nu 2 miljoen en als binnen een jaar uw EBITDA gegroeid is naar ..., dan geef ik u nog eens een miljoen. Als we dan de groeiverwachtingen doorzetten, geef ik u nog eens een miljoen". Maar wat je doet met de dilutie is: Ik schrijf nu in, ik geef u 5 miljoen aan pre-money waardering van 10 miljoen. Als binnen 2 jaar blijkt dat de EBITDA-verwachting niet daar is, dan mag ik mijn anti-dilutierecht uitoefenen. Zo'n dingen zien we bijvoorbeeld ook. Dus het wordt niet altijd 1-op-1 vastgehangen aan een down-round. Het kan ook worden vastgehangen aan – je kan daar heel creatief in zijn – bijvoorbeeld EBITDA-verwachtingen waar ze zeggen: "Als de EBITDA minder is dan een bepaalde grens, dan mogen wij onze warrants of inschrijvingsrechten uitoefenen". Hierdoor krijgen ze extra aandelen bij en wordt eigenlijk die historische waardering naar beneden gehaald. Want dan heb je dus meer aandelen gekregen voor het

geld dat je erin hebt gestoken, dus dat komt in feite neer op een lagere waardering. Dus, je kan je, ofwel positief indekken: "Ik houd mijn geld bij en ik geef het alleen aan de vennootschap als die verwachtingen zich voordoen", of je zegt: "Hier is een volledige pot maar ik wil wel meer aandelen krijgen als die verwachtingen zich niet voordoen". En in die zin is het ook soms interessant om warrants te gebruiken in de omgekeerde zin. Wat we ook al hebben gedaan, is gezegd van, de investeerders schrijven in bij een waardering van 10 miljoen en als de EBITDA tegen bijvoorbeeld 2023 niet op dit niveau is, dan mogen zij hun inschrijvingsrechten uitoefenen en dan wordt die waardering historisch naar beneden gehaald. Er worden dan meer aandelen uitgegeven. Maar als die EBITDA net heel goed is gestegen, en boven een grens is gegaan, dan krijgen de founders net het recht om hun warrants uit te oefenen, en krijgen net de founders extra aandelen. Dus dan wordt die historische waardering nog omhoog gehaald. Het kan dus in twee richtingen werken en zo is dat wel een interessant mechanisme om mee te werken met start-ups omdat bij start-ups die waarderingdiscussie heel moeilijk is. Op de technologiebedrijven ook de klassieke waarderingsformules loslaten, geeft vaak een resultaat dat niet echt representatief is. Dus daarom zijn zo'n instrumenten, waarbij je eigenlijk een gebruikte waardering kan corrigeren, interessant voor investeerders. Maar ook voor founders, om te zeggen: "We denken dat we het gaan kunnen waarmaken, maar mocht het niet zo zijn, dan corrigeren we de waardering, en mocht het wel zo zijn, dan worden wij ook wel vergoed, of krijgen wij een beloning voor ons goede werk dat we de vennootschap op dit niveau hebben gekregen".

Qua instrumenten is dat het meeste. We hebben wettelijk die beperkte bescherming van het voorkeurrecht, dan contractueel de warranten, het meest gebruikt. Een contractueel engagement om kapitaalverhoging te organiseren, kan ook. Dat is iets laagdrempeliger want je moet niet echt effecten gaan uitgeven en is iets simpeler om in te schrijven maar geeft minder bescherming. Je hebt die call-opties en je hebt ook converteerbare aandelen, aandelen die automatisch, als er een down-round is, worden omgezet in een bijkomend aantal aandelen.

Bent u het er mee eens dat de wettelijke anti-dilutiebescherming (voor VC's) in België nogal summier is?

De anti-dilutierechten die net allemaal werden besproken, die moeten allemaal contractueel worden afgesproken. Er zijn niet echt wettelijke beschermingsmechanismen die dat effect hebben. Die zijn er wel maar in die zin dat elke aandeelhouder een voorkeurrecht heeft. Dat betekent dat als er een kapitaalverhoging wordt georganiseerd, de vennootschap dit altijd moet voorstellen aan de aandeelhouders. Dan hebben de aandeelhouders een wettelijk recht om bij voorkeur in te schrijven op de aandelen die worden uitgegeven. Het idee daarachter is dat, als ik in een vennootschap zit, en ik heb 25% van de aandelen, die ik wil behouden, dat ik de mogelijkheid moet hebben als er een kapitaalverhoging wordt voorgesteld, om 1/4 van het op te halen geld bij te leggen. Dat is wel een wettelijk recht om ervoor te zorgen dat je niet verwatert in de toekomst maar dat zorgt niet voor down-round bescherming.

Wordt dat voorkeurrecht vaak gebruikt in de praktijk?

Het komt heel vaak in de praktijk voor maar het wordt in de praktijk iets pragmatischer aangepakt dan dat het in de wet staat. Er wordt gewoon vaak wat informeel gepolst bij de aandeelhouders: "Willen jullie het voorkeurrecht uitoefenen?" Als zij zeggen: "Nee, we zullen verzaken", dan kan dat perfect. Dan kan de kapitaalverhoging doorgaan en dan wordt gewoon geacteerd in de akte dat de

aandeelhouders verzaakt hebben aan hun voorkeurrecht. Als ze zeggen: "Ik geloof echt in de vennootschap en ik wil mijn participatie houden, ik wil meegroeien met de vennootschap", dan wordt ofwel de kapitaalverhoging verhoogd zodat ze mee kunnen doen, ofwel wordt tegen de externe investeerder gezegd dat er een deel van hun participatie moet worden afgenomen omdat er huidige aandeelhouders zijn die willen meedoen.

Warranthouders, houders van inschrijvingsrechten, hebben ook zo iets als voorkeurrecht. Dat is zo: Een warranthouder is dus een houder van een effect dat hen het recht geeft om in de toekomst aandeelhouder te worden. Je bent nog geen aandeelhouder op het moment dat je die inschrijvingsrechten houdt. Er is wel een bescherming ingeschreven voor die warranthouders omdat ze dus eigenlijk – omdat ze geen aandeelhouder zijn – niks te zeggen hebben over kapitaalrondes en dergelijke meer. Als er een kapitaalronde wordt georganiseerd, dan hebben de warranthouders wel telkens het recht om te zeggen: "Ik wil eigenlijk ook wel meedoen aan die kapitaalronde", en dat ze dan hun warrant mogen uitoefenen (dat is zo bij wet ingeschreven) en dan als aandeelhouder mogen deelnemen aan die kapitaalronde. Dus dat voorkeurrecht wordt eigenlijk uitgebreid tot de warranthouders, ook al zijn ze eigenlijk niet echt aandeelhouder. Maar dus, zoals gezegd, dat heeft betrekking op elke kapitaalronde. Gewoon tegen de voorwaarden zoals die voorliggen bij elke ronde. Dus dat is niet echt anti-dilutiebescherming, want dat betekent: Als ik heb ingeschreven aan 20, en deze ronde is aan 15, moet ik vergoed worden voor het feit dat ik 5 euro teveel heb betaald een paar jaar/maanden geleden. Wat het voorkeurrecht zegt, is: Je hebt ingeschreven aan 20, nu is er een ronde aan 15, wil je meedoen aan die ronde van 15, ja of nee? Je mag meedoen aan die prijs van 15 maar je zal wel aan exact dezelfde voorwaarden meedoen als de aandeelhouders of de externe investeerder. Daar zit een beetje het verschil, om eigenlijk die extra laag van anti-dilutiebescherming erop te zetten, is het nodig dat je daar nog contractuele afspraken rond maakt.

Hoe zit het met de opheffing van het voorkeurrecht die nu ook in de BV wordt geïntroduceerd? En de mogelijkheid tot het individueel verzaken aan het voorkeurrecht?

Dat was vroeger ook het geval. Wat er gebeurt is, als er een externe investeerder, een VC-fonds bijvoorbeeld, interesse heeft om te investeren in een start-up, dan wordt de kapitaalverhoging voorgesteld aan de aandeelhouders en dan moeten de aandeelhouders eigenlijk verzaken aan hun voorkeurrecht. Wat houdt dat in? Als ik aandeelhouder ben, en ik heb dus een recht om bij voorkeur in te schrijven op aandelen die worden uitgeschreven, dat ik zeg: "Nee, er komt een investeerder aan, ik ga dat niet doen, ik laat die investeerder bij inkopen en ik ga niet meedoen aan die kapitaalronde". Dan verzaak ik aan mijn voorkeurrecht. Hoe dit in de praktijk gaat, is dat er eerst wordt gepolst bij de aandeelhouders: "We gaan een nieuwe ronde organiseren, hebben jullie interesse om mee te doen, ja of nee?" Indien ja, dan gaan we gewoon eigenlijk het totale bedrag verhogen dat iedereen wel kan meedoen. Of we gaan gewoon zeggen tegen de externe investeerder: "We kunnen maar een ronde doen van ... of de 2 miljoen die jij wilt investeren... Er zijn huidige aandeelhouders die ook willen investeren dus we kunnen maar 1 miljoen geven". Samengevat is het dus ofwel dat de totale pot wordt verhoogd, ofwel dat het bedrag van de investeerder naar beneden wordt gehaald. Dat is het verzaken aan het voorkeurrecht. Dat gebeurt in de praktijk het meeste. Dat is eigenlijk gewoon bij de notaris een kapitaalverhoging in de statutenwijziging. Trouwens, dat moet altijd bij de notaris: dat daar eigenlijk elke aandeelhouder verzaakt aan het voorkeurrecht. Je kan ook opheffen inderdaad. Dat is een speciale procedure waarbij dat dan het voorkeurrecht van de individuele aandeelhouders wordt

opgeheven zodat die kapitaalronde toch kan doorgaan. Dat is een vrij strikte procedure. Het is ook logisch dat de aandeelhouders wel beschermd worden want ze hebben dat voorkeurrecht. Als de raad van bestuur gewoon zou kunnen zeggen "Laat maar zijn, we willen liever die externe investeerder erbij", dan wordt dat natuurlijk helemaal uitgehold. Dus het is mogelijk om het voorkeurrecht op te heffen als dat in het belang van de vennootschap is. De raad van bestuur moet dat dan argumenteren en rechtvaardigen in een verslag. Het is dus mogelijk maar er is een hele strikte procedure rond opgesteld.

Als ze verzaken aan hun voorkeurrecht, zouden ze dan toch moeten weten dat de ronde geen dilutie meebrengt?

Als ze verzaken aan hun voorkeurrecht, dan weten ze wel dat ze gaan verwateren. Het betekent dat ze niet mee gaan inschrijven op de kapitaalverhoging, dus geen extra aandelen krijgen. Stel dat ik sta op 20 van de 100 aandelen en ik verzaak aan mijn voorkeurrecht, waarbij de vennootschap voorstelt om 100 extra aandelen uit te geven, en er komt iemand extern in die inschrijft op 100 aandelen. Plots zijn er dan 200 aandelen maar ik heb er nog altijd maar 20. Dus als ik verzaak aan mijn voorkeurrecht, dan weet ik eigenlijk dat ik ga verwateren ten belope van de procent die erbij komt door die externe investeerder. Maar het is vaak ook echt wel in het voordeel van de vennootschap dat er een professioneel fonds bijkomt met veel expertise, een nieuwe sector enzo. Er komt een bestuurder bij die heel veel ervaring heeft in uw business model of in uw sector. Dat kan echt wel heel positief zijn, ook voor de huidige aandeelhouders, dat er iemand extern bijkomt.

Dus dan wegen ze nu eigenlijk de verwatering af tegen hopen dat het in de toekomst beter zal gaan?

Inderdaad!

Er zijn heel veel business angels die zo een beetje investeren in start-ups. Wat wij dan altijd zeggen is: "Het is natuurlijk beter om een klein deel van een grote taart te hebben dan een heel groot deel van een taart die niks waard is, natuurlijk". Dus om uw participatie te willen beschermen en zeggen van, we willen er geen externen bij, maar we gaan het zelf doen, is niet zo slim. Vaak is het net met extern geld en met nieuwe markten te kunnen aanboren, nieuwe expertise die je aan boord haalt, dat je kan groeien in waarde en later dan in een groot rijk zit en iets kan realiseren waar iedereen beter van wordt.

Is anti-dilutiebescherming noodzakelijk? Moet het in elk contract opgenomen worden?

Ja, het hangt ervan af met wie je spreekt natuurlijk. Maar als het gaat om VC's, om VC-fondsen, dan zal het altijd in het verlanglijstje staan, ja. Dan wordt er een tool-sheet voorgesteld waar dat altijd instaat.

Is er een bepaalde machtsverhouding tussen de VC en de start-up oprichter?

Dat hangt heel hard af van zaak tot zaak. We staan zowel aan de kant van de ondernemer als van de investeerder. Als we aan de kant van de onderneming staan, de start-up, ... We hebben bijvoorbeeld klanten waarbij er echt een cash-nood is. Ze weten: "We moeten nu echt wel geld hebben of we krijgen moeite om onze eigen mensen te betalen". Dan wordt het natuurlijk moeilijk om echt een harde onderhandelingsstrategie toe te passen want het geld moet er liggen. Die investeerder weet ook wel

dat er tijdsdruk op zit, dus dat maakt het moeilijk voor de start-up om echt hard te onderhandelen. Langs de andere kant hebben we ook klanten die zo'n goed product hebben, en zo'n goed team hebben, dat investeerders bij wijze van spreken in de rij staan. Ze weten ook wel, zij zitten echt in een comfortabele positie. En dan is het veel comfortabeler om te zeggen: "Die anti-dilutie-bescherming gaan we een beetje lager zetten. We gaan daar een paar correcties op toepassen". Andere zaken die investeerders vaak vragen zijn liquidatiepreferenties. Bijvoorbeeld dat je als eerste uit de pot je deel mag terugnemen. Op zo'n zaken wordt er echt hard onderhandeld. Maar dat is echt case by case afwegen als founder: "Hoeveel kan ik hier proberen uit de brand te slepen zonder ze af te schrikken en zonder de deal op het spel te zetten?" En voor de investeerder: "Hoeveel kan ik doorduwen zonder de deal te torpederen maar ook zonder ervoor te zorgen dat de founders binnen een paar jaar volledig gedesillusioneerd en ongemotiveerd in de vennootschap staan?" Het effect van zo'n anti-dilutie, en ook een liquidatiepreferentie (= een beetje down-side bescherming) is als het slecht gaat, mogen zij eerst hun geld uit de pot nemen zodat ze zeker hun geld terug hebben. Die twee zaken samen zorgen er soms wel voor, in bepaalde gevallen, dat er zo'n verwatering op aandeelniveau naar investeerders is, of zo'n verschuiving van het verdelen van de opbrengsten naar de investeerders. De founders hebben dan iets van: "Wat zijn we aan het doen? We werken niet meer voor onszelf, we werken gewoon voor de investeerders. Waarom zouden we nog moeite doen om groot te worden, om een exit te bewerkstelligen als we daar zelf niet beter van worden?" Dat is toch wel een moeilijke grens om te bewandelen; dat het interessant genoeg moet zijn voor de investeerder. Het blijft een risico verbonden aan kapitaal om een bepaald bedrag op tafel te leggen met totaal geen zekerheid of er ooit geld gaat terugkomen. Vergeleken met - als die mechanismen voluit hun werking krijgen - dat de founders overblijven met niks en helemaal niet meer gemotiveerd kunnen zijn om verder te werken voor de vennootschap.

Omdat de start-ups vaak in een zwakke positie zitten, gaan jullie als juristen dan meer aan de kant van de start-ups staan en zorgen dat zij wel hun bescherming hebben in die anti-dilutie?

Ja, inderdaad. Het is wel zo dat anti-dilutie op zich – het feit dat dat er in komt – dat daar niet vaak discussie over is. Dat is wel algemeen aanvaard dat er wel enige down-side bescherming moet zijn. Natuurlijk, als founder ga je dat zelf niet voorstellen. Het moet gevraagd worden, en dan is het onze taak, als wij aan de kant van de founders staan, om ervoor te zorgen dat dat redelijke terms zijn. Bijvoorbeeld als het gaat om aan weighted-average, dan nog liever broad-based dan narrow-based voor de founders. Dat zijn die subtiele verschillen allemaal. Het aantal anti-dilutiewarrants dat wordt uitgegeven, dat daar ook een bepaalde beperking op zit. Dat die niet kan worden uitgeoefend bij eender welke ronde maar dat er aan een paar criteria moet zijn voldaan, voordat die anti-dilutiebescherming in werking treedt. Bijvoorbeeld dat er een cap staat op die anti-dilutie. Die kunnen dan voor de founders worden bij ingeschreven om dat wat te temperen.

De VC heeft de macht om de founders helemaal te verwateren. Wordt daar aan tegemoet gekomen via pay-to-play?

Deels wel, maar het is nooit initieel te voorzien wat het effect gaat zijn van die anti-dilutiemechanismen. Want het is zo, dat hangt natuurlijk af van parameters die je niet weet op het moment dat je ze afspreekt. Dat gaat om down-round in de toekomst: Hoe groot gaat die down-round zijn, wat gaat de waardering zijn? Afhankelijk van die elementen kan de verwatering heel groot zijn, of kan dat al bij al nog wel meevallen. Die pay-to-play bepalingen zijn heel nuttig om ook gewoon het blijvende engagement van je investeerders te verzekeren in de vennootschap. Dus dat hangt een beetje vast met het voorkeurrecht. Die pay-to-play zegt eigenlijk: "Als we in de toekomst een kapitaalverhoging gaan organiseren, dan neem jij het engagement op om mee te doen. Als we in de toekomst nieuw geld nodig hebben, komen we dat eerst bij jullie vragen". Als er een mooie partij klaar staat om bij in te stappen, dan kun je dat doen. Maar als de vennootschap zegt: "Ik heb geld nodig", en er staat een pay-to-play bepaling in de documentatie waarmee ik bijvoorbeeld ben ingestapt, dan kan de vennootschap naar mij komen en zeggen: "We willen dat jij pro rata meedoet aan onze ronde van 2 miljoen, wat wij nu nodig hebben". Dat zorgt er inderdaad voor dat uw investeerders blijvend erin geloven en zeggen: "Ok, wij zijn er voor de long-term". Want inderdaad, als zij gewoon initieel, bijvoorbeeld bij een series A-ronde, of een seed-ronde zelfs, een anti-dilutiebescherming erin hebben steken, is dat natuurlijk een vrij theoretisch risico. Als het [kapitaalverhoging] heel vroeg gebeurt, zal de vennootschap wel in waarde stijgen. Die anti-dilutiebescherming treedt natuurlijk pas in werking als ze onder een grens komen (m.a.w. de onderneming doet het slecht). Als het vroeg gebeurt, dan is de kans reëel dat het nooit gaat gebeuren. Maar als personen inschrijven in het begin, anti-dilutiebescherming krijgen en dan de rest van de rit heel lay-back zeggen: "We zullen wel zien wat er gebeurt", dan kan het toch tot onbillijke resultaten leiden. Als die anti-dilutie dan toch in werking treedt en je hebt zelf weinig verdere inspanningen geleverd voor de toekomst van het bedrijf, wordt je toch in grote mate vergoed voor die down-round, terwijl je je eigenlijk als free-rider gedragen hebt.

Zal of heeft de mogelijkheid tot het uitgeven van alle soorten effecten in de BV (toegestaan door art. 5:18 WVV) een grote impact op de contractueel bepaalde anti-dilutie bepalingen?

Absoluut! Ik denk dat dat voor anti-dilutie het grootste effect is. Dat dat nu volledig gelijk getrokken is in de BV, in de NV, in de CV ... Je kan nu overal inschrijvingsrechten uitkeren.

Jullie gaven in een eigen publicatie aan dat de variatie in stemrechten flexibiliteit brengt voor de relatie tussen de start-ups en de VC's in de verschillende kapitaalrondes. Als een partij meer stemrecht heeft, heeft ze meer macht. In de algemene vergadering kunnen ze dan ook een blokkeringsminderheid hebben. Kunnen ze zo de verwatering bij zichzelf tegengaan?

Vroeger gaf je vetorechten, onafhankelijk van uw aandelenparticipatie. Een statutenwijziging moet bijvoorbeeld goedgekeurd worden door 75% van de stemmen. Als iemand instapte met maar 20% van de stemmen, zegt die wel: "Als jullie in de toekomst een kapitaalronde willen organiseren, wil ik daar wel mijn goedkeuring over hebben gegeven". Dan schrijven we gewoon in: "Zo'n beslissing kan enkel genomen worden met goedkeuring van die aandeelhouder". Dat kan je dus nu ook doen door

te zeggen: "Je hebt eigenlijk maar 20% van de aandelen, maar we geven je wel extra stemrechten". Dat kan de stemmingsverdeling wel wat scheeftrekken ten voordele van de investeerders, ook al hebben ze maar 20% van de pot die wordt uitgekeerd. Daar kan je trouwens ook wijzigingen aanbrengen. Het is nu mogelijk in een BV om dat helemaal contractueel te moduleren in de statuten. Om dus te zeggen: "Jij krijgt meer stemrecht dan de andere, of jij wordt meer uitbetaald als we gaan verkopen". Dat kan allemaal in de statuten worden ingeschreven. Dat geeft inderdaad meer mogelijkheden. Maar het is niet zo dat dat vroeger niet mogelijk was. Nu kan dat echt worden ingeschreven in de spelregels van de aandelen. Vroeger was meervoudig stemrecht zelfs verboden. Nu is dat allemaal toegelaten, maar vroeger waren er ook mechanismen om daaraan tegemoet te komen.

Maken die vetorechten de anti-dilutiebescherming onnodig dan?

Neen, dat denk ik niet. Als je een vetorecht hebt, heb je wel de keuze om een kapitaalronde, een down-round, tegen te houden. Maar er is vaak geen ontkomen aan: als de vennootschap geld nodig heeft, heeft de vennootschap geld nodig. En als er niemand gevonden kan worden die geld op tafel wil leggen tegen een waardering die geen down-round uitmaakt, dan is de kous af. Dan is het alternatief voor de investeerder met het vetorecht, dat hij kan zeggen: "Nee, er komt geen down-round", en dan de vennootschap failliet laten gaan. Maar dan krijg je gewoon uitbetaald, dat je je geld terugkrijgt. Of je kan even een bittere pil slikken, een down-round organiseren, hopen dat de vennootschap er terug bovenop komt, en later terug de groei verderzetten. Dus die vetorechten zorgen er wel voor dat je als investeerder iets in de pap te brokken hebt, maar dat komt niet echt tegemoet aan de economische redenen van anti-dilutiebescherming, omdat er soms gewoon geen ontkomen aan is. Soms is het gewoon nodig dat er geld binnen vloeit via een down-round en dan is het niet interessant om als investeerder te blijven dwars liggen. Maar als je dan wel toelaat dat die down-round plaatsvindt, en je hebt een anti-dilutiemechanisme eronder zitten, dan weet je wel dat je in die down-round de bescherming wel in werking treedt.

Nu die variatie in stemrecht er is, is dat dan meer in het voordeel van de investeerders, of toch in die van de start-ups? De start-ups kunnen beslissen aan wie ze die stemrechten toekennen, maar als de investeerders meer stemrecht krijgen, hebben zij het voordeel dat zij meer inspraak hebben in het bestuur, en dus een kapitaalronde kunnen blokkeren?

Voor wie is het het voordeligst?

Dat hangt ervan af, afhankelijk van hoe het wordt gestructureerd. Het is mogelijk om met een minderheid een meerderheid aan stemrechten te hebben, maar het moet wel worden ingeschreven. Vanaf dat een VC met een minderheid de meerderheid van de stemrechten heeft, heeft hij een beetje een alleenheerschappij. Als er dan geen beschermingsmechanismen zijn ingeschreven voor de founders, dan kan die in principe doen wat hij wil. Langs de andere kant, als is ingeschreven dat net de founders de meerderheid hebben... Dat gaat nooit blijven staan, want de investeerder gaat zeggen: "Ik zie dat jullie jezelf quasi alle stemrechten hebben toegekend, als ik erbij kom, wil ik wel dat dat recht wordt getrokken". Dus het is zo, ook al heb je volledige zeggenschap, er zullen altijd, als er een nieuwe investeerder bijkomt, voorwaarden en vragen op tafel worden gelegd waardoor je niet echt kan voorzien... Initieel zeg je: "We gaan nu onze statuten zo schrijven, dat we ervoor zorgen dat wij als founders permanent de controle houden". Maar dat kan je niet garanderen. Dus het is een

mechanisme dat langs beide kanten gebruikt kan worden. Maar het is niet zo eenduidig om te zeggen wie er eigenlijk het meeste voordeel aan heeft. Het is allemaal afhankelijk van de contractuele afspraken die gemaakt worden.

Zijn er nog andere opportuniteiten verbonden aan de afwijking van 1 aandeel = 1 stem?

Zelf heb ik het meervoudige stemrecht nog weinig gebruikt. Het is volstrekt mogelijk maar de bezorgdheid waar het soms ook aan tegemoet komt, is dus ook vaak in te schrijven of te ondervangen met bijvoorbeeld die vetorechten. Hierdoor hebben wij het nog niet echt nodig geacht om het effectief te doen. Je kan dat natuurlijk op het niveau van de bestuurders ook doen. Het staat dan niet met zoveel woorden in de wet, maar dan blijkt het toch wel een mogelijkheid te zijn (niet 100% zeker). Bij de raad van bestuur is het normaal: 1 kop = 1 stem. Dat betekent dat als wij met vijf mensen in de raad van bestuur zitten, ongeacht van hoeveel aandelen ik achter mij heb, dat ik één stem heb omdat ik één bestuurder ben. Op het niveau van de aandeelhouders, hangt het vast aan uw aandelen. Als ik één persoon ben, maar ik heb 75% van de aandelen, dan heb ik quasi alles te zeggen. Dat is niet zo op het niveau van de raad van bestuur. Maar toch zou het mogelijk zijn om ook op het niveau van de raad van bestuur bijkomende stemmen toe te kennen, of een ongelijk aantal stemmen toe te kennen aan de bestuurders. Dat kan wel een mogelijkheid zijn voor founders. Bijvoorbeeld vroeger, als uw vennootschap groeit, er komen steeds meer mensen in de raad van bestuur en je bent bijvoorbeeld met twee founders, vanaf dat er drie investeerders of drie vertegenwoordigers van investeerders mee aan boord zitten, zit je al in de minderheid. Wat we vroeger soms deden, was bijvoorbeeld Max in persoonlijke naam benoemen en ook nog Max BV, mijn managementvennootschap, ook benoemen als bestuurder, waarvan ik dan nog eens de vertegenwoordiger ben. En zo is het mogelijk om meerdere bestuursleden toe te kennen aan één persoon, die dan wel zwaarder doorweegt in de besluitvorming van de raad van bestuur. Dat mag nu niet meer. Dus elke persoon mag maar in één hoedanigheid in de raad van bestuur zetelen. Dus ofwel als bestuur in persoonlijke naam, ofwel als vaste vertegenwoordiger van een rechtspersoon. Door dat zo in te schrijven als je met twee founders bent en er komt een derde bestuurder binnen dat je dan al in de minderheid zou zijn. Om dan daaraan tegemoet te komen, moet je ofwel zelf vertrouwenspersonen aanleveren, en zeggen: "We krijgen de mogelijkheid om zelf nog twee bestuurders aan te duiden". Die moet je natuurlijk heel hard vertrouwen, je moet zorgen dat die niet overstag gaan en met de investeerders gaan meestemmen. Zo kan je dus wel de founders een extra stem toekennen binnen de raad van bestuur. Dat zou wel mogelijk zijn, maar dat is nog niet met zoveel woorden bevestigd.

Welke veranderingen denkt u dat er zich nog zullen voordoen?

Dit is een positieve evolutie geweest, het feit dat die BV is opengetrokken, dat alles nu mogelijk is. Dat zorgt voor heel veel mogelijkheden, ook voor heel veel vrijheid en flexibiliteit om vorm te geven aan verschillende omstandigheden die zich voordoen. Ik denk wel dat die trend zich gaat voortzetten. Sommige elementen van het vennootschapsrecht zijn Europees geregeld, en dus ook dwingend. De NV is daar eentje van, dus daar kunnen we niet aankomen, de BV niet. De Belgische wetgever heeft historisch ervoor gekozen om de BV meer te moduleren naar het dwingende regime dat Europa oplegt voor de NV terwijl dat niet echt nodig was. Daar zijn ze nu wel op teruggekomen. Is dat hele kapitaalbegrip wel nodig om de schuldeisers te beschermen? Welke schuldeiser kijkt nu nog naar het kapitaal van de vennootschap in plaats van naar het eigen vermogen? Dat zegt allemaal niet zoveel.

Dat heeft de wetgever ook begrepen. Dus daarom dat het kapitaal overboord is gegooid. Dat kan ook wel in een verdergaande flexibilisering van al die vormen. Dat is zeker iets dat gaat doorgezet worden. Dit zorgt er ook wel voor dat buitenlandse mechanismen en begrippen makkelijker zijn in te passen in het Belgische rechtssysteem. We hebben ook vaak te maken met Amerikanen. Als zij bijvoorbeeld spreken over convertible stock, of preferred shares die automatisch worden omgezet in common stock, moesten wij vroeger zeggen: "Dit is niet echt moduleerbaar naar Belgisch recht". We stelden dan voor om het op een andere manier te doen. Nu is dat wel makkelijker om het in te schrijven omdat er zoveel mogelijkheid is. Dat moet zich allemaal nog wat kristaliseren wat er nu allemaal mogelijk is. Ongetwijfeld gaan er op sommige punten mensen teruggefloten worden: "Hier ga je te ver, hier ontwijk je bepaalde wettelijke beschermingsmechanismen". Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn bij die verslagplicht, zoals ik eerder zei, bij de converteerbare aandelen. Maar dat moet zich allemaal nog uitwijzen. Maar ik denk, voor de VC-markt, dat het zeker een goede evolutie is en dat die flexibilisering zich wel gaat verderzetten. Dus nu hebben we een wetboek waar we wel even mee zoet zijn.

Een kleine side-note misschien: Er is ook een effect van winstbewijzen. Daar was wat discussie over in de rechtsleer, of winstbewijzen nu ook mogelijk zou zijn in een BV, of enkel in een NV. Het WVV zegt daar niks over met dien verstande dat dat wel expliciet ingeschreven is voor de NV, maar niet zo voor de BV. Er is geen beperking op het aantal effecten – wettelijk – dus in se mag je alles uitgeven, zelfs ook een nieuw effect maken. Dat mag zolang je geen dwingende bepalingen schendt. Maar het lijkt er toch op te wijzen dat winstbewijzen in de BV niet mogelijk zijn. Men zegt daarbij dat in de NV een expliciete link naar kapitaal wordt gemaakt. Ze zeggen: "We hebben een effect nodig dat eigenlijk niet gelinkt is aan het kapitaal". Doordat de BV geen kapitaal meer heeft, zijn die winstbewijzen nergens voor nodig. Je geeft dan gewoon aandelen zonder stemrecht uit. Wij zijn het daar echter niet echt mee akkoord omdat de aandelen zonder stemrecht nog andere rechten geven die winstbewijzen niet geven. Maar toch lijkt het er naartoe te gaan dat er binnenkort een wet zal komen waar in zal staan dat winstbewijzen in een BV niet mogelijk zijn.

Voor de toekomst van het WVV, denk ik aan verdere flexibilisering. Misschien hier en daar nog een ingreep van de wetgever zoals die winstbewijzen, dat ze hier en daar nog wat gaan verduidelijken. Maar het is zeker een goeie evolutie voor de VC-markt.

Heeft u de overgang naar het toepassen van het WVV als makkelijk ervaren of merkte u enkele obstakels?

Je moet natuurlijk alles nog eens vastpakken, terug op de schoolbanken bij wijze van spreken. Het is echt wel een grote wijziging, veel zaken die veranderd zijn. Maar dat maakt het ook interessant. Er zijn heel veel dingen mogelijk en het is altijd wel leuk om dat eens vast te pakken en dan te kijken van: "Hoe doen we het nu en wat is mogelijk met het nieuwe kader?" Het is zeker een oefening geweest om dat allemaal in te studeren en dat in kaart te krijgen wat er allemaal veranderd is. We hebben er intern ook wel een grote inspanning voor geleverd, met interne opleidingen en presentaties enzo. Maar dat is niet meer dan normaal. Het was ook tijd dat er nog eens een hervorming kwam.

En puur voor die anti-dilutie instrumenten dan, bijvoorbeeld het opstellen van de contracten, is daar veel in veranderd, bij jullie in de praktijk?

Sommige dingen zijn veranderd, dingen waar we rekening mee moeten houden. Over het algemeen valt dat met anti-dilutie redelijk goed mee. Het is niet dat er nu ineens – buiten het feit dat die inschrijvingsrechten in een BV mogelijk zijn – is er niet één nieuw effect, of één nieuwe methode die plots is bovengekomen met de wijziging.

Het is niet dat het WVV nu meer of minder bescherming biedt inzake dilutie?

Nee, het is meer contractueel vorm te geven. Er is wel meer mogelijk en er gaan zeker nog heel creatieve constructies boven komen. Maar het is niet zo dat er nu één instrument meer is dat naar de één of de andere kant meer doorweegt. Het zal nog steeds afhangen van de contractuele positie, van de onderhandelingen, naar welke kant het zal doorwegen. Specifiek voor anti-dilutie... De manier waarop natuurlijk wel, de flexibiliteit, het feit dat je creatiever kan omgaan met die constructies... Maar er is niet één gepolijste oplossing naar voor geschoven van: Dit is hét nieuw anti-dilutiemechanisme.

Bijlage 4: Interview Bogaert Lieven

Kan u een korte voorstelling geven van uw expertisegebied?

Advocom is eigenlijk een advocatenkantoor met een 16-/17-tal advocaten gespecialiseerd in het diensten verlenen aan ondernemers en ondernemingen. We hebben ook een kleine tak familierecht, maar voor de rest focussen we ons toch echt op zakelijk recht waarbij dat de regio's Antwerpen, Limburg en Oost-Brabant omvatten en onze klanten eigenlijk KMO's zijn. Niet zo zeer de bakkers of beenhouwers om zo maar te noemen, maar echt zo de middelgrote ondernemingen. We hebben klanten met tot 2000 personen personeel, waar dus een heel breed gamma aan diensten moet aan verleend worden. We hebben ook een tak die zich eigenlijk enkel en alleen bezighoudt met corporate en M&A. Die wordt door mij geleid. Dat betekent ook dat ik nooit naar de rechtbank ga, dat is voor de andere mannen hier. We zijn met een paar mensen hier die eigenlijk trachten om zo goed mogelijke contracten te maken zodat er niet naar de rechtbank gegaan moet worden. En in het kader daarvan werken wij onder andere ook voor een investeringsfonds en we staan ook regelmatig start-ups bij in het opmaken van hun aandeelhoudersovereenkomsten enzovoort.

Er wordt gezegd dat de BV de vennootschapsvorm bij uitstek zou worden, zeker voor kleinere en startende ondernemingen, door de flexibiliteit dat er wordt ingevoerd.

Is dit een verandering met vroeger (voor de invoering) vergelijkend dan met de BVBA en de BV? M.a.w. verwacht u dat er meer BV's zullen zijn dan voorheen de BVBA's door de flexibilisering?

Naar het soort werk/met het soort business dat een BVBA mocht doen, mocht die evenveel als een NV volgens mij. Binnen het aandeelhouderschap was alles veel strenger geregeld dan binnen een NV. Binnen een NV had je, als er geen aandeelhoudersafspraken waren, aandelen die vrij verhandelbaar waren, want die 'Naamloze Vennootschap' dat heeft niet met de naam van de vennootschap te maken, maar dat heeft met de aandeelhouders te maken. Terwijl een vroegere 'Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid', dat besloten karakter maakte inderdaad dat je behoorlijk vast zat aan wat dat de wet omschreef en daar is men echt veel ruimer in gegaan. Ze hebben daar eigenlijk gekeken naar het buitenland en ik heb de indruk dat ze behoorlijk wat gekeken hebben naar Nederland, In die zin.. Ik heb twee weken geleden een CV moeten oprichten, en dat was eigenlijk een zustervennootschap van een Nederlandse CV en ik heb eigenlijk onder het nieuwe boek hier in België quasi voor 90/95 % dezelfde afspraken kunnen overnemen als dat er in Nederland waren. Dat was vroeger helemaal niet mogelijk, want de CV vroeger, dat was ook zo een 'vehicel' van honderd jaar geleden. Ik weet niet van wanneer dat is. In ieder geval dan waren ook de regels veel te streng en veel te rigide. Nu hebben we alleszins een schakelbord waarmee we kunnen werken.

Ondanks de voorziene flexibiliteit, gaan er stemmen op dat het WVV wel wat complexiteiten brengt voor de bestuurders. Bent u het daarmee eens?

Er zijn eigenlijk twee punten. Als eerste is het opstellen van een financieel plan veel zwaarder geworden bij het oprichten, dus vroeger moest je een financieel plan opmaken waarin dat je de komende twee jaar eigenlijk omschreef en als je binnen de eerste drie jaar na oprichting failliet ging, dan ging men kijken of je niet ab initio te weinig gekapitaliseerd was om te gaan doen waarvoor je de opstart maakte.

Die regeling is in se hetzelfde gebleven, maar de regeltjes met betrekking tot het financieel plan zijn veel zwaarder geworden. Vroeger waren dat eigenlijk een paar bladzijden die door de boekhouder opgemaakt werden waarin eigenlijk een bedrijf de oprichtende vennootschap niet al te veel kostte en waarbij dat gewoon bij het notarieel dossier werd gestoken en de kous was af. Nu is de wet daar eigenlijk strenger in geworden en de boekhouders weten volgens mij nog niet echt goed hoe dat ze daarmee moeten omgaan, waardoor dat die hun job veel te serieus nemen en daar werkelijk ik-weet-niet-wat voor studies voor gedaan worden op voorhand om dat financieel plan zo goed mogelijk in orde te krijgen met alle mogelijke testen die erin moeten zitten. Dat maakt dat een startende ondernemer zijn kostprijs om zijn vennootschap op te richten substantieel naar omhoog gaat omdat die boekhouder, die gaat er dadelijk voor een paar duizend euro werk in steken, daar waar dat vroeger beperkt was tot een paar honderd euro. Dus je moet misschien geen minimumkapitaal meer hebben, maar daartegenover staat dat uw financieel plan veel steviger moet zijn en dat daar dus ook een kostprijs tegenover staat. Dat is één punt. Het ander punt is ook, dat geldt ook wel enkel voor de BV, niet voor de NV. Je weet, bij de NV is de minimumkapitaalvereiste van 61.500 er nog altijd, wat maakt dat schuldeisers zogezegd beter beschermd zijn. Dus als je met een NV dividend wilt uitkeren, moet je nog altijd een solvabiliteitstest doen. Bij een BV, omdat de kapitaalvereiste is weggefallen, moet je nu een solvabiliteitstest én een liquiditeitstest doen en ook dat vergt dan weer extra boekhoudwerk en een extra inspanning om dat te kunnen doen waardoor dat de jonge startups, de jonge BV's, eventueel met een extra kost zitten. In een start-up heb je meestal wel het voordeel dat er geen dividenden uitgekeerd worden, zeker in tech start-ups worden er geen dividenden uitgekeerd, daar kijkt men gewoon naar de meerwaarde van de aandelen op lange termijn. Dus daar maakt dat niet zo enorm veel uit. Maar het puntje met betrekking tot het opstellen van het financieel plan is voor iedereen even zwaar. Dus dat zijn voor mij eigenlijk alleszins al twee dingen die minder voordelig zijn dan in het verleden.

Welke bijkomende mogelijkheden biedt het nieuwe vennootschapsrecht voor de BV die er voorheen nog niet waren?

Het voordeel van het nieuwe wetboek is dat we veel flexibeler kunnen omgaan in de BV en waarbij ik het ook wel nuttig vind dat je nu.. Vroeger had je een zaakvoerder, en die zaakvoerder die had volheid van bevoegdheid, dus dat betekent dat die eigenlijk alles kon doen en dat, als je met een start-up zat met een paar zaakvoerders, dat die eigenlijk allemaal om het even welke beslissing alleen konden nemen naar de buitenwereld toe, je kon daar eigenlijk heel weinig tegen doen. Bij een NV zat je met bestuurders en gedelegeerde bestuurders en kon je de gedelegeerde bestuurder een delegatie van bevoegdheden geven waarin dat eigenlijk heel uitdrukkelijk stond wat hij wel mocht doen en wat hij niet mocht doen. Nu is dat mogelijk bij een BV en voor investeerders bijvoorbeeld is dat wel interessant. In die zin kunnen zij gewoon bestuurder zijn in een BV zonder dat zij gedelegeerd bestuurder moeten zijn en dat dan de persoon die de zaak effectief trekt dat ze die gedelegeerd bestuurder kunnen maken en dat ze die zijn opdracht in een delegatiebesluit eigenlijk veel beter kunnen gaan inperken en gaan omschrijven, daar waar ze vroeger iemand als zaakvoerder eigenlijk bij wijze van spreken een blanco cheque gaven om te kunnen doen wat hij wou doen. Dat zie ik echt als groot voordeel. Anderzijds is het complexer geworden want de manier waarop je uw bestuurder kunt regelen in een BV zijn ondertussen drie manieren geworden. Je kan een college van bestuurders hebben, je kan een raad van bestuur hebben zoals in de ... ik weet eigenlijk niet juist wat de drie mogelijkheden zijn, maar er

zijn drie mogelijkheden waarbij ik mij eigenlijk altijd beperk tot één mogelijkheid. Dat is eigenlijk degene die ook bestaat in de NV en zoals ze er stond in de NV omdat dat de enige echte nuttige manier van werken blijkt. Als je natuurlijk een BV opricht met maar één bestuurder, dan heeft die ook volheid van bevoegdheid zoals vroeger de zaakvoerder. Ik ben maar aan het vertellen wat mijn eerste impressies zijn. Het is natuurlijk een voordeel dat je geen minimumkapitaal meer moet hebben, anderzijds eventuele leveranciers gaan altijd kijken in een database om te zien wat dat de solvabiliteit van uw vennootschap is en als je natuurlijk een vennootschap opricht met 1.000 euro kapitaal, dan gaat men als leverancier extra waarborgen vragen vooraleer dat men aan u gaat leveren of dan gaat men korting contant vragen op betalingen enzovoort. Dus je hebt er toch altijd belang bij van iets of wat kapitaal te tonen of iets of wat vermogen te tonen om ervoor te zorgen dat je naar de buitenwereld toe als een stabiele contractpartij aanzien wordt. In die zin is het eigenlijk wel hetzelfde gebleven als voorheen. Voor wie is het gemakkelijker? Voor mensen zoals ik bijvoorbeeld. Als ik als zelfstandige een managementvennootschap wil oprichten, dan is het goedkoper geworden als vroeger. Nu kan je het met 1 euro kapitaal bij wijze van spreken, terwijl je er vroeger 6.200 nodig had. Als je met één aandeelhouder zat, was er 12.400 dat je effectief in je vennootschap moest steken. Dus dat is gemakkelijker geworden.

Welke anti-dilutie instrumenten biedt het nieuwe recht volgens u? Zijn er instrumenten bijgekomen of juist verdwenen?

Ik gebruik dat woord (anti-dilutiebepaling) niet zo graag. Waarom niet? Omdat heel veel mensen die niet professioneel met investeringen bezig zijn niet echt goed de impact daarvan inschatten. Ik tracht dat eerder in te schrijven als zijnde 'exit-afspraken' bijvoorbeeld of 'exit-en liquidatiepreferentie afspraken' en diens meer en dan is het voor de mensen duidelijker. Of 'afspraken bij toekomstige kapitaalverhogingen' bijvoorbeeld en dan schrijven we een clause daaronder die weergeeft wat er afgesproken wordt. Nu, what's in a name? Uiteindelijk mag de clause noemen zoals je wil, het is de tekst die telt eigenlijk. We hebben natuurlijk altijd wel een aantal clauses waarvan we noemen boilerplate zijn, die je gewoonlijk als template neemt. Toch zal het altijd een negotiatie zijn die in evenwicht moet brengen wat bepaalde partijen met elkaar afspreken. Ik werk voor aandeelhouderovereenkomsten niet graag met de gewone template. Je kunt bijvoorbeeld op de website van ██████ enzovoort, gewoon aandeelhoudersovereenkomst afplukken. En zeggen: "Hier voila begin maar". De notarissen die hebben gewoon standaard statuten en zeggen tegen de mensen begin maar.

Het is een relatief gegeven zo een anti-dilutiebepaling. Het is goed zolang je met dezelfde partijen rond de tafel blijft zitten. Diegene die die ondertekend hebben... tegen die kun je zeggen: "Jongens dit is wat wij afgesproken hebben". De volgende kapitaalrondes komen er regelmatig nieuwe partijen bij die vaak veel kapitaalkrachtiger zijn dan de partijen die rond tafel al zitten van bij de oprichting ... Dat is niet nieuw onder het nieuwe Wetboek Vennootschappen. Dat is altijd zo geweest. Maar nu is het prangerder omdat het nu meer gaat voorkomen omdat juist de BV een meer gebruikte vorm gaat zijn voor start-ups hé.

Welke anti-dilutie instrumenten zijn volgens u het meest geschikt/meest effectief/meest nuttig voor een start-up?

Je kan neerschrijven wat je wilt als je op een bepaald ogenblik geld nodig hebt en de geldschieter zegt goed maar het zal onder die voorwaarden zijn ongeacht wat jij in die aandeelhoudersovereenkomst staan hebt. Dan heeft het geen zin.

Wat beveelt u de startende ondernemers aan om te doen, zowel qua vennootschapsvorm als qua contractuele beschermingsmaatregelen inzake dilutie?

Eigenlijk raad ik u aan om een uitgebreide aandeelhoudersovereenkomst neer te schrijven. Want je zit dan nog altijd met wat je in de statuten neerschrijft, want dat is in principe zichtbaar voor de buitenwereld, en je zit met wat in uw aandeelhoudersovereenkomst neergeschreven wordt, wat eigenlijk een geheim document is tussen de aandeelhouders. Ik denk dat je tegen 'start-uppers', dus mensen die met een investeerder gaan praten, dat je moet trachten om een evenwicht te krijgen tussen het vermogen enerzijds en anderzijds de zeggenschap, waarbij dat je ... Als 'start-upper' moet je trachten van zo veel mogelijk vermogen te houden. Waarom? Omdat je weet dat je met één investeringsronde je er niet gaat komen en dat je er waarschijnlijk twee of drie of vier gaat nodig hebben en dat je... Je gaat nooit tegen de macht van het geld op kunnen bij wijze van spreken, dus je gaat verwateren tegen de sterren op. In aandeelhoudersovereenkomsten kunnen daar wel afspraken over gemaakt worden dat je altijd minimum (en dat is een anti-dilutie maatregel) een bepaald aantal... een bepaald stuk van het vermogen voor u gaat hebben of een bepaalde zeggenschap gaat kunnen behouden, ongeacht het aantal aandelen, hetgeen je in handen hebt eigenlijk. Maar dat bestond vroeger eigenlijk ook al, want ik herinner mij: Ik ben vroeger secretaris geweest van de raad van bestuur van ██████. Dat was een beursgenoteerd bedrijf in Brussel, een IT-bedrijf, en daar was het zo dat de oprichter, dat was een NV dan, eigenlijk het recht had van altijd de meerderheid van de raad van bestuur te benoemen, ongeacht het aantal aandeelhouders dat die had. En dat was toen niet zo evident, juridisch gezien onder de oude wetgeving, maar dat gaat dus volgens mij nu perfect onder de nieuwe wetgeving. En zo kan je eigenlijk als oprichter, ongeacht het feit dat je bij wijze van spreken verwaterd wordt van hier tot in Tokyo, met uw pakket aandelen toch nog altijd verzekeren dat je zeggenschap blijft hebben over uw eigen vennootschap of dat je minimum het recht hebt, als er verkocht wordt, op een bepaald deel van de opbrengsten, los van de hoeveelheid aandelen die je nog in handen hebt eigenlijk. En dat valt volgens mij nu perfect te regelen, ook in de BV en dat was vroeger niet mogelijk.

Is er een bepaalde machtsverhouding tussen de VC en de start-up oprichter?

Dat hangt er eigenlijk allemaal een beetje van af. Uiteindelijk, de macht zit waar het geld zit of waar de kennis zit. En dat is altijd in evenwicht. Een investeerder gaat altijd zo veel mogelijk aandelen willen hebben voor het geld dat hij erin steekt en de oprichter die gaat zo veel mogelijk aandelen proberen te behouden omwille van de know-how en het werk enzovoort dat hij wil. En dat is in evenwicht. Het zal alleszins gemakkelijker zijn nu om de zaak evenwichtiger te structureren, dat gaat sowieso beter zijn, maar of dat nu in het voordeel is van de ene of de andere zou ik niet direct durven zeggen.

Kan de VC zijn wil eerder doordrijven in het onderhandelen van anti-dilutiebepalingen of wordt er ook naar de mening van de oprichter geluisterd?

Ik ben er van overtuigd dat zeker als je in een start-up zit waar je verwacht dat je één, twee, drie kapitaalrondes nog gaat nodig hebben dat je daar toch wel werk gaat hebben. Wat je toch altijd in je achterhoofd moet houden is dat indien je bij een nieuwe kapitaalronde niet met dezelfde investeerder werkt maar als er nieuwe investeerders bijkomen dat dan de regels weer volledig veranderen. Je mag in die overeenkomsten zetten wat je wilt, als je geld nodig hebt in een bedrijf en er komt een investeerder van om het even waar dan zal het die persoon zijn die zijn wetten gaat opleggen om zijn geld te geven en wat er in de statuten al staat of wat er dan in de overeenkomsten tussen de partijen al staat uiteindelijk heeft dat ... relatief belang. Normaal zegt die: "Als we dit niet wijzigen, krijg je gewoon geen geld".

Dan worden de statuten gewijzigd of er wordt een nieuwe aandeelhoudersovereenkomst gemaakt. Het is allemaal zo breed als het lang is. Het is niet omdat je bij opstart in uw aandeelhoudersovereenkomst een bepaalde clausule gaat inschrijven... Dan wordt die dilutiewet wel een belangrijke als het dan al zo ver is dat er een kapitaalverhoging is met een externe partij dat die in steen gegrift is en dat die kan uitgevoerd worden. Ik zou zeggen, eigenlijk in tegendeel. Het is op dat ogenblik diegene die het meeste macht heeft die zal bepalen wat er afgesproken wordt. En indien de vennootschap met de rug tegen de muur staat, binnen twee maanden geen geld meer heeft omdat de cashburn zo hoog is, dat ze niet anders kunnen dan geld aanvaarden van om het even wie die het er wil insteken, dan denk ik dat je met uw anti-dilutie bepaling heel weinig gaat zijn. Indien je omgekeerd heel sterk zijt en er tien investeerders aan te kloppen staan aan de deur en vragen: "Mogen wij alstublieft ook investeren in uw vennootschap?" dan kan je die clausule wel doorduwen.

Welke veranderingen denkt u dat er zich nog zullen voordoen?

Om echt in de praktijk te weten hoe de verschillen zich juist gaan veruitwendigen, zijn we eigenlijk nog een beetje te vroeg. Ik denk dat dat zelfs pas over 2-3 jaar echt duidelijk gaat zijn wat dat de echt meest interessante mogelijkheden zijn. Een groot probleem is ook: we kunnen in de BV en onder het nieuwe Wetboek Vennootschappen een aantal zaken vennootschapsrechtelijk, maar we weten nog altijd niet hoe dat de fiscus op een aantal van die elementen gaat reageren. Bijvoorbeeld in rechtsleer was het: je kan eigenlijk perfect een vennootschap oprichten waarbij dat een werkvader heel zijn vermogen inbrengt voor één aandeel, waarbij dat de kinderen 999 euro storten en 999 aandelen krijgen, waarbij dat de vader met dat één aandeel wel alle zeggenschap heeft over de vennootschap. Dus dat aandeel heeft recht op de bestuurders benoemen enzovoort en dat de andere aandelen eigenlijk gewoon vermogenswaarde hebben maar wel pro rata de waarde van de vennootschap. Dus dan zou je eigenlijk op die manier je kinderen kunnen begunstigen qua vermogen, maar toch de touwtjes in handen houden en dat zou eigenlijk een manier zijn om eigenlijk heel gemakkelijk uw kinderen een schenking te doen zonder daar schenkingsrechten of erfrechten op te betalen. Vennootschapsrechtelijk kan dat volgens de nieuwe wet perfect, maar dan wordt er gezegd dat de fiscus daar nooit mee akkoord zal gaan. Dus ik denk dat we de komende jaren wel een aantal structuren gaan zien die men gaat proberen uit te bouwen, maar die daarna getoetst gaan worden. Maar dat weet je natuurlijk pas een paar jaar later of dat de fiscus met bepaalde dingen akkoord gaat gaan of niet. Ik verwacht ook dat er een heel aantal dingen voor de rulingcommissie gaan voorgelegd worden en

dat de rulingcommissie ook de komende jaren een aantal adviezen gaat uitgeven waarbij dat we duidelijkheid gaan krijgen over wat er mogelijk is en wat niet.

Ik weet dat wij in de tijd, voor dit wetboek, dat wij vaak geneigd waren om toch naar een NV te stappen gewoon voor de flexibiliteit die we dan hadden in de aandeelhoudersovereenkomsten. Dus nu gaat dat meer met de BV's voorkomen die algemene regels dat diegene die de macht heeft, die het geld heeft, dat die bepaalt wat er uiteindelijk zal gebeuren. Dan verandert het wel niet, het blijft exact hetzelfde.

Heeft u de overgang naar het toepassen van het WVV (en specifiek de nieuwe of gewijzigde anti-dilutie instrumenten) als makkelijk ervaren of merkte u enkele obstakels?

Neen want er was vrij veel onduidelijkheid. En ja ook de notarissen wisten ook nog niet goed wat ze er nu mee moesten doen. Gelukkig heeft de orde van de notarissen dan de Kamer van Notarissen benoemd en een aantal deadlines ter beschikking gesteld, die er op het eerste zicht wel goed uitzagen, zodat we verder konden. Maar een probleem is, dat wetboek is er gekomen en vooraleer het nog maar uit was, waren er al vragen en waren er al heel wat rechtsgeleerden die zich ernstig zorgen maakten over hoe bepaalde artikelen moesten geïnterpreteerd worden enzovoort. Dat is er gekomen en dan sta je daar hé. Dan moet je werken, dan moet je roeien met de riemen die er zijn. Dat is nu ook niets dat je op een half uurtje doorneemt en zegt: 'Ok ik heb het door'. En nogmaals er zijn bepaalde zaken die zo, hoe moet ik het zeggen, vernieuwend zijn dat het de eerste jaren wat trial-and-error gaat zijn om te zien wat ervan komt. Omdat we eigenlijk van een aantal dingen nog niet goed weten wat dat de juiste gevolgen gaan zijn van wat we afspreken. Het is daarom als ik nu kijk naar mijne business M&A verandert er eigenlijk niets of quasi niets door het Wetboek Vennootschappen en Verenigingen. Dat gaat over overnames van aandelen of overnames van handelszaken dat zijn koop/verkoopovereenkomsten eigenlijk dat heeft relatief weinig met vennootschapsrecht te maken. Als je dan gaat kijken naar het investeringsgebeuren, aandeelhoudersovereenkomsten enzovoort, daar heeft het wel een serieuze impact. Maar ik merk toch dat ook de investeringsmaatschappijen, de invest managers die daar zitten, die zitten ook nog gewoon in hun oude denken. Hoe dat zij het altijd gedaan hebben en men tracht eigenlijk dat nu nog gewoon verder te zetten. Ik denk dat dat stukje bij beetje zal veranderen als dat duidelijk wordt wat de mogelijkheden allemaal zijn. Maar nu om te zeggen dat dat vanaf 1 januari iedereen op een totaal andere manier gaan beginnen werken is, dat is helemaal niet leuk.

Ook moet je weten dat, wij als juristen hebben onszelf verplicht wat te studeren vorig jaar, maar die zakenmannen die hebben daar geen tijd voor om het Wetboek Vennootschappen en Verenigingen gaan te bestuderen, die beseffen nog niet wat er allemaal mogelijk is en wat niet. Dus dat is niet zo evident. Het is ook niet zo gemakkelijk omdat het zo wijzigt. Je moet ook weten: De laatste jaren zijn er heel wat dingen die substantieel wijzigen. Iedereen is ook geconfronteerd geweest met het hele GDPR verhaal. Ook inzake het bewijsrecht is er ook het één en ander verandert. In het verbintenissenrecht gaat er het één en ander veranderen. Er verandert zoveel onder minister Geens de laatste jaren. Wij zeggen: "Waar zijn ze mee bezig? Moeten wij opnieuw rechten gaan studeren, en dan van nul beginnen? Dat gaat niet hé". Er verandert te veel om echt werkzaam te zijn. Iedereen blijft zich bezighouden op de manier zoals hij het in het verleden gedaan heeft.

Bijlage 5: Interview Vos Tom

Waarover gingen uw eerdere onderzoeken inzake verwatering en wat waren daaruit uw conclusies?

Ik heb stage gedaan bij de private equity firm GIMV en nu gaat mijn onderzoek eigenlijk meer over genoteerde vennootschappen.

Om al kort te antwoorden op uw onderzoeksvraag: Ik denk vooral dat het WVV veel heeft gewijzigd, maar alles kon wel al. Het is wel op andere manieren. Je moet inbeelden die hele VC en private equity, zijn super gesofisticeerd. Die hebben ook goede advocaten. Onder de oude wet hadden die heel ingewikkelde structuren om rond allerlei problemen van kapitaal en van one-share-one-vote te komen. Nu moeten ze minder omwegen doen maar ik denk dat er niet echt iets gaat veranderen in de transactiestructuur. Dat is heel interessant om juridisch uit te werken hoe dat komt om die structuur uit te leggen. Maar dat is wel vrij technisch in die zin van dat je moet gaan bekijken naar hoe deden ze het vroeger, hoe geraakten ze rond al die bepalingen en hoe gaan ze het nu doen. Met die mensen praten van hoe doen jullie het nu in de praktijk. Ik ben daar zelf wel in geïnteresseerd maar dat gaat technisch niet eenvoudig zijn. Juridisch is dit toch bij de complexere dingen van het vennootschapsrecht.

Er wordt gezegd dat de BV de vennootschapsvorm bij uitstek zou worden, zeker voor kleinere en startende ondernemingen, door de flexibiliteit dat er wordt ingevoerd. Is dit een verandering met vroeger (voor de invoering) vergelijkend dan met de BVBA en de BV? M.a.w. verwacht u dat er meer BV's zullen zijn dan voorheen de BVBA's door de flexibilisering?

Het tegenargument is op zich, de niet genoteerde NV heeft ook volledige flexibiliteit op one-share-one-vote Er zijn niet zo heel veel grote verschillen meer in eerlijk gezegd. Dus het kan zijn. Ik denk dat er heel veel vennootschappen die een NV zijn wellicht een NV zullen blijven. Misschien nieuwe start-ups dat die sneller voor de BV zullen kiezen vooral voor de afschaffing van het kapitaal dan denk ik. De BVBA vroeger was inderdaad te onflexibel op verschillende vlakken. Ook met spelen met stemrechten, vermogensrechten en verbonden aandelen kon je eigenlijk niets mee. Die waren daar eigenlijk te strikt in om daar echt een start-up te dienen met venture capital.

Ondanks de voorziene flexibiliteit, gaan er stemmen op dat het WVV wel wat complexiteiten brengt voor de bestuurders. Bent u het daarmee eens?

Daar ben ik het wel gedeeltelijk mee eens. Met de afschaffing van het kapitaal in de BV is men gegaan naar een uitkeringstest, een liquiditeitstest, dat men gaat kijken van wat zijn de middelen die de vennootschap heeft voor de komende 12 maanden en wat zijn de schulden die moeten afbetaald worden en of dat dan matcht. Dat is gewoon een moeilijker test, een iets inhoudelijkere test dan de test die we daarvoor hadden. Dat was een netto-actief test op basis van kapitaal. Je kon daar kijken in de boekhouding, die was al goedgekeurd door uw boekhouder, door de commissaris gezien... Je kon een mathematische formule toepassen en dan kijken of het klopte of niet, uitkeren of niet uitkeren. En dan nu moet je daar eigenlijk veel meer een inschatting maken en naar de toekomst kijken, niet zo

zeer meer naar het verleden: "Ga ik nog 12 maanden genoeg middelen hebben?". In die zin is er een groot aansprakelijkheidsrisico. Ook met het minimumkapitaal dat is afgeschaft. Er is daar wel nog een regel van kennelijk ontoereikend aanvangsvermogen. Als je geen ontoereikend aanvangsvermogen hebt, wordt je aansprakelijk gesteld of kan je aansprakelijk gesteld worden als oprichter. Dus in die zin heb je iets meer open normen in plaats van strikte regels. Maar ja op normen kun je sneller eens mis zitten en de aansprakelijkheid is misschien iets hoger maar je hebt wel meer flexibiliteit. Dus dat zijn twee communicerende vaten. Daarom ook de invoering om de bestuurdersaansprakelijkheid te beperken met de cap daarop. Maar die bestuursaansprakelijkheid is dan ook weer een beetje afgezwakt doorheen het wetgevende proces.

Er is ook meer verantwoordelijkheid inzake de verslagplicht. Nu is er verslagplicht bij elke uitgifte van aandelen, vroeger was dit enkel bij uitgifte van aandelen beneden fractiewaarde. Vroeger was er ook al geen plicht om een uitgiftepremie te vragen. Nu moet je het expliciet verantwoorden wat de uitgifteprijs is.

Welke bijkomende mogelijkheden biedt het nieuwe vennootschapsrecht voor de BV die er voorheen nog niet waren?

Dan denk ik vooral aan... Voor de BVBA was er vroeger niets mogelijk qua soorten van aandelen. Je kon dus maar enkele aandelen met stem, met dezelfde hoeveelheid stemrecht hebben. Hetzelfde hoeveelheid vermogensrecht maar aandelen zonder stemrecht dat was een optie vroeger ook al. Maar dat is vrij strikt geregeld, die regelgeving is verminderd omwille van aandeelhouderstemrecht. Plus nu heb je aandelen met meervoudig stemrecht dat mogelijk is. En je kunt ook uw dividend rechten vrij regelen in de BVBA en de BV nu. En voor de NV is hetzelfde gebeurt eigenlijk. Daar had je vrij spel voor financiële rechten vroeger maar niet voor stemrechten. Dat was eigenlijk one-share-one-vote en daar waren wel een aantal technieken mogelijk om rond te geraken. Maar nu moet je die technieken niet meer gebruiken. Nu zeggen ze gewoon: "Je mag aandelen met meervoudig stemrecht, zonder stemrecht, ... invoeren. Dat is allemaal vrij flexibel. Meervoudig stemrecht mag je eigenlijk onbeperkt invoeren. Zonder stemrecht heb je nog een aantal regels, maar die zijn nog versoepeld. Je hebt nog altijd de dingen zoals winstbewijzen die vroeger werden gebruikt. Uitgiften beneden fractiewaarden heb je ook nog altijd. In die zin heb je alle vroegere flexibiliteit, plus een beetje nieuw in de NV. De BV had vroeger geen flexibiliteit en nu onbeperkte flexibiliteit eigenlijk.

Wat verstaat u onder het begrip dilutie?

Ik versta daar onder verwatering van financiële rechten en van stemrechten. Als er nieuwe aandelen worden uitgegeven wat de impact is op oude, bestaande aandeelhouders. Zodra er een nieuwe aandeelhouder binnenkomt en jij participeert niet mee dan heb je altijd een dilutie van stemrechten. En zodra er een nieuwe aandeelhouder binnenkomt en die betaalt minder dan de fair value, de intrinsieke waarde van de aandelen, dan heb je ook financiële dilutie.

Zorgt de afschaffing van het kapitaal in de BV ervoor dat er meer of minder anti-dilutie instrumenten bruikbaar zijn?

In zekere zin helpt het kapitaal een beetje bij de bescherming tegen dilutie, maar echt een beetje maar. Je moet uw aandelen minstens uitgeven aan de prijs, de kapitaalvertegenwoordigende waarde. Het kapitaal zou in theorie kunnen beschermen tegen dilutie in de zin van dat uw kapitaal uw rechten bepaalt. In de BVBA was dat zeer zeker zo. En elk aandeel moet eigenlijk gelijk kapitaal hebben en als je een nieuw aandeel uitgeeft dan moet die ook die kapitaalvertegenwoordigende waarde hebben. Als die twee keer de bestaande kapitaalvertegenwoordigende waarde heeft dan moet je ook twee keer de rechten krijgen. Dat moet puur proportioneel zijn. Dat was het idee. Nu, uw kapitaal bepaalt natuurlijk niet de waarde van uw aandeel daar moet je een uitgiftepremie vragen. Maar dat was eigenlijk nooit een plicht om een uitgiftepremie te vragen. Algemeen, dat is goed bestuur van de vennootschap. Er was geen wettelijke plicht over. Hoe dat je dat moet bepalen, is er nog steeds niet. Plus je kon dan een uitgifte beneden fractiewaarde doen. Dat betekent eigenlijk... Stel dat elk aandeel een kapitaalvertegenwoordigende waarde van 10 heeft, maar uw aandeel is nog maar 5 waard. Als je dan een nieuw aandeel uitgeeft en je wilt evenveel stem- en vermogensrechten hebben als die andere aandelen die 10 waard zijn, da, gaat dat niet. Want als je een aandeel met kapitaalwaarde 5 uitgeeft dan krijg je de helft van de rechten. Daar zit je dan met een probleem. Dat kon je oplossen door een uitgifte beneden fractiewaarde te doen, dus aan die lagere kapitaalwaarde van 5, en dan kon je je kapitaal in eenzelfde beweging opnieuw herindelen tot elke waarde, dat alle aandelen gelijk getrokken werden tot een lagere kapitaalvertegenwoordigende waarde dan 10 met allemaal dezelfde rechten. Eigenlijk betekent dat dat uw kapitaal de facto al betekenisloos geworden is voor de bescherming van aandeelhouders tegen verwatering. Dat gebruikte de private equity firms al. Die konden bijvoorbeeld één cent betalen, een pennywarrant die je eigenlijk kon uitoefenen. Bij inschrijvingsrechten of warrants met een uitgifte binnen fractiewaarde waardoor heel uw kapitaal al onmiddellijk werd verdeeld in die lagere kapitaalwaarde tegenover de waarde, heb je eigenlijk geen bescherming tegen dilutie door kapitaal. Maar wel door andere dingen in de zin van: Je kan nog altijd als uw uitgifteprijs, uw uitgiftepremie hoog genoeg is dan is dat geen probleem. Dat heeft de wetgever nu een beetje beseft. Kijk, het gaat nu echt niet meer over het kapitaal. Kapitaal kan helpen tegen schuldeisers. Ook daar geloven ze niet zo veel meer in, maar dat helpt toch nog een beetje. Maar eigenlijk voor uw aandeelhouder weten we al dat dat niet werkt. Dus we gaan die verplichting die we hadden bij uitgifte beneden de fractiewaarde, dat extra verslag dat je u moet verantwoorden, die gaan we nu doen bij elke kapitaalverhoging. Een uitgifte beneden fractiewaarde dat is ergens een hoger risico want je hebt een situatie met verliezen. Dat is wel een beetje een arbitraire grens. Zodra je eigenlijk ja aandelen uitgeeft. Zodra de vennootschap begint te runnen, gebeurt er heel veel met dat kapitaal of dat wordt groter of kleiner, zodat het eigenlijk geen enkele band meer heeft met de waarde van uw aandeel. Dat is wat de wetgever wil: overal dezelfde verplichting trachten te verantwoorden.

Welke anti-dilutie instrumenten biedt het nieuwe recht volgens u?

Wat de wettelijke bescherming betreft heb je het voorkeurrecht. Daar hebben ze dan niet al teveel aan gewerkt. Ik denk dat je dan ook wel toegestaan kapitaal kan hebben in de BV. Dat betekent dan dat je op de algemene vergadering de bevoegdheid om aandelen uit te geven kunt ontnemen en aan het bestuur geven. Dus in die zin is er daar ook iets meer flexibiliteit en is er minder bescherming van het voorkeurrecht maar sowieso geen enkele in venture capital firm of private equity firm gaat eigenlijk zijn bescherming zoeken in het voorkeurrecht dat er wettelijk is, het is allemaal contractueel te bepalen.

Waarom gaan VC's het voorkeurrecht niet gebruiken?

Euhm... dat zou u beter aan hen vragen. Maar ik denk dat de reden is dat het te rigide is. Meestal wordt dat contractueel heel sterk bepaald: Wie heeft het recht om te zeggen wat er komt de volgende ronde en hoe ga je dan bepalen wie dat ermee mag stappen? Dat wordt allemaal in dat contract uitgelegd. Dat is hoe het werkt met een onderhandeling. Het voorkeurrecht heeft dan bepaald wat de termijnen zijn enzo. Of ze het gebruiken of niet... Ik weet alleen dat ze daar niet op vertrouwen. Er zijn ook verschillende soorten van aandelen en vaak heb je nieuwe soorten voor elke serie van investeringen. Als je dan een nieuwe soort uitgeeft of één van de soorten, dan hebben de andere geen voorkeurrecht en dat is niet wat men wilt in venture capital. Dat is zowat een probleem. Dat is een one-size-fits-all regel. Bij genoteerde vennootschappen werkt dat meestal vrij goed allemaal. Die hebben allemaal een beetje dezelfde structuur om kapitaal te bepalen. Maar voor de kleinste familiale vennootschappen is dat nogal gesofisticeerd. Voor private equity firm tot beginnende start-up, die regels kun je niet zo goed maken in de wet. Dus daarom wordt dit allemaal contractueel geregeld. Ik heb daar eens een termijn van 15 dagen... Ik neem aan dat ze dat niet altijd zo plezant vinden. Dat zorgt wel voor wat problemen. Je kunt ook dat voorkeurrecht vrij gemakkelijk opheffen. Op zich biedt dat al niet veel bescherming dus je gaat daar niet op vertrouwen. Dus in die zin is het voorkeurrecht iets minder belangrijk en ook alle wijzigingen die daar gebeurd zijn denk ik niet zo super belangrijk voor private equity en venture capital praktijk, denk ik. Dat is mijn aanvoelen.

Welke anti-dilutie instrumenten zijn volgens u het meest geschikt/meest effectief/meest nuttig voor een start-up?

Welke anti-dilutie instrumenten gebruikt worden, zijn zo van die anti-dilutie waranten. Die waranten bepalen dan onder welke voorwaarden je die kunt uitoefenen en vaak is dat bijvoorbeeld als er een nieuwe financieringsronde komt tegen lagere uitgifteprijs dan de vorige ronde. Dan hebben de oorspronkelijke investeerders recht om in te schrijven op die lagere prijs. Allé dat is economisch. Wat je wil bereiken is dat een oorspronkelijke investering gebeurt tegen een nieuwe lagere prijs. Want eigenlijk wat je hoopt als VC is dat je altijd maar omhoog gaat qua waardering. De eerste ronde is tegen 100 dan tegen 200 dan tegen 500, tegen 1000 totdat alle nieuwe investeerders instappen tegen die hogere waarde. Maar als je dus hebt 100, 200, 500 en terug naar 200 dat gaat niet. Die tegen 500 hebben ingeschreven en die doen alsof dat ze ingeschreven hebben tegen 200, dan kan je niet retroactief gaan veranderen. Maar ze doen dat ook gewoon. Ze krijgen die waranten van in het begin en die worden dan uitoefenbaar. Omdat die eigenlijk tegen een heel goedkope prijs, één cent ofzo zeg maar, nieuw aandelen krijgen waardoor hun financieel stemrecht niet verwaterd wordt. Maar dat zegt eigenlijk dat iedereen die tegen een hogere prijs is ingestapt zagezegd tegen een lagere prijs instapt.

Dat is nadelig voor de founders. Die hebben niet die waranten. Die hebben dus eigenlijk extra dilutie. Dit is wat ze proberen doen bijvoorbeeld: Als de nieuwe investeerder binnenkomt tegen een lagere prijs, mogen de oudere investeerders die tegen een hogere prijs zijn ingestapt nu toch tegen een lagere prijs, dus met een hoger percentage, instappen.

Wat is het verschil tussen een anti-dilutie warrant en een founder warrant?

Een anti-dilutie warrant is wat ik u net heb uitgelegd als ik het goed begrepen heb. Ik ben niet helemaal zeker maar ik denk dat een founder warrant een manier is om aan het management of de founders een incentive te geven om als ze het goed doen, als ze bepaalde targets halen om die extra aandelen bij te hebben. Founders zeggen het bedrijf is 200 waard dat de VC's zeggen ik geloof er niets van ondertussen. De VC stapt dan eigenlijk in tegen een lagere prijs van 100 maar de founders kunnen warranten uitoefenen, dus eigenlijk het percentage verhogen alsof de waardering 200 is. De founders kunnen dan meer percentage behouden als ze dan een bepaalde doelstelling gaan halen waardoor de waarde effectief 200 is. Ik denk dat dat het is. Ik denk het mij te herinneren toen ik die contracten 4 jaar geleden heb bestudeerd.

Vroeger stonden die waranten geregeld in artikel 496 van het Wetboek van Vennootschappen maar met welke artikels komt dit nu overeen in het nieuwe wetboek?

Nu zou dat 767 moeten zijn. Ja dat gaat allemaal over inschrijvingsrecht, de nieuwe naam voor de warrant. Daar heb je nog altijd een bepaalde beperking op: niet langer dan 10 jaar. Dat zijn meer van die technische dingen, daar kan je vrij makkelijk op uit komen. Ook daar gaan die spelers rekening moeten mee houden, met die beperking van maximum 10 jaar is het voorkeurrecht niet altijd van toepassing.

Biedt het WVV meer of minder bescherming voor dilutie?

Daar zie ik niet echt een verandering in.

Bent u het er mee eens dat de wettelijke anti-dilutiebescherming (voor VC's) in België nogal summier is?

Neen dat vind ik niet. Neen mijn punt was dat dit onmogelijk is voor de wetgeving om eigenlijk een regeling uit te werken die heel beschermend is voor VC's en private equity firms. Dit omdat die zo'n complexe contracten hebben die heel situatie specifiek zijn en ook heel veel diversiteit hebben. Gelijk een private equity aandeelhoudersovereenkomst ziet er ook weer heel anders uit dan de venture capital overeenkomst. Plus die hebben dat niet nodig. Het zijn eigenlijk professionele investeerders, die kijken super super lang naar een bedrijf waarin ze investeren. Die krijgen liever 200 pitches te horen voordat ze zeg maar een investering maken. Die hebben eigenlijk de mogelijkheid om te zeggen: "Kijk wij doen het enkel onder die en die voorwaarden", en stilletjes aan onderhandelen. Als je een goede start-up tegenkomt dan wil je ook wel investeren en ga je wel wat leverage hebben als founder. Daar is niet echt een probleem. Beide partijen worden daarbij meestal goed geadviseerd. We hebben daar niet echt nood aan sterke bescherming. De wetgever kan er ook weinig aan doen en moet er ook niet echt iets aan doen. Wat belangrijk is voor de wetgeving is dat het die tools ter beschikking stelt. Wat ze dus vroeger fout deden: Ze lieten daarbij heel weinig toe wat wel gevraagd werd door de praktijk zoals kunnen spelen met stemrechten, contractueel anti-dilutie waranten uitwerken zonder daarmee teveel

restricties te hebben met het kapitaal en waarmee je dan meteen uitgiften beneden fractiewaarde moet doen. Daar kon je vroeger wel rond geraken als slimme goed geadviseerde private equity firm. Maar nu gaat dat gewoon veel gemakkelijker. Dus in die zin is het een verbetering omdat gewoon de transactiekosten omlaag zijn gegaan. Maar de bescherming wordt puur bepaald door de onderhandeling tussen de twee partijen. Die gaat daardoor niet veranderen of verbeteren en kan ook heel moeilijk veranderen. Wat wel kan is natuurlijk dat bepaalde mensen een contract hadden onder het oude recht en dat er nu bepaalde dingen mogelijk worden onder het nieuwe recht die voordien niet mogelijk waren en niet echt voorzien zijn door het contract. Omdat dergelijk contract een beetje veranderd is doordat bepaalde mogelijkheden er nu wel zijn. Vroeger kon je geen soorten van aandelen uitgeven, nu gaat dat wel. Misschien kunnen ze dat nu gebruiken om een nieuwe soort uit te geven terwijl, als dat mogelijk was geweest, hadden ze die optie nu weggecontracteerd en extra bescherming voorzien. Dat is nu misschien een beetje onvoorzien. Dus in die zin, maar dat heb je altijd bij switches qua recht. U doet gelijk het WVV gedaan heeft. Je gaat niet altijd de huidige contracten meteen respecteren of meteen van toepassing maken op bestaande vennootschappen. Dan heb je dat effect altijd. Voor de rest is er eigenlijk niet veel veranderd.

Hoe wordt een contract met anti-dilutie bepalingen opgesteld?

De contracten die worden afgesloten zijn totaal anders dan de wetgeving. Je kan dat nu wel vragen aan mensen uit de praktijk om dat uit te leggen. Dat is wel zo technisch als je dat niet op voorhand gelezen hebt en achteraf nog eens een keer opzoekt, ga je dat eigenlijk toch niet snappen omdat, ja, dat is gewoon te complex.

Zorgt de mogelijkheid dat het bestuursorgaan nu ook gemachtigd is om aandelen uit te geven (art. 5:137 WVV, met beperking tot het toegestaan kapitaal) voor een verandering? Is er misschien meer gevaar op dilutie omdat het zou kunnen zorgen voor meer aandeeluitgiftes?

Op een algemene vergadering, bij een kapitaalverhoging of een uitgifte van aandelen, heb je 75% meerderheid nodig. Stel dat een venture capital firm 30% heeft. Dat betekent dat die dus alle kapitaalverhogingen kan blokkeren onder het oude recht. Nu, wat toegestane kapitalen betreft... Bij een BV noemt dit dan delegatie aan het bestuur ofzo, dan kan je dat omzeilen. Dan heeft de VC die 30% heeft niet direct blokkeringsrecht. Op zich is dit niet erg. Die heeft nog wel het blokkeringsrecht op het moment dat ze die delegatie geven, namelijk de algemene vergadering moet delegatie geven. Plus die kunnen ook bedingen, en die doen dat heel vaak ook al heb je maar 30%, dat je normaal dus nul invloed hebt. Bij de benoeming van de bestuurders voor de meerderheid kan je bedingen dat die aandeelhouder een aparte soort, dus met een voordracht, krijgt om bestuurder te zijn. Dan kunnen die zelf ook een bestuurder benoemen in de raad van bestuur. Je kunt die raad van bestuur, de statuten op die aandeelovereenkomsten, vetorecht geven over bepaalde transacties zoals een kapitaalverhoging. Dat wordt eigenlijk standaard gedaan. VC's nemen altijd één of meer boardmembers. Die hebben altijd een aantal vetorechten. Welke acties tot veto worden daar is discussie over. Maar als je schrik hebt voor dilutie kan je zeggen: "We hebben een veto voor kapitaalverhoging of de uitgifte van kapitaalaandelen beneden die prijs ofzo". Dus dat je zeker niet verwaterd wordt. Dus dat is een beetje hoe ze dat oplossen. Het is niet dat dit beter of slechter is. Je

moet er rekening mee houden als je het contract opstelt dat er nu mogelijkheden zijn die er daarvoor misschien niet waren.

Is er een bepaalde machtsverhouding tussen de VC en de start-up oprichter?

In het algemeen wel maar dat verandert ook op basis van machtsevoluties. Nu in Silicon Valley zijn er super veel VC's. Dan zeggen ze dat is het gemakkelijker geworden om meer founder-friendly-terms op te nemen dan venture capital contracten. Maar op sommige momenten is het een heel cyclus gebeuren. Dan heb je weer dat er heel weinig venture capital gebeuren is. Na de financiële crisis was dit supermoeilijk. Dat verandert doorheen de tijd. Dat is ook iets dat niet direct slecht is of waaraan de wetgever kan verhelpen.

Denkt u dat de VC die macht wat misbruikt ten opzichte van de startups, in het kader van verwatering?

Dat kan wel. Meestal zijn de VC's wel iets gesofisticeerder geadviseerd met duurdere advocaten. Omdat ze complexere contracten kunnen schrijven, kan het wel zijn dat niet iedereen dat perfect begrijpt als founder. Zij zijn natuurlijk een repeat player, zij doen dat constant heel bedacht en de start-up doet dat meestal maar één keer in een leven. Dus VC's hebben iets meer macht, meer kennis en het kan dat er soms zowat tussen de mazen van het net wordt geglipt. Langs de andere kant is dat ook een beetje waar je aan begint als startup. Daarom is het te adviseren om het contract goed te lezen en je goed te laten adviseren. En desnoods kan het vennootschapsrecht tussenkomen met misbruik van meerderheid en ja rechtsmisbruik en die dingen. Dan hebben we in ons recht wel een aantal technieken om dit op te vangen. Dat is ook eerder exceptioneel. In principe is het gewoon: Je bent aan het onderhandelen en je spreekt zelf iets af en je krijgt gewoon wat je onderhandeld hebt.

Heeft uw weet van hoe de startups zich daar kunnen tegen beschermen?

Ik denk gewoon goed laten adviseren. Zorg dat je het begrijpt. Niet iets tekenen dat je niet volledig begrijpt. En dat is gemakkelijker geworden omdat het systeem nu minder complex is geworden nu het kapitaal is afgeschaft.

Is het zo dat men in de praktijk het creëren van soorten zo veel mogelijk wil vermijden?

Dat is niet mijn ervaring, neen. Ik heb wel gezien dat er regelmatig soorten gecreëerd worden in private equity en venture capital, meestal in andere vennootschappen zekere genoteerde vennootschappen. Het is iets dat je probeert te vermijden indien mogelijk. Dus toen ik mijn stage deed, deden zij dat meestal niet met soorten. Dat was op zich niet nodig. Dat waren gewoon overeenkomsten, dingen ingeschreven, die zij wouden kunnen vetoën als aandeelhouders niet meer stemrechten hebben. Dat is inderdaad wel een zware procedure omdat dat, als dan uw rechten gewijzigd worden, wel een negatief effect kan hebben. Maar ik denk voor een venture capital firm die vaak werkt met die verschillende rondes... Ik denk dat die nog altijd per ronde een aparte soort hebben. We zien dat die dat niet vermijden. Maar private equity firms zijn meer mature bedrijven en die gebruiken dat eerder niet denk ik. Maar in venture capital is dat enorm.

Brengt de variatie in stemrechten flexibiliteit voor de relatie tussen de start-ups en de VC's in de verschillende kapitaalrondes?

Ja dat denk ik wel. Dat is ook waar de VC en de private equity firm op staan te wachten, omdat zij zo'n complexe onderhandelingen voeren over wie krijgt nu welke rechten. Daar is een heel mooie flexibiliteit zodat je eigenlijk makkelijk afspraken kunt maken die je dan gemakkelijk juridisch kunt vertalen. En vroeger kon juridische vertaling bijna altijd. Bij 1 van de 100 gevallen moest de advocaat zeggen: "Ja wat je nu hebt afgesproken dat kan ik niet in een contract zetten, dat is gewoon niet mogelijk". Soms kost het weken wat je normaal in één dag kan doen en nu moet bijna alles mogelijk zijn. Dat je bijna alles kunt afspreken. Je kan wel niet afspreken dat je een aandeel zonder winst hebt en al maar zodra je een klein beetje winst hebt dat het ok is. Dat zijn eigenlijk de enige limieten die je hebt en daarvoor had je meer limieten waarin je wel rond kunt gaan maar iets moeilijker.

Zijn er nog andere opportuniteiten verbonden aan de afwijking van 1 aandeel = 1 stem? Dan denk ik aan dat de oprichters langer controle behouden na kapitaalrondes of super voting rights.

De super voting rights of vetorechten dat gaat, maar dat was daarvoor ook al. In de zin van hoeveel andere met éénvoudig stemrecht? Vroeger was het gewoon winstbewijzen uitgeven, waar ook stemrechten aan verbonden zijn. Voor winstbewijzen moest je niet dezelfde prijs voor betalen als een aandeel. Zo kon je dat doen. Of wat ik al zei: Je kan alle vetorechten inschrijven. Dat kon je vroeger ook al, dat gaat niet veranderen. En dat eerste dat oprichters langer controle behouden. Ja, dat is iets dat voornamelijk gaat bij het argument over dual class shares structures in genoteerde vennootschappen. In venture capital vennootschappen gaan ze dat altijd negotiëren en die controle blijven behouden. Wanneer die controle behouden blijft, gaat daarin niets veranderen. Om naar de beurs te gaan is dat wel een voordeel als je dual class shares structures kan hebben. Bij genoteerde vennootschappen was dat volledig niet mogelijk die dual class. Nu, dat gaat nu nog altijd niet mogelijk zijn. Voor de NV die gaat noteren die kan nog altijd geen dual class shares hebben. Ik denk dat dat vooral daar relevant is. Maar daar is niet echt iets gewijzigd.

Welke veranderingen denkt u dat er zich nog zullen voordoen?

Ik denk niet dat er heel veel inhoudelijk gaat veranderen, ik denk dat ze ongeveer hetzelfde gaan blijven doen, maar gewoon met minder complexe instrumenten.

U vindt het wel een goede zaak dat er een nieuw wetboek is gekomen?

Ja op dit punt sowieso. Algemeen ook de vrijheid, de flexibiliteit die ze hebben. Dat is goed dat die er is, dat het allemaal veel simpeler is geworden

Bijlage 6: Interview Dessers David

opmerking:

Doordat het interview noodgedwongen, omwille van de COVID-periode, moest plaatsvinden via een digitaal medium, ontbreken er soms delen in de transcriptie doordat de digitale verbinding niet altijd optimaal werkte of zelfs even volledig wegviel. Dit wordt aangegeven met [...].

Er wordt gezegd dat de BV de vennootschapsvorm bij uitstek zou worden, zeker voor kleinere en startende ondernemingen, door de flexibiliteit dat er wordt ingevoerd. Stemt dit overeen met wat u tot nu toe zag of op basis van uw logisch redeneren naar de toekomst toe?

Ja de meeste nieuwe vennootschappen zijn BV's. Ik denk dat er weinig start-ups zijn die voor een NV-vorm kiezen tenzij dat die nog een BVBA zijn onder het oude systeem, die dan worden omgezet in een BV of NV. Het is ook al gebeurd dat er NV's waren, voor het nieuwe wetboek werd ingevoerd, en dat die dan omgevormd worden naar BV's nadien, omdat de kapitaalstructuur heel flexibel is in een BV, waar je dan allerlei andere dingen kunt mee doen.

Wat zijn hiervoor de redenen? Bijvoorbeeld omwille van de kostenbesparing voor start-ups omdat omzetting naar NV niet meer nodig is doordat ook BV converteerbare effecten kan uitgeven?

Neen. Dat is eigenlijk nooit echt een issue geweest. Kijk, een NV heeft een kapitaal van 62.000 euro en als jij fundraising gaat doen dan spreek je meestal over een veelvoud van dat bedrag. Maar ik heb nog geen kapitaalrondes moeten begeleiden waar er een kapitaalinjectie van minder dan 62.000 euro gebeurde in dat bedrijf. Vroeger werd er een BVBA opgericht en gebruikten we converteerbare leningen, een contractueel instrument, eerder dan converteerbare obligaties. Bij het doorvoeren van de kapitaalverhoging werd dan de vennootschap typisch omgezet in een NV en werd die lening in natura ingebracht in het kapitaal van de vennootschap.

Ondanks de voorziene flexibiliteit, gaan er stemmen op dat het WVV wel wat complexiteiten brengt voor de bestuurders. Bent u het daarmee eens?

Ja er is wel meer complexiteit gezien de ingevoerde solvabiliteitstest en die liquiditeitstest, die verder gaat dan dat vroeger het geval was. Dus men heeft aan de ene kant alles geflexibiliseerd maar eigenlijk is de verantwoordelijkheid en daarmee ook de aansprakelijkheid aangescherpt. [...] Je moet nu een meer nauwkeurige inschatting maken over de solvabiliteit van de onderneming de komende 12 maanden en de mogelijke impact van een uitkering erop. En als je je daar niet grondig hebt op voorbereid dan loopt je aansprakelijkheid in gedrang.

De verslaggevingsverplichting is veel uitgebreider in het nieuwe wetboek. Hier kan in bepaalde omstandigheden afstand van worden gedaan, maar een aantal verslagen blijven noodzakelijk. Aan de productie van die bijkomende documentatie is er eveneens een kostenplaatje verbonden gezien de vereiste tussenkomst van gespecialiseerde adviseurs.

Welke bijkomende mogelijkheden biedt het nieuwe vennootschapsrecht voor de BV die er voorheen nog niet waren?

De mogelijkheid tot uitgifte van zeer diverse instrumenten, zoals werknemerswarranten en anti-dilutiewarranten. In een BVBA kon je dat niet implementeren omdat je daar geen warrants kon uitgeven. Die anti-dilutie bescherming werd quasi altijd gekoppeld aan een warrant omdat er rechtsspraak was die dit type van structuur als geldig beoordeelde. Een BVBA was trouwens in het algemeen geen goede structuur om extern kapitaal op te halen omwille van de specifieke regels die golden voor de overdracht van aandelen en die meer geschikt waren voor familiebedrijven en de erfopvolgingsregeling binnen dit type van onderneming. Ondernemingen met extern kapitaal werden daarom steeds gestructureerd als een NV omdat die uitgaat van de vrije overdracht van aandelen tenzij beperkt via de statuten of overeenkomst. Met de nieuwe BV zijn de overdrachtsregels vrij gemaakt indien je dat wenst en dat is een goede zaak. Bijvoorbeeld een lock-up die vroeger sowieso beperkt in de tijd moest zijn binnen een NV, waardoor je een founder of andere aandeelhouders maar gedurende een aantal jaren kon blokkeren om te verkopen. Dat is nu veranderd. Nu kun je echt een goedkeuringsrecht invoeren en de founder gewoon verhinderen om te verkopen. Je kan de anti-dilutiebescherming nu nog altijd verwerken in een aparte warrant, maar je kunt die ook inbouwen in de aandelen zelf. Dat zijn we nu meer en meer aan het doen, hetgeen identiek is aan de VS praktijk van converteerbare aandelen.

Wat ook als nuttig element uit het nieuwe wetboek wordt aangevoerd is de mogelijkheid om meervoudig stemrecht in te voeren. Bijvoorbeeld in bedrijven die dan meervoudig stemrecht geven aan personen die dan met een klein percentage toch een vrije grote invloed op het bedrijf kunnen uitoefenen. Dan kan in principe nuttig zijn om de positie van founders in bedrijven te verankeren door hen bijvoorbeeld meervoudig stemrecht te geven. De realiteit is echter dat, externe kapitaalverschaffers dit eigenlijk nooit aanvaarden. Het principe is dat het stemrecht wordt uitgeoefend overeenkomstig het aandelenpercentage, waarbij daarboven externe kapitaalverschaffers nog bijkomende vetorechten vragen voor belangrijke beslissingen op niveau van de raad van bestuur en algemene vergadering.

Welke anti-dilutie instrumenten zijn volgens u het meest geschikt/meest effectief/meest nuttig voor een start-up? Worden deze dan ook het vaakst gebruikt?

De anti-dilutie warrant is het typische instrument dat gebruikt wordt binnen start-ups. Sinds het WVV kan die ook inbouwen in de aandelen zelf. Dat zijn we nu meer en meer aan het doen, hetgeen identiek is aan de VS praktijk van converteerbare aandelen.

Waarom blijft of is de warrant (of vandaag inschrijvingsrechten) zo populair?

Voor wat betreft anti-dilutiebescherming is dat een uitvloeisel van de praktijk voor het nieuwe wetboek werd ingevoerd. Die anti-dilutie bescherming werd quasi altijd gekoppeld aan een warrant omdat er rechtsspraak was die dit type van structuur als geldig beoordeelde. We vonden het tevens verdedigbaar om toen reeds te werken met converteerbare aandelen, omdat er economisch weinig verschil is tussen nieuwe aandelen uitgeven bij uitoefening van een warrant tegen een minuscule inbreng en bestaande aandelen in een groter aantal aandelen converteren zonder deze minuscule

inbreng. We verwachten dat binnen de nieuwe BV de praktijk om anti-dilutiewarranten te gebruiken in ongebruik zal raken omwille van de mogelijkheid tot inbouwing in het aandeel zelf.

Wat is het verschil tussen een anti-dilutie warrant en een founder warrant?

Ik vermoed dat met founder warrants een instrument bedoeld wordt dat de founder het recht geeft om in te schrijven op bijkomende aandelen, ofwel tegen erg voordelige voorwaarden ofwel tegen de voorwaarden waartegen een investeerder instapt. In het eerste geval wordt dit nooit aanvaard door investeerders omdat ze hier bijkomend door verwateren na de kapitaalverhoging. In het tweede geval zal dit ook zelden worden aanvaard door investeerders omdat ze hier ook bijkomend verwateren, weliswaar tegen minder nadelige voorwaarden. De investeerder zal typisch argumenteren dat de founder tegelijk moet inschrijven op een kapitaalverhoging, eerder dan een founder warrant te ontvangen.

Warranten waren wel niet mogelijk in een BVBA?

Ja correct. De meeste startups hadden na kapitaalverhoging een kapitaal dat hoger is dan het minimumkapitaal voor een NV waarbinnen je wel warranten kon uitgeven. Meestal werd gewoon een BVBA opgericht met een minimumkapitaal en dan kwam er geld bij, dan deed je omzetting naar een NV en dan gaf je anti-dilutie warranten uit.

Zijn er geen andere anti-dilutie beschermingsinstrumenten of -maatregelen?

Belgisch vennootschapsrecht voorziet in een algemene anti-dilutiebescherming via het wettelijk voorkeurrecht waarvan alle aandeelhouders genieten. In principe heeft elke aandeelhouder het recht om pro rata in te schrijven op een uitgifte van effecten, tenzij het voorkeurrecht wordt beperkt of opgeheven door de algemene vergadering of de raad van bestuur binnen toegestaan kapitaal. Anti-dilutiebescherming voor investeerders heeft evenwel betrekking op de bescherming tegen de uitgifte van aandelen aan een lagere waardering en de compensatie via bijkomende aandelen.

Biedt het WVV meer of minder bescherming voor dilutie?

Ik denk dat de invoering van het meervoudig stemrecht als manier om de dilutie die voortvloeit uit kapitaalverhogingen te neutraliseren niet zo relevant zal zijn in de praktijk. De verhoudingen tussen aandeelhouders worden bepaald in functie van de economische onderliggende verhoudingen tussen de partijen, namelijk de investeerders en de founders. Het vennootschapsrecht is maar een instrument om die verhoudingen te structureren. Kijk, ik kan als founder trachten alles te betonnen met een stemrecht dat maal 10 gaat na de instap van een investeerder. Als die investeerder dan tegen u zegt: "Ik denk het niet, ik weiger op die basis geld te investeren", dan ga je toch van die rechten afstand moeten doen. Dat is echt een kwestie van onderhandeling tussen partijen.

Zorgt de mogelijkheid dat het bestuursorgaan nu ook gemachtigd is om aandelen uit te geven (art. 5:137 WVV, met beperking tot het toegestaan kapitaal) voor een verandering? Is er misschien meer gevaar op dilutie omdat het zou kunnen zorgen voor meer aandeeluitgiftes?

Dat bestond al, maar dat wordt eigenlijk relatief weinig gebruikt. Als er een toegestaan kapitaal is binnen de raad van bestuur dan zullen investeerders ook altijd onderhandelen dat hun bestuurder die in de raad van bestuur zit een vetorecht heeft op het gebruik van toegestaan kapitaal.

Is er een bepaalde machtsverhouding tussen de VC en de start-up oprichter?

Anti-dilutiebescherming maakt gewoon deel uit van elke kapitaalverhoging. Een venture capital verstreker vereist als onderdeel van de investering dat die beschermd wordt via een liquidation preference en anti-dilutie bescherming.

De VC heeft toch meer ervaring en onderhandelingsmacht dan de start-up?

In principe heeft een VC meer macht. Als jij een erg interessante start-up bent, waar veel investeerders in geïnteresseerd zijn, dan zal die start-up meer eisen op tafel kunnen leggen omdat die kan kiezen tussen de investeerders. Dat is echt een kwestie van relatieve machtsverhoudingen.

Het is niet zo dat er één iemand zijn wil kan doordrijven in de vorm van de anti-dilutie bepaling die uiteindelijk tot stand gaat komen?

Er is een standaard in de markt en dat is een gewogen gemiddelde anti-dilutie bescherming.

Gebeuren er dan geen wijzingen aan die anti-dilutie bepalingen?

Jawel daar wordt over onderhandeld. Je hebt eigenlijk twee brede types. Je hebt een volledige anti-dilutiebescherming, de full-ratchet. Dat is heel ongebruikelijk. Dat wordt bijna nooit aanvaard in de markt. Aan de andere kant heb je de gewogen gemiddelde formule en daar heb je wat wordt genoemd een broad-based en een narrow-based formule. Daar wordt wel wat onderhandeld over die formules. Maar het is toch min of meer een gevestigde praktijk.

Zal of heeft de mogelijkheid tot het uitgeven van alle soorten effecten in de BV (toegestaan door art. 5:18 WVV) een grote impact hebben op de contractueel bepaalde anti-dilutie bepalingen?

Kijk, als een investeerder in een kapitaal stapt aan een bepaalde waardering dan zal die anti-dilutiebescherming vragen om zich te beschermen tegen een kapitaalverhoging aan een lagere waardering. Dat was zo en dat zal zo blijven. Welke instrumenten het Wetboek van Vennootschappen ook voorziet zal niets veranderen aan die basisverhouding. At the end of the day gaat het om the economics: Wat zijnde economische relaties tussen partijen? De instrumenten die gebruikt worden zijn een reflectie van wat er tussen partijen wordt overeengekomen. En het feit dat je nu ineens een meervoudig stemrecht hebt of andere dingen dat verandert niets daaraan, dat verandert niets aan die essentie.

In het vorige Wetboek van Vennootschappen, bood het voorkeurrecht een ideale bescherming tegen (machts)verwatering of het procentuele aandeelverlies bij kapitaalverhogingen, is dat nog steeds zo?

Dat is niet veranderd in het nieuwe wetboek. Het voorkeurrecht blijft het recht geven om bij toekomstige kapitaalverhoging in te schrijven voor het pro-rata gedeelte. Als je dat recht niet uitoefent bij een uitgifte van effecten die wordt aangeboden aan alle aandeelhouders, verwater je. Het voorkeurrecht kan opgeheven of beperkt worden met een 7% meerderheid. Investeerders onderhandelen steeds dat hun voorkeurrecht niet kan worden opgeheven zonder dat zij hun akkoord geven.

Brengt het voorkeurrecht dan toch voordelen?

Dat wordt door de wet voorzien. In de praktijk onderhandelen investeerders dat het niet kan worden opgeheven zonder hun akkoord. Maar stel dat een investeerder instapt en hij heeft 20% van het kapitaal, dan zouden de resterende 80% het voorkeurrecht kunnen opheffen om die ene investeerder uit te sluiten van het recht om deel te nemen bij een kapitaalverhoging. En wanneer moet je onderhandelen? Als je minder dan 25% hebt. Want wanneer je meer dan 25% hebt dan heb je per definitie een blokkeringsminderheid die zich kan verzetten tegen de opheffing van het voorkeurrecht.

**Zijn er nog opportuniteiten verbonden aan de afwijking van 1 aandeel = 1 stem?
Bijvoorbeeld dat de oprichters langer controle behouden na kapitaalrondes?**

Ja in theorie is dat mogelijk door bijvoorbeeld te voorzien in een meervoudig stemrecht. Maar de realiteit is dat er weinig investeerders zijn die bereid zijn om in dat verhaal mee te gaan. Er zijn in de VS een aantal voorbeelden zoals Facebook en Google waar de oprichters disproportionele controle behouden. Ik kan het me voorstellen voor een zeer bijzondere en aantrekkelijke start-up, waar er tien keer meer vraag is om te investeren dan dat er aanbod is. Ik heb het echter zelf nog nooit gezien in de praktijk.

Hoeveel nut heeft het om nieuw recht in te voeren als er dan precies niets mee gedaan wordt?

Ik denk dat dit een detail is van de nieuwe wetgeving. Het was nodig om een nieuwe wet te keuren voor heel veel verschillende redenen en dat is goed weergegeven in de toelichting. Dit is een detail. Dit kon al. Het is nuttig dat een BV nu alles kan doen, absoluut. Maar als je mij de vraag stelt: Kan je nu iets wat we vroeger niet konden?, dan is het antwoord neen. We konden dat vroeger ook op andere manieren doen.

Gezien het zeer nieuwe karakter van het WVV, kan ik me voorstellen dat er nog niet al te veel conclusies kunnen getrokken worden. Toch ben ik benieuwd naar uw visie over de toekomst. Welke veranderingen denkt u dat er zich nog zullen voordoen?

Ik denk niet dat er op dit moment iets bijkomend nodig is.

Ziet u of verwacht u bepaalde 'trends'? Dan denk ik aan praktijken die bij veel start-ups zich misschien gaan voordoen?

Ik denk het niet.

Bijlage 7: Statuten Art. 32 Conversie van Aandelen

32.1. Vrijwillige conversie

De houders van Preferente Aandelen zullen op elk moment, geheel discretionair en op elk moment en van tijd tot tijd, het recht hebben om (naar eigen goeddunken) hun Preferente Aandelen te converteren in Gewone Aandelen, na het richten van een schriftelijke kennisgeving aan de Vennootschap (de "**Kennisgeving van Conversie**"), en zonder de betaling van enige bijkomende vergoeding door de houder ervan, waarbij elk Preferent Aandeel zal worden geconverteerd in een aantal volledig volgestorte Gewone Aandelen (zonder bijkomende plicht tot inbreng of volstorting) gelijk aan het resultaat van de breuk waarvan de teller gelijk is aan de Originele Inschrijvingsprijs en de noemer gelijk is aan Conversieprijs (zoals hierna gedefinieerd) die op het ogenblik van conversie geldt (de "**Conversie Ratio**"). De "**Conversieprijs**" zal initieel gelijk zijn aan de Originele Inschrijvingsprijs. Zulke initiële Conversieprijs, en de conversie ratio waaraan de Preferente Aandelen geconverteerd kunnen worden in Gewone Aandelen, zal het voorwerp zijn van aanpassing overeenkomstig Artikel 32.4. tot en met Artikel 32.8. van deze Statuten.

32.2. Verplichte conversie

Alle Preferente Aandelen zullen verplicht en automatisch worden geconverteerd in Gewone Aandelen aan de dan toepasselijke Conversie Ratio bij (i) een beslissing van de houders van ten minste een gewone meerderheid van de uitstaande Preferente Aandelen of (ii) een Gekwalificeerd Publiek Aanbod, met dien verstande dat de conversie van Preferente Aandelen voorwaardelijk zal zijn aan de voltooiing van het Gekwalificeerd Publiek Aanbod, waarbij zulke conversie niet geacht zal worden geacht effectief te hebben plaatsgevonden tot en met de voltooiing van zulk Gekwalificeerd Publiek Aanbod.

32.3. Pay-to-play conversie

In de mate dat een Ingebrekekblijvende Investeerder niet inschrijft op diens portie van het Totaal Milestone Closing Inschrijvingsbedrag indien en wanneer hij daartoe opgeroepen wordt in overeenstemming met de Investeringsovereenkomst, zullen (zonder afbreuk te doen aan enige aan andere rechten die de Vennootschap heeft, met inbegrip van het uitvoeren van de verplichting tot inschrijving op diens portie van het Totaal Milestone Closing Inschrijvingsbedrag en/of enige vorderingen tot schadevergoeding door andere partijen) zulke Ingebrekekblijvende Investeerder's Ingebrekekblijvende Preferente Aandelen verplicht en automatisch worden geconverteerd in Gewone Aandelen overeenkomstig artikel 3.1.3 van de Investeringsovereenkomst, waarbij elk Ingebrekekblijvend Preferent Aandeel zal worden geconverteerd in een aantal Gewone Aandelen op basis van de dan geldende Conversie Ratio, met dien verstande dat dit pay-to-play mechanisme en de eruit voortvloeiende verplichte en automatische conversie vervallen en geannuleerd zal zijn (en dus geen toekomstige conversie meer zal vereisen), zonder afbreuk te doen aan de conversies die voorafgaandelijk aan dit moment reeds zijn voltrokken, onmiddellijk voorafgaand aan een Gekwalificeerd Publiek Aanbod of een Liquiditeitsgebeurtenis.

[...]

32.4. Aanpassing van de Conversieprijs in het geval van een dilutieve uitgifte

32.4.1. Geen aanpassing van de Conversieprijs

Geen aanpassing van de Conversieprijs zal gebeuren als een resultaat van de uitgifte van (of geachte uitgifte van) Bijkomende Gewone Aandelen indien de Vennootschap de schriftelijke goedkeuring van de Investeerdersmeerderheid ontvangt dat geen aanpassing van de Conversieprijs zal gebeuren als een resultaat van de uitgifte van (of geachte uitgifte van) Bijkomende Gewone Aandelen.

32.4.2. Geachte uitgifte van Bijkomende Gewone Aandelen

- (i) Indien de Vennootschap op enige moment na de datum van de Aandeelhoudersovereenkomst Opties of Converteerbare Effecten (met uitzondering van de Opties of Converteerbare Effecten die Uitgesloten Effecten vormen) zal uitgeven of een vaststellingsdatum zal vastleggen voor de bepaling van de houders van enige soort of klasse van Effecten die gerechtigd zullen zijn enige van zulke Opties of Converteerbare Effecten te verkrijgen, dan zal het maximaal aantal uit te geven Gewone Aandelen (zoals uiteengezet in het instrument of het Effect dat daarop betrekking heeft, uitgaande van het voldaan zijn van enige voorwaarden voor uitoefenbaarheid, converteerbaarheid of inwisselbaarheid, maar zonder afbreuk te doen aan enige bepaling daarin vervat voor een toekomstige aanpassing van zulk aantal) bij de uitoefening van zulke Opties

of, in het geval van Converteerbare Effecten of Opties daarop, de conversie of inwisseling van zulke Converteerbare Effecten, geacht worden het aantal Bijkomende Gewone Aandelen te zijn uitgegeven op het moment van zulke uitgifte of, in het geval zulke vaststellingsdatum zal zijn vastgesteld, op het moment van het einde van de werkdag van zulke vaststellingsdatum.

- (ii) Indien de voorwaarden van enige Optie of enig Converteerbaar Effect, de uitgifte waarvan resulteerde in een aanpassing van de Conversieprijs overeenkomstig Artikel 32.4.3. hieronder, worden herzien als een resultaat van de aanpassing van zulke voorwaarden of enige andere wijziging in het kader van de bepalingen van zulke Optie of Converteerbaar Effect (met uitzondering van automatische aanpassingen aan zulke voorwaarden overeenkomstig anti-dilutie bepalingen of gelijkaardige bepalingen van zulke Opties of Converteerbare Effecten) om te voorzien in ofwel (1) een verhoging of verlaging van het aantal Gewone Aandelen uitgeefbaar in het kader van de uitoefening, conversie en/of inwisseling van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect, ofwel (2) een verhoging of verlaging van het bedrag dat betaalbaar is aan de Vennootschap in het kader van zulke uitoefening, de conversie en/of inwisseling, in dat geval, die effectief wordt op het moment van de effectieve voltrekking van zulke verhoging of verlaging, zal de Conversieprijs die berekend werd op het moment van de originele uitgifte van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect (of op de vaststellingsdatum met betrekking daartoe) worden heraanangepast naar de Conversieprijs die zou van toepassing zijn geweest indien de aangepaste voorwaarden van toepassing zouden zijn geweest op het moment van de originele uitgifte van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect. Niettegenstaande het voorgaande, zal er geen aanpassing overeenkomstig deze paragraaf (ii) als gevolg hebben dat de Conversieprijs wordt verhoogd tot een bedrag dat hoger is dan het laagste van (x) de Conversieprijs die van toepassing is onmiddellijk voorafgaand aan de originele aanpassing die plaatsvindt als een resultaat van de uitgifte van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect, of (y) de Conversieprijs die zou resulteren uit enige uitgiftes van Bijkomende Gewone Aandelen (met uitzondering van de Bijkomende Gewone Aandelen die geacht worden uitgegeven te zijn als een resultaat van de uitgifte van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect) tussen de originele aanpassingsdatum en zulke datum van heraanpassing.
- (iii) Indien de voorwaarden van enige Optie of enig Converteerbaar Effect (met uitzondering van de Opties of Converteerbare Effecten die Uitgesloten Effecten vormen), waarvan de uitgifte niet resulteert in een aanpassing van de Conversieprijs overeenkomstig Artikel 32.4.3. hieronder (ofwel omdat de vergoeding per aandeel (bepaald overeenkomstig Artikel 32.4.4. hieronder) van de Bijkomende Gewone Aandelen die er het voorwerp van waren gelijk was aan of groter was dan de Conversieprijs die op dat moment van toepassing was, of omdat zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect uitgegeven was voorafgaand aan de datum van de Aandeelhoudersovereenkomst), zijn herzien na de datum van de Aandeelhoudersovereenkomst als een resultaat van de aanpassing van zulke voorwaarden of enige andere wijziging in het kader van de bepalingen van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect (met uitzondering van automatische aanpassingen aan zulke voorwaarden overeenkomstig anti-dilutie bepalingen of gelijkaardige bepalingen van zulke Opties of Converteerbare Effecten) om te voorzien in ofwel (1) een verhoging van het aantal Gewone Aandelen uitgeefbaar in het kader van zulke uitoefening, conversie en/of inwisseling van zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect, ofwel (2) een verlaging van het bedrag dat betaalbaar is aan de Vennootschap in het kader van zulke uitoefening, de conversie en/of inwisseling, dan zal zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect, zoals aangepast of herzien, en het aantal Bijkomende Gewone Aandelen dat er het voorwerp van is (bepaald op de wijze die uiteengezet wordt in paragraaf (i) hierboven) geacht worden uitgegeven te zijn op het moment dat zulke verhoging of verlaging effectief wordt.
- (iv) Op het moment van het vervallen of beëindigen van enige niet-uitgeoefende Optie of niet-geconverteerd of niet-ingewisseld Converteerbaar Effect (of een gedeelte daarvan) dat resulteerde in (ofwel op het moment van de originele uitgifte of op het moment van het herzien van zijn voorwaarden) een aanpassing van de Conversieprijs overeenkomstig Artikel 32.4.3. hieronder, zal de Conversieprijs heraanangepast worden naar de Conversieprijs die van toepassing zou zijn geweest indien de relevante Optie of het relevant Converteerbaar Effect nooit uitgegeven zou zijn geweest.
- (v) Indien het aantal Gewone Aandelen uitgeefbaar ten gevolge van een uitoefening, conversie en/of inwisseling van enige Optie of enig Converteerbaar Effect, of de vergoeding die betaalbaar zou zijn aan de Vennootschap ten gevolge van zulke uitoefening, conversie en/of inwisseling, wordt berekend op het moment dat zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect is uitgegeven of aangepast, maar het voorwerp uitmaakt van (verdere) aanpassing gebaseerd op toekomstige gebeurtenissen, zal enige aanpassing naar de Conversieprijs die wordt uiteengezet in dit Artikel 32.4.2. worden voltrokken op het moment van zulke uitgifte of aanpassing gebaseerd op het aantal aandelen of het bedrag van de vergoeding zonder rekening te houden met enige bepaling omtrent toekomstige aanpassingen (en enige toekomstige aanpassingen zullen behandeld worden

zoals uiteengezet in de paragrafen (i) en (ii)). Indien het aantal van Gewone Aandelen dat uitgeefbaar is ten gevolge van de uitoefening, conversie en/of inwisseling van enige Optie of enig Converteerbaar Effect, of de vergoeding betaalbaar aan de Vennootschap ten gevolge van de uitoefening, conversie en/of inwisseling, niet berekend kan worden op het moment dat zulke Optie of zulk Converteerbaar Effect wordt uitgegeven of aangepast, zal enige aanpassing aan de Conversieprijs die zou resulteren uit de bepalingen van dit Artikel 32.4.2. op het moment van zulke uitgifte of aanpassing behandeld worden op het moment dat zulk aantal aandelen en/of zulk bedrag van de vergoeding voor het eerst berekenbaar is (zelf indien dit onderhevig zou zijn aan enige toekomstige aanpassingen), ervan uitgaande voor de doeleinden van deze berekening van de aanpassing van de Conversieprijs dat zulke uitgifte of aanpassing plaats had op het moment dat zulke berekening voor het eerst kan worden gemaakt.

32.4.3. Aanpassing van de Conversieprijs in het kader van een dilutieve uitgifte van Bijkomende Gewone Aandelen

- (i) In het geval de Vennootschap op enig moment na de datum van de Aandeelhoudersovereenkomst Bijkomende Gewone Aandelen uitgeeft (met inbegrip van Bijkomende Gewone Aandelen die geacht worden te zijn uitgegeven overeenkomstig Artikel 32.4.2.), zonder vergoeding of voor een vergoeding per aandeel die lager is dan de Conversieprijs die onmiddellijk voorafgaand aan zulke uitgifte van toepassing is, dan zal de Conversieprijs worden verlaagd, gelijktijdig met zulke uitgifte, naar een prijs (afgerond naar het dichtstbijzijnde honderdste van een cent) bepaald overeenkomstig volgende formule: $CP_2 = CP_1 * (A + B) / (A + C)$.
- (ii) Voor de doeleinden van bovenstaande formule, zullen de volgende definities van toepassing zijn:
- "**CP₂**": betekent de Conversieprijs die van toepassing is op het moment onmiddellijk volgend op de uitgifte van Bijkomende Gewone Aandelen;
 - "**CP₁**": betekent de Conversieprijs die van toepassing is op het moment onmiddellijk voorafgaand aan de uitgifte van Bijkomende Gewone Aandelen;
 - "**A**": betekent het aantal Gewone Aandelen uitstaand onmiddellijk voorafgaand aan zulke uitgifte van Bijkomende Gewone Aandelen (waarbij voor dit doeleinde alle Gewone Aandelen die uitgeefbaar zijn ten gevolge van een uitoefening van Opties die uitstaand zijn onmiddellijk voorafgaand aan zulke uitgifte of ten gevolge van de conversie of inwisseling van Converteerbare Effecten (met inbegrip van Preferente Aandelen) die uitstaand zijn onmiddellijk voorafgaand aan zulke uitgifte (veronderstellende de uitoefening van enige uitstaande Opties in dat verband) worden beschouwd als zijnde uitstaand);
 - "**B**": betekent het aantal Gewone Aandelen dat zou zijn uitgegeven indien zulke Bijkomende Gewone Aandelen zouden zijn uitgegeven aan een prijs per aandeel gelijk aan CP₁ (bepaald door het delen van de totale vergoeding die ontvangen wordt door de Vennootschap ten gevolge van zulke uitgifte door CP₁); en
 - "**C**": betekent het aantal Bijkomende Gewone Aandelen die uitgegeven worden in zulke transactie.

[...]

Bijlage 8: Art... Anti-Dilutie Inschrijvingsrechten

In het kader van de afgesproken pre-investment waardering naar aanleiding van de kapitaalverhogingen in artikel ..., gaat XXX er uitdrukkelijk mee akkoord dat aan YYY en ZZZ anti-dilutie Inschrijvingsrechten worden verleend voor wat hun totale inbreng in cash tot op heden betreft.

De Bestaande Aandeelhouders (waarvoor YYY zich sterk maakt), XXX en ZZZ verbinden zich er daarenboven toe hun volledige stemkracht te zullen aanwenden om op de in Artikel ... genoemde Buitengewone Algemene Vergadering hun goedkeuring te geven en de Vennootschap verbindt zich voor zover nodig tot de uitgifte, tegen een uitgifteprijs van één eurocent (€ 0,01) per Inschrijvingsrecht, van 5 C-Inschrijvingsrechten aan ZZZ tegen een niet-terugvorderbare Uitoefenprijs van één eurocent (€ 0,01) per Inschrijvingsrecht, recht gevende op Aandelen klasse C (waarvan het aantal alsdan wordt bepaald volgens de hierna vermelde formule) en van 5 C-Inschrijvingsrechten aan YYY tegen een niet-terugvorderbare Uitoefenprijs van één eurocent (€ 0,01) per Inschrijvingsrecht, recht gevende op Aandelen klasse C (waarvan het aantal alsdan wordt bepaald volgens de hierna vermelde formule).

De Anti-dilutie Inschrijvingsrechten zullen uitoefenbaar zijn, gedurende een periode van vijf (5) jaar na hun uitgifte, ter gelegenheid van een dilutieve uitgifte door de Vennootschap van Aandelen. Onder de term "dilutieve uitgifte" dient te worden verstaan: de uitgifte van nieuwe Aandelen van de Vennootschap tegen een inschrijvingsprijs die lager is dan € ... (... Euro) per Aandeel (hierna ook genoemd "Dilutieve Aandelen").

De Anti-dilutie Inschrijvingsrechten kunnen enkel worden uitgeoefend tijdens een periode van twee (2) maanden ingaande op:

- de dag van de dilutieve uitgifte van Aandelen, of
- indien de uitoefening of conversie van een Inschrijvingsrecht, converteerbare obligatie of een andere effect de houder het recht verleent in te schrijven op Dilutieve Aandelen, de datum van de dilutieve uitgifte na de uitoefening of conversie van deze Effecten.

De raad van bestuur zal elke houder van een Anti-dilutie Inschrijvingsrecht bijgevolg in kennis stellen:

- ten laatste vijftien (15) Werkdagen voor de vergadering waarop zal worden beslist om Dilutieve Aandelen uit te geven, of
- indien de uitoefening of conversie van een Inschrijvingsrecht, converteerbare obligatie of een andere effect de houder het recht verleent in te schrijven op Dilutieve Aandelen, ten laatste vijf (5) Werkdagen na de uitoefening of conversie van deze Effecten.

Dergelijke kennisgevingen zullen alle relevante details van de dilutieve uitgifte bevatten alsook alle informatie die relevant is voor de Inschrijvingsrechthouders.

Het aantal Aandelen klasse C waarop de Inschrijvingsrechthouder zal kunnen inschrijven bij de uitoefening van een Anti-dilutie Inschrijvingsrecht, zal worden berekend als volgt:

$$X*((P0/P1)-1)$$

X = het aantal door de betrokken houder van de Anti-dilutie-Inschrijvingsrechten (op het ogenblik van de uitoefening ervan) gehouden Aandelen (van tijd tot tijd aangepast voor aandelensplitsingen, samenvoeging van Aandelen en dergelijke)

P0 = € ...

P1 = de inschrijvingsprijs die moet worden betaald per Dilutief Aandeel.

De Inschrijvingsrechten zijn op naam en zullen worden ingeschreven in het register van de Inschrijvingsrechthouders dat daartoe door de Vennootschap zal worden aangelegd, en dat zal worden gehouden op de maatschappelijke zetel van de Vennootschap.

De Inschrijvingsrechthouder die beslist haar Inschrijvingsrechten geheel of gedeeltelijk uit te oefenen, zal hiervan de raad van bestuur van de Vennootschap op de hoogte brengen per aangetekend schrijven. De beslissing tot het uitoefenen van de Inschrijvingsrechten wordt geacht effectief te zijn genomen op het moment van het verzenden (postdatum) van hoger genoemd aangetekend schrijven.

De Inschrijvingsrechthouder die heeft beslist haar Inschrijvingsrechten geheel of gedeeltelijk uit te oefenen, zal binnen een termijn van uiterlijk vijf (5) Werkdagen na verzending van voormeld aangetekend schrijven, de Uitoefenprijs verbonden aan de Inschrijvingsrechten die zij wenst om te zetten, volstorten op een geblokkeerde rekening op naam van de Vennootschap die de raad van bestuur haar zal aanduiden.

De raad van bestuur verbindt zich ertoe de uitoefening van de Inschrijvingsrechten door de Inschrijvingsrechthouder ter kennis te brengen van de algemene vergadering, en dit binnen een termijn van vijf (5) Werkdagen na ontvangst van bovenvermeld aangetekend schrijven van de Inschrijvingsrechthouder.

De kapitaalverhoging waartoe de uitoefening van de Inschrijvingsrechten aanleiding geeft, zal telkens zo spoedig mogelijk authentiek worden vastgesteld. Aan de raad van bestuur wordt machtiging gegeven om, onder voorlegging van een door de commissaris (of bij ontstentenis van deze, een bedrijfsrevisor) voor echt verklaarde lijst van uitoefening van Inschrijvingsrechten, het volgende bij authentieke akte te laten vaststellen:

- de uitoefening van de Inschrijvingsrechten;
- de kapitaalverhoging voortvloeiende uit de uitoefening van de Inschrijvingsrechten;
- het aantal in vertegenwoordiging van de kapitaalverhoging uitgegeven Aandelen en de eventuele uitgiftepremie;
- de inschrijving op de betreffende klasse van Aandelen;
- de wijziging van de statuten waartoe deze kapitaalverhoging aanleiding geeft;
- de coördinatie van de statuten.

De nieuwe Aandelen waarop effectief zal zijn ingeschreven, zullen dezelfde rechten en voordelen bieden als de klasse waartoe ze behoren en zullen recht geven op een deelname in de winst pro rata temporis vanaf hun uitgifte.

Te rekenen vanaf de uitgifte van de Inschrijvingsrechten en tot het einde van de termijn van uitoefening van de Inschrijvingsrechten, mag de Vennootschap door geen enkele verrichting de voordelen verminderen die de voorwaarden van uitgifte of de wet toekennen aan de Inschrijvingsrechthouders. Ingeval van fusie of splitsing van de Vennootschap, zullen de inschrijvingsrechten verbonden aan de op datum van dergelijke verrichting nog uitstaande Inschrijvingsrechten, evenals de daarmee verbonden uitoefenprijzen, worden gewijzigd overeenkomstig de ruilverhouding toegepast voor de bestaande Aandelen van de Vennootschap.

De kosten met betrekking tot de potentiële kapitaalverhoging(en) vallen ten laste van de Vennootschap.

Alle Partijen verbinden er zich toe te goeder trouw samen te werken om de uitgifte en toekenning van de Inschrijvingsrechten te realiseren.

De Bestaande Aandeelhouders (waarvoor YYY zich sterk maakt), XXX en ZZZ verbinden er zich bij deze uitdrukkelijk toe om onvoorwaardelijk en definitief afstand te doen van hun voorkeurrechten in het kader van de toekenning van de Inschrijvingsrechten en van de potentiële kapitaalverhogingen als gevolg van de uitoefening van de Inschrijvingsrechten van de respectievelijke andere Partijen.