

Aandelentransacties bij projectfinancieringen

– Mr. drs. S. van den Boogaart¹

1. Inleiding

In Nederland wordt de realisatie van veel grote bouwprojecten voorgefinancierd met behulp van projectfinanciering. Gedacht kan worden aan (offshore) windmolenparken, snelwegen, sluizen, gebouwen, afvalwaterzuiveringsinstallaties of fabrieken. De financiële structuur van een projectfinanciering verschilt van project tot project, maar heeft in de regel twee elementen: eigen vermogen verstrekt door de investeerders in het project (in de praktijk meestal *equity investors* of *sponsors* genoemd) en vreemd vermogen verstrekt door een of meer financiers. Het vreemd vermogen wordt terugbetaald met de kasstroom die in de toekomst door het project zal worden gegenereerd. De *sponsors* bieden geen ('*non-recourse*') of slechts beperkt ('*limited recourse*') verhaal.

Projectfinanciering wordt onder meer toegepast bij de contractvorm DBFM(O): *Design, Build, Finance, Maintain (and Operate)*. Bij deze contractvorm geeft een publieke opdrachtgever opdracht aan een private opdrachtnemer om een project te ontwerpen, realiseren, financieren en langdurig te onderhouden en soms ook te exploiteren. In Nederland is DBFM(O) de laatste decennia veelvuldig toegepast bij grote overheidsprojecten.² De publieke opdrachtgever is dan meestal de rijksoverheid, meer specifiek Rijkswaterstaat (voor infra-

structuur) of het Rijksvastgoedbedrijf (voor huisvesting).³

DBFM(O)-projecten (en overigens ook andere projecten met projectfinanciering) hebben doorgaans een lange looptijd (veelal 20 à 30 jaar). Het is echter niet gebruikelijk dat de *sponsors* gedurende de gehele looptijd van het project hun belang aanhouden. Integendeel, in de praktijk komt veelvuldig voor dat de oorspronkelijke *sponsors* (de 'primaire investeerders') hun belang om financiële of strategische redenen op enig moment tijdens de looptijd van het project wensen te verkopen aan nieuwe investeerders, zoals infrastructuurbeleggers of pensioenfondsen (de 'secundaire investeerders'). Soms verkopen deze secundaire investeerders hun belang na verloop van tijd weer door aan derden.

Dergelijke overnames tussen primaire investeerders en secundaire investeerders of tussen secundaire investeerders onderling worden ook wel aangeduid als 'secundaire markttransacties'. Secundaire markttransacties vinden vaak plaats nadat de realisatiefase⁴ van het project is afgerond. De reden hiervoor is dat dergelijke overnames tijdens de realisatiefase veelal niet toegestaan zijn op grond van de transactiedocumentatie (waarover meer verderop in deze bijdrage). Voor veel Nederlandse projecten geldt dat de realisatiefase recent is afgerond of de komende jaren wordt afgerond. Secundaire markttransacties hebben daarom een opmars gemaakt. Een en ander laat overigens onverlet dat secundaire markttransacties ook *tijdens* de realisatiefase kunnen voorkomen. Dergelijke transacties zijn wel minder gebruikelijk en komen vooral voor bij projecten die tijdens de bouw met tegenslag te kampen hebben. Verderop in deze bijdrage zal

¹ Sander van den Boogaart is advocaat bij Houthoff.

² De contractvorm DBFM(O) gold vanaf 2005 als 'standaardoptie' bij de rijksoverheid. Bij ieder infrastructuurproject boven de € 60 miljoen en ieder gebouw boven de € 25 miljoen werd gekeken of de opdrachtnemer zowel ontwerp, bouw, voorfinanciering, als langjarig onderhoud (en - in geval van een DBFM(O)-project - ook de exploitatie) kon doen. Maar na (financiële) tegenvallers bij enkele DBFM(O)-projecten wordt deze contractvorm op dit moment niet toegepast bij nieuwe projecten. Dat laat uiteraard onverlet dat de DBFM(O)-projecten die nu in uitvoering zijn (en dat zijn er gelet op de lange looptijd van DBFM(O)-projecten nog een groot aantal) gewoon zullen worden voortgezet. De verwachting is dan ook dat aandelentransacties bij DBFM(O)-projecten de komende jaren aan de orde zullen blijven.

³ Er zijn enkele gevallen bekend waarbij een decentrale overheid optreedt als publieke opdrachtgever. Zo heeft de gemeente Westland opdracht verstrekt voor een gemeentehuis (op basis van DBFM(O)) en heeft het hoogheemraadschap van Delfland opdracht verstrekt voor een afvalwaterzuiveringsinstallatie (op basis van DBFM).

⁴ Met de realisatiefase wordt bedoeld op de fase waarin het project wordt ontworpen en gerealiseerd. Na de realisatiefase vangt de exploitatiefase aan, waarin het project wordt onderhouden (en - in geval van een DBFM(O)-project - geëxploiteerd).



Zeesluis IJmuiden / foto: Rob Kluitenberg

nader op de verschillende vormen van secundaire markttransacties worden ingegaan.

Secundaire markttransacties zijn juridisch gezien complex, omdat rekening dient te worden gehouden met de overdrachtsrestricties in de (veelal omvangrijke) transactiedocumentatie. Uit deze restricties kan voortvloeien dat een *sponsor* voor de overdracht van zijn belang in het project de toestemming nodig heeft van andere stakeholders in het project, zoals de opdrachtgever, de financiers en/of de andere *sponsors*.

In deze bijdrage wordt nader ingegaan op de voornaamste juridische aandachtspunten bij secundaire markttransacties. Voor een goed begrip wordt eerst aandacht besteed aan de juridische structurering van een doorsnee DBFM(O)-project. Daarna wordt besproken met welke aspecten van de transactiedocumentatie bij secundaire markttransacties met name rekening gehouden dient te worden. Afgesloten wordt met een korte conclusie. Omdat de transactiedocumentatie in nagenoeg alle Nederlandse DBFM(O)-projecten grotendeels Engelstalig is, zullen in deze bijdrage ook regelmatig Engelse termen worden gehanteerd.

Overigens is de relevantie van deze bijdrage niet beperkt tot DBFM(O)-projecten. Veel van hetgeen in deze bijdrage wordt besproken is evenzeer van toepassing op andersoortige projectfinancieringen.

2. De structuur van DBFM(O)-projecten

In de door de rijksoverheid geïnitieerde DBFM(O)-projecten wordt een DBFM(O)-overeenkomst gesloten tussen de rijksoverheid en een projectvennootschap, op grond waarvan de projectvennootschap verantwoordelijk is voor het ontwerpen (*Design*), realiseren (*Build*), financieren (*Finance*) en (langdurig) onderhouden (*Maintain*) van het project. In DBFM(O)-projecten komt daar ook de exploitatie van het object na de realisatie bij (*Operate*).

De projectvennootschap is een speciaal voor het project opgerichte vennootschap en wordt daarom ook wel *special purpose company* of kortweg SPC genoemd. De SPC heeft zelf geen middelen (werknemers, materieel en materiaal) om het ontwerp en de realisatie van het project te verrichten. De SPC is daarom genooddaakt om hiervoor een onderaannemingsovereenkomst te sluiten met een of meer (onder)aannemers. Hetzelfde geldt voor het onderhoud en eventueel de exploitatie. Met de desbetreffende aannemers wordt *back-to-back* gecontracteerd, dat wil zeggen dat de relevante rechten en verplichtingen van de SPC onder de DBFM(O)-overeenkomst zoveel mogelijk een-op-

een worden 'doorgelegd' naar deze onderaannemers.⁵

De onderaannemers dienen vanzelfsprekend betaald te worden voor hun werkzaamheden. Op grond van de DBFM(O)-overeenkomst betaalt de opdrachtgever van de SPC het leeuwendeel van de vergoeding voor de werkzaamheden echter pas ná de realisatie van het project aan de SPC. De SPC moet het ontwerp en de realisatie van het project daarom overwegend zelf voorfinancieren. De voorfinanciering geschiedt met eigen vermogen en vreemd vermogen. Doorgaans is de inbreng van eigen vermogen (zeer) beperkt. Een ratio eigen vermogen/vreemd vermogen van 10/90 is niet ongebruikelijk. Met de inkomstenstroom tijdens de exploitatiefase van het project kan de SPC vervolgens rente en aflossingen betalen aan de financiers, haar operationele kosten dekken en (dividend)uitkeringen aan de aandeelhouders bekostigen.

Het vreemd vermogen wordt in de praktijk gefinancierd door verschillende typen financiers. Gedacht kan worden aan Nederlandse en buitenlandse commerciële banken, maar bijvoorbeeld ook aan de Europese Investeringsbank (EIB) en BNG Bank (voorheen: Bank Nederlandse Gemeenten). De lening die door deze financiers aan de SPC wordt verstrekt, bestaat bovendien uit verschillende onderdelen ('kredietfaciliteiten').

In dergelijke situaties is de praktijk ontstaan dat de voorwaarden die *gemeenschappelijk* zijn voor de verschillende typen financiers en de verschillende kredietfaciliteiten worden vastgelegd in een zogenaamde *common terms agreement*⁶, waarbij alle financiers en de SPC partij zijn. De voorwaarden die *uniek* zijn voor iedere kredietfaciliteit (zoals de hoogte van de lening en de rente en het aflossingschema) worden in dit geval vastgelegd in relatief korte overeenkomsten tussen de desbetreffende financiers en de SPC, de *facility agreements*. Deze aanpak heeft verschillende voordelen. Zo worden tijd en kosten bespaard omdat de SPC met de verschillende financiers geen bilaterale onderhandelingen hoeft te voeren over vergelijkbare voorwaarden in de verschillende *facility agreements* en wordt het risico verkleind dat vergelijkbare voorwaarden in de verschillende *facility agreements* inconsistent worden geïnterpreteerd, in het bijzonder als deze *faci-*

lity agreements worden beheerst door verschillende rechtssystemen.⁷

Verder sluiten de financiers met elkaar en met de SPC (en soms ook met *holdco* en de *sponsors*) een *intercreditor agreement* waarin afspraken over hun onderlinge verhoudingen zijn opgenomen.

De 'conventionele' zekerheden die de financiers van de SPC en *holdco* ontvangen zijn beperkt en bestaan doorgaans uit pandrechten op vorderingen, roerende zaken, bankrekeningen, aandelen in de SPC, et cetera. Daarnaast sluiten de financiers⁸ meestal meerdere 'directe overeenkomsten': één met de SPC en de opdrachtgever van het project en één of meerdere met de SPC en diens onderaannemer(s). Deze overeenkomsten geven de financiers bij insolventie van de SPC (en in enkele andere omstandigheden) het recht om in de positie van de SPC te stappen en het project zelf af te (laten) bouwen, zodat de inkomstenstroom die na de realisatiefase ontstaat, en waarmee rente en aflossingen moeten worden betaald aan de financiers, is gewaarborgd.⁹

Het eigen vermogen van de SPC - ook wel *equity* genoemd - wordt verschaft door een of meerdere *sponsors*. Meestal gebeurt dit niet rechtstreeks, maar via een houdstermaatschappij, ook wel *holding company* of kortweg *holdco* genoemd.¹⁰ *Holdco* houdt 100% van de aandelen in de SPC. De verschillende *sponsors* zijn op hun beurt dan aandeelhouder van *holdco*. Schematisch gezien ziet dit er uit als afgebeeld in fig. 1.

Doorgaans sluiten de SPC en *holdco* met groepsmaatschappijen van (een deel van) de *sponsors* ieder afzonderlijk een *management services agreement*. Op grond van deze overeenkomsten verlenen de desbetreffende partijen bepaalde management-

⁷ Zie ook J. Dewar, *International project finance. Law and practice*, Oxford University Press 2011, p. 169 en E.R. Yescombe, *Principles of project finance (second edition)*, Elsevier 2014, p. 401. Hoewel gebruikelijk, is een dergelijk onderscheid tussen een *common terms agreement* en afzonderlijke *facility agreements* niet altijd aan de orde. In sommige projecten worden de gemeenschappelijke voorwaarden en de voorwaarden die uniek zijn voor iedere kredietfaciliteit in dezelfde overeenkomst vastgelegd. Een dergelijke overeenkomst wordt dan ook wel *common terms and facilities agreement* of kortweg *facilities agreement* genoemd. In het vervolg van deze bijdrage gaan wij er evenwel van uit dat sprake is van een *common terms agreement* en afzonderlijke *facility agreements*.

⁸ In gevallen waarin de lening wordt verstrekt door meerdere financiers zal één van deze financiers optreden als agent. De communicatie tussen de SPC en de financiers vindt dan plaats via de agent. De agent houdt namens de financiers tevens de door de SPC verstrekte zekerheden en is namens de financiers partij bij bepaalde overeenkomsten, waaronder de directe overeenkomsten.

⁹ Zie over directe overeenkomsten in projectfinanciering nader W.J. van den Berg, 'Directe overeenkomsten in projectfinanciering', *V&O* 2009/5.

¹⁰ Dit heeft te maken met het feit dat de financiers een pandrecht wensen op de aandelen in de SPC. Dit pandrecht kan in deze structuur worden gevestigd door *holdco*. De aandelen van de *sponsors* in *holdco* kunnen in dit geval onbezwaard worden overgedragen.

⁵ Zie voor meer details over *back-to-back* contracteren in de context van DBFM(O)-projecten ook: S. van den Boogaart & L.F. Dröge, 'Back-to-back contracteren bij DBFM(O)-projecten: aandachtspunten, risico's en valkuilen bij het back-to-back doorleggen van rechten en verplichtingen', *TBR* 2015/97.

⁶ Er zijn ook andere benamingen voor deze overeenkomst in omloop, zoals *co-financing agreement*.

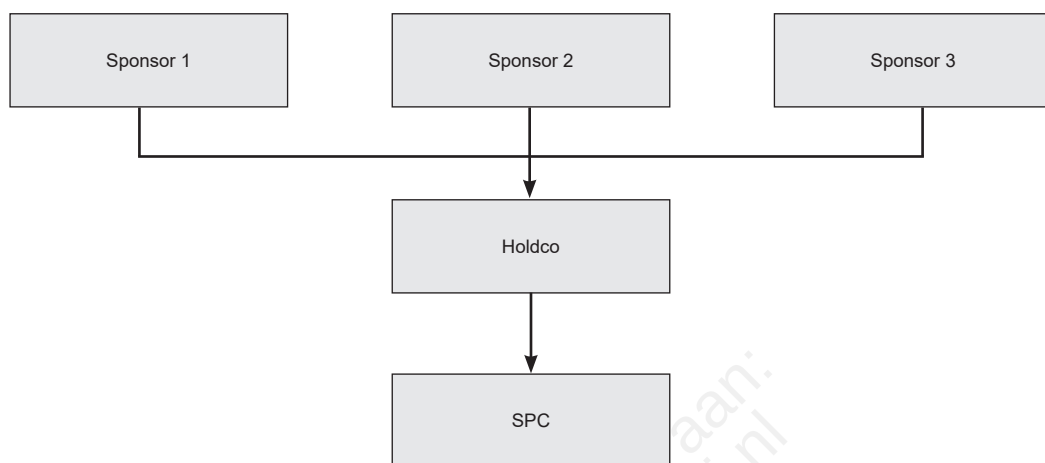


fig. 1

diensten aan de SPC en *holdco*. In dit verband kan worden gedacht aan diensten op het gebied van bestuur, boekhouding en contractmanagement.

In de praktijk bestaat het eigen vermogen van de SPC vanwege fiscale en boekhoudkundige redenen¹¹ grotendeels uit achtergestelde leningen en slechts (zeer) beperkt uit aandelenkapitaal. De verplichting om het eigen vermogen in te brengen en de voorwaarden waaronder dat geschiedt worden doorgaans vastgelegd in een zogenaamde *equity subscription agreement* tussen de SPC, *holdco*, de financiers, de *sponsors* en (indien van toepassing) de moedermaatschappijen van de *sponsors*.¹²

Vanuit financieel oogpunt is het voor de *sponsors* aantrekkelijk om het eigen vermogen zo laat mogelijk te verstrekken.¹³ De financiers plegen er in de praktijk wel mee in te stemmen dat het eigen vermogen pas wordt ingebracht aan het eind van de realisatiefase, dus ruim nadat de financiers de lening beschikbaar stellen. In een dergelijk geval wordt door de SPC een *equity bridge loan* aangegegaan. Dit is een lening ter hoogte van het eigen vermogen die door een *equity bridge lender* bij aanvang van het project aan de SPC wordt verstrekt en door de SPC wordt terugbetaald met het 'echte' eigen vermogen dat aan het eind van de realisatiefase

se door de *sponsors* wordt ingebracht. De zekerheid van de *equity bridge lender* dat de *equity bridge loan* daadwerkelijk wordt terugbetaald bestaat onder meer uit de verplichting van de *sponsors* op grond van de *equity subscription agreement* om aan het eind van de realisatiefase het eigen vermogen in te brengen en doorgaans een concerngarantie van de moedermaatschappijen van de *sponsors* waarin zij de nakoming van deze stortingsplicht garanderen.¹⁴

De *sponsors* bestaan veelal uit een combinatie van (i) vennootschappen gelieerd aan de onderaannemer(s) van de SPC (ook wel *industrial sponsors* genoemd) en (ii) investeerders zoals infrastructuurfondsen of pensioenfondsen (ook wel *financial sponsors* genoemd). Deze partijen sluiten met elkaar, de SPC en *holdco* een aandeelhoudersovereenkomst.

Na de realisatiefase van het project zit het belangrijkste deel van het werk van de *industrial sponsors* erop en vangt de exploitatiefase aan. Deze fase duurt in de regel zo'n 15 tot 25 jaar. Aangezien de *industrial sponsors* van origine geen investeerders zijn, wensen zij na de realisatiefase hun belang in het project veelal van de hand te doen. Infrastructuurfondsen of pensioenfondsen daarentegen zien het project vanwege het lagere risicoprofiel (de bouw met alle daaraan verbonden risico's is immers afgerond) als een aantrekkelijk investeringsobject en wensen daarom hun belang in het project uit te breiden c.q. een belang in het project te nemen. In dergelijke gevallen zien wij dus veelal een overdracht van *industrial sponsors* aan *financial sponsors*. Echter, ook andere scenario's zijn denk-

11 Zie bijvoorbeeld J. Dewar, *International project finance. Law and practice*, Oxford University Press 2011, p. 59-60.

12 De *equity subscription agreement* komt in verschillende gedaanten voor en heeft in de praktijk verschillende andere benamingen, zoals *equity contribution agreement* en *equity support agreement*. De verplichting om het eigen vermogen in te brengen en de voorwaarden waaronder dat geschiedt, kunnen overigens ook zijn vastgelegd in andere documenten, zoals de *intercreditor agreement*, waarbij de *sponsors* in dat geval ook partij zijn. In dergelijke gevallen kan een *equity subscription agreement* achterwege blijven.

13 Hoe later de *sponsors* het eigen vermogen storten, des te hoger het rendement daarop is. Zie ook G. Vinter, G. Price & D. Lee, *Project finance (fourth edition)*, Sweet & Maxwell 2013, p. 54 e.v. en E.R. Yescombe, *Principles of project finance (second edition)*, Elsevier 2014, p. 316 e.v.

14 Zie J. Dewar, *International project finance. Law and practice*, Oxford University Press 2011, p. 59 en E.R. Yescombe, *Principles of project finance (second edition)*, Elsevier 2014, p. 317-318. Afhankelijk van de eisen van de *equity bridge lender* kan dit ook een bankgarantie in plaats van een concerngarantie zijn.

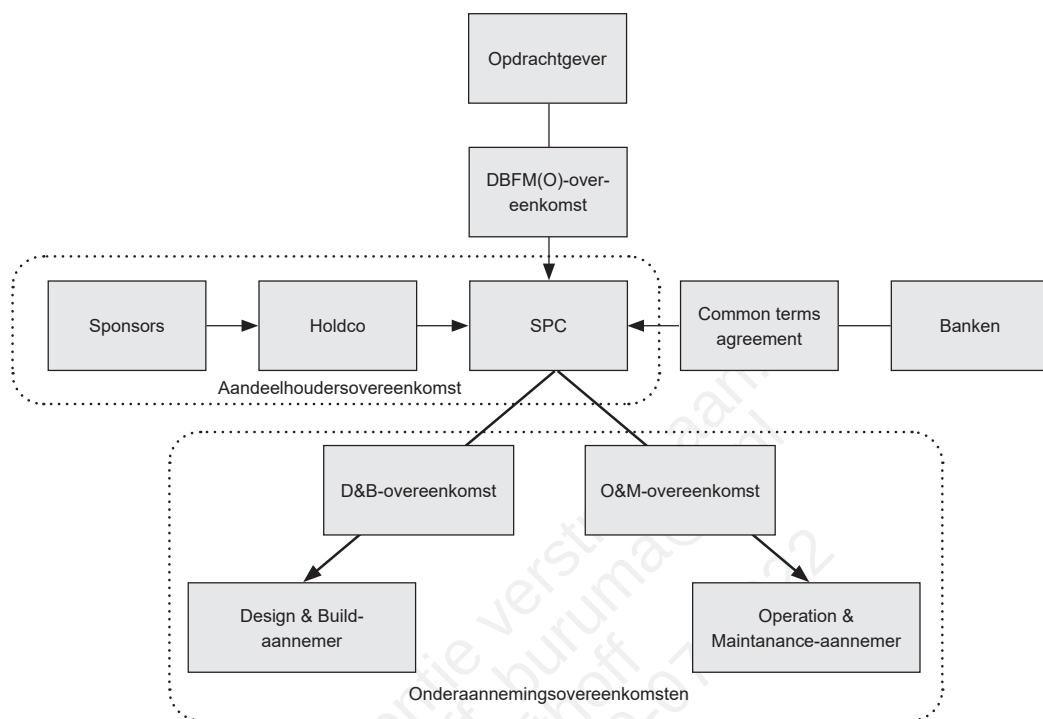


fig. 2

baar. Denk bijvoorbeeld aan het geval waarin een project tijdens de bouw met een aanzienlijke tegenvaller wordt geconfronteerd. In zo'n geval kunnen de risico's in de perceptie van een *industrial sponsor* zodanig hoog worden dat hij al tijdens de bouw van zijn belang in het project af wil. Het ligt voor de betreffende *industrial sponsor* dan voor de hand om zijn belang te verkopen aan de resterende *industrial sponsor(s)*. Tot slot zijn ook overdrachten tussen *financial sponsors* niet ongebruikelijk.

In al deze gevallen spreken wij van een secundaire markttransactie, waarbij sprake is van een overdracht van het aandelenkapitaal en de bijbehorende aandeelhouderslening van de uittreedende *sponsor*. Die overdracht kan echter niet zomaar worden geëffectueerd, maar is onderworpen aan de overdrachtsrestricties in de transactiedocumentatie van het project. Die transactiedocumentatie laat zich grofweg opdelen in drie documentstromen:

- *Project documents*. De *project documents* omvatten in hoofdzaak de DBFM(O)-overeenkomst, de onderaannemingsovereenkomsten en de zekerheden die de SPC en de onderaannemers in dat kader verstrekken (bank- en concerngaranties) en de *management services agreements*.
- *Finance documents*. Onder de *finance documents* vallen onder meer de *common terms agreement* en de *facility agreements* (waaronder de *equity bridge loan*), de *intercreditor agreement*, de *equi-*

ty subscription agreement en de zekerheden die de SPC en *holdco* in het kader van voornoemde documenten verstrekken (waaronder de directe overeenkomsten).

- *Equity documents*. De *equity documents* omvatten in hoofdzaak de achtergestelde leningen van de *sponsors* en de aandeelhoudersovereenkomst.

Schematisch gezien laat de hierboven besproken structuur zich samenvatten in fig. 2, waarbij ik me omwille van het overzicht beperk tot de basiselementen.

In het hiernavolgende zullen de overdrachtsrestricties die voortvloeien uit de transactiedocumentatie per documentstroom nader worden besproken.

3. Project documents

3.1 DBFM(O)-overeenkomst

De DBFM(O)-overeenkomsten die de rijksoverheid heeft gesloten, zijn steeds gebaseerd op een rijksbreed model, hierna kortweg de 'Modelovereenkomst'.¹⁵ Een van de artikelen van de Mode-

¹⁵ Er zijn twee verschillende modellen: één voor infrastructuur en één voor huisvesting. De laatste versie van beide modellen is verschenen in juni 2018 (versie 5.0) en is te downloaden via de website van de rijksoverheid: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/publiek-private-samenwerking-pps-bij-het-rijk/documenten>. Het artikel over de overgang van zeggenschap is in beide modellen hetzelfde.

lovereinkomst - artikel 15 - is volledig gewijd aan de overgang van zeggenschap. Aan dit artikel zal steeds moeten worden getoetst of een voorgenomen overdracht door een zittende *sponsor* aan een koper is toegestaan. Het is van groot belang dat deze toets zorgvuldig geschiedt. De gevolgen van niet-naleving van artikel 15 van de Modelovereenkomst zijn in potentie namelijk groot. In dat geval is onder de DBFM(O)-overeenkomst sprake van een zogenaamde 'Grond voor Onmiddellijke Beëindiging'.¹⁶ Dit betekent kort gezegd dat de opdrachtgever de DBFM(O)-overeenkomst mag beëindigen (tegen een door haar genoemde datum).¹⁷

Artikel 15 van de Modelovereenkomst maakt onderscheid tussen twee situaties: (i) een overdracht van aandelen in de SPC¹⁸ en (ii) een overdracht van aandelen in een rechtspersoon op een hoger niveau¹⁹. In de praktijk is met name laatstgenoemde situatie van belang. Immers, zoals hiervoor is aangegeven, houden de *sponsors* hun belang in de SPC doorgaans niet rechtstreeks, maar via *holdco*. Deze situatie valt binnen het toepassingsbereik van artikel 15 (c) (i) van de Modelovereenkomst. Op grond van deze bepaling is de toestemming van de opdrachtgever vereist voor 'de overdracht van een aandeel in het kapitaal van een (rechts)persoon die direct of indirect de Zeggenschap heeft over de onderneming van de [SPC]', indien die overdracht leidt tot 'de overgang van de Zeggenschap over de onderneming van de desbetreffende (rechts)persoon'.

Doorslaggevend is dus het begrip 'Zeggenschap'. Dit begrip wordt in de Modelovereenkomst gedefinieerd als 'Zeggenschap als bedoeld in de SER Fusiegedragsregels 2000 (ook indien deze regels niet van toepassing zijn)'.²⁰ De SER Fusiegedragsregels 2000 zelf bevatten evenwel geen definitie van 'Zeggen-

schap'. De toelichting op de SER Fusiegedragsregels 2000 bevat daarentegen wel een aantal aanknopingspunten:²¹

- Zeggenschap kan worden verkregen of overgedragen in geval van verkrijging of overdracht van een aandeel in het kapitaal van een (rechts)persoon.
- Dit is het geval bij de verwerving of overdracht van een belang van meer dan 50% (meerderheidsbelang), alsmede bij de uitbreiding van een minderheidsbelang of 50%-belang tot een meerderheidsbelang.
- De verwerving of de overdracht van de meerderheid van de aandelen wordt onweerlegbaar geacht te leiden tot zeggenschap.
- De verwerving van een belang van 50% of minder kan slechts leiden tot zeggenschap indien de verwerfer zeggenschap verkrijgt op grond van aanvullende statutaire en/of contractuele bepalingen.

Wat dit laatste aanknopingspunt betreft: het feit dat de verwerving van een belang van 50% op zichzelf géén zeggenschap oplevert, suggereert dat 'negatieve' zeggenschap, dat wil zeggen: het recht om bepaalde besluiten te blokkeren, in het algemeen géén zeggenschap oplevert in de zin van de SER Fusiegedragsregels 2000. Dit impliceert dat de zeggenschap slechts overgaat indien de verwerfer 'positieve' zeggenschap verkrijgt, dat wil zeggen: het recht om bepaalde besluiten af te dwingen.²² Dat kan dus zijn als gevolg van de verwerving van een belang groter dan 50% of als gevolg van de verkrijging van 'positieve' zeggenschap op grond van aanvullende statutaire en/of contractuele bepalingen.

Met inachtneming van bovenstaande aanknopingspunten dient bij een voorgenomen overdracht te worden getoetst of op grond van het bepaalde in artikel 15 (c) (i) van de Modelovereenkomst de toestemming van de opdrachtgever vereist is.

In dit kader geldt als uitgangspunt dat *holdco* (direct of indirect) 'Zeggenschap' over de SPC heeft. Immers, *holdco* houdt normaal gesproken 100% van de aandelen in de SPC.

De vraag dient derhalve te worden beantwoord of de voorgenomen overdracht leidt tot de overgang van 'Zeggenschap' over *holdco*. Dit hangt in de eerste plaats af van de omvang van het belang dat wordt overgedragen. In de praktijk worden de aandelen in *holdco* in de meeste gevallen gehouden door meerdere *sponsors*, die ieder een minder-

¹⁶ Zie de definitie van 'Grond voor Onmiddellijke Beëindiging' in Bijlage 1 bij de Modelovereenkomst.

¹⁷ Zie artikel 10.1 (a) van de Modelovereenkomst. In een dergelijk geval moet de opdrachtgever aan de SPC een vergoeding betalen die de volgende componenten omvat: (i) de waarde van de reeds verrichtte werkzaamheden minus: (i) een gefixeerde vergoeding voor additionele kosten en (ii) een bedrag ter hoogte van 50% van het bedrag van de uitvoeringsgarantie. Deze vergoeding kan negatief zijn. In dat geval dient de SPC aan de opdrachtgever te betalen.

¹⁸ Zie artikel 15 (a) van de Modelovereenkomst.

¹⁹ Zie artikel 15 (c) van de Modelovereenkomst.

²⁰ Zie de definitie van 'Zeggenschap' in Bijlage 1 bij de Modelovereenkomst. Wat opvalt, is dat de SER Fusiegedragsregels 2000 al geruime tijd geleden zijn herzien, hetgeen heeft geresulteerd in de SER Fusiegedragsregels 2015. Hoewel de Modelovereenkomst daarna nog is herzien, wordt in de definitie van 'Zeggenschap' in Bijlage 1 bij de Modelovereenkomst nog steeds verwezen naar de SER Fusiegedragsregels 2000. Op het punt van zeggenschap is het belangrijkste verschil tussen beide regelingen dat onder de SER Fusiegedragsregels 2000 de verwerving of de overdracht van de meerderheid van de aandelen onweerlegbaar geacht wordt te leiden tot zeggenschap, terwijl dit onder de SER Fusiegedragsregels 2015 gewijzigd is in een weerlegbaar criterium. De ratio daarachter is dat dit meer recht doet aan de werkelijke zeggenschapsverhoudingen binnen een (rechts)persoon. Immers, een meerderheidsbelang hoeft niet in alle gevallen te betekenen dat de houder daarvan daadwerkelijk de zeggenschap heeft.

²¹ Zie p. 30/31 van de SER Fusiegedragsregels 2000.

²² In gelijke zin: R.B.J. Jansen in zijn noot onder Rb. Midden-Nederland 25 juli 2018, JOR 2018/300.

heidsbelang hebben. Indien één van deze *sponsors* zijn minderheidsbelang aan een koper wenst over te dragen, dan zijn twee situaties denkbaar: (i) de koper is een derde of (ii) de koper is een zittende *sponsor*.

In het *eerste* geval - de koper is een derde - leidt de voorgenoemde overdracht op grond van de toelichting op de SER Fusiegedragsregels 2000 in beginsel niet tot de overgang van 'Zeggenschap' over *holdco* indien de derde een minderheidsbelang verwerft. Naar mijn mening is dit in beginsel niet anders indien de zittende *sponsor* vetorechten heeft op grond van de aandeelhoudersovereenkomst, hetgeen in de praktijk nogal eens voorkomt. Immers, dergelijke rechten impliceren slechts 'negatieve' zeggenschap.

In het *tweede* geval - de koper is een zittende *sponsor* - kan de situatie zich voordoen dat de koper weliswaar een minderheidsbelang verwerft, maar dat dit belang tezamen met het belang dat hij reeds houdt een meerderheidsbelang oplevert. In dit geval verkrijgt de koper op grond van de toelichting op de SER Fusiegedragsregels 2000 wel zeggenschap. Hetzelfde geldt indien een zittende *sponsor* een meerderheidsbelang aan een derde overdraagt.

Indien gelet op het voorgaande sprake is van de overgang van 'Zeggenschap', dan is op grond van artikel 15 (c) (i) van de Modelovereenkomst toestemming van de opdrachtgever vereist is voor een overdracht. In een dergelijk geval *moet* de opdrachtgever deze toestemming in beginsel geven binnen 20 werkdagen nadat de SPC een (door de koper) ingevulde 'derdenverklaring uitsluitingsgronden' heeft overgelegd aan de opdrachtgever, waaruit blijkt dat ten aanzien van de koper geen sprake is van een 'Uitsluitingsgrond'.²³ Dit is slechts anders indien de opdrachtgever binnen deze periode aannemelijk maakt dat een 'Weigeringsgrond' van toepassing is op de koper²⁴. De begrippen 'Uitsluitingsgrond' en 'Weigeringsgrond' zijn gedefinieerd in Bijlage 1 van de Modelovereenkomst en zien - kort samengevat - op persoonlijke omstandigheden van de koper, zoals diens financiële situatie en integriteit. Van een discretionaire bevoegdheid van de opdrachtgever om al dan niet toestemming voor de voorgenoemde overdracht te geven lijkt dan ook geen sprake. Dit geldt zowel tijdens de realisatiefase als tijdens exploitatiefase.

Voor de goede orde: strikt genomen lijkt bovenstaande eis om een (door de koper) ingevulde 'derdenverklaring uitsluitingsgronden' te overleg-

gen dus alleen te gelden indien toestemming van de opdrachtgever vereist is omdat sprake is van een overgang van 'Zeggenschap'. In zekere zin is dit vreemd. Immers, ook indien géén sprake is van een overgang van 'Zeggenschap' heeft de opdrachtgever er belang bij dat zij geen zaken doet met partijen wiens financiële situatie en/of integriteit ter discussie staan.

Los van de DBFM(O)-overeenkomst kunnen ook Landere *project documents* overdrachtsrestricties bevatten. Te denken valt dan met name aan de onderaannemingsovereenkomsten en de *management services agreements*.

3.2 Onderaannemingsovereenkomsten

De onderaannemingsovereenkomsten kunnen bepalen dat toestemming van de onderaannemers vereist is voor een wijziging in de zeggenschap van de SPC. Hoewel dit minder gebruikelijk is, is het niettemin raadzaam om deze overeenkomsten hierop na te lopen.

3.3 Management services agreements

De *management services agreements* worden doorgaans gesloten tussen groepsmaatschappijen van (een deel van) de sponsors enerzijds en de SPC en *holdco* anderzijds. Indien een sponsor uittreedt uit *holdco*, dan zal hij ook de *management services agreement* waar hij (althans zijn groepsmaatschappij) partij bij is, willen beëindigen of zijn rechten en verplichtingen onder de *management services agreement* willen overdragen aan de koper van de aandelen. Immers, hij zal niet enkel nog als verlener van managementdiensten bij het project betrokken willen blijven. De *management services agreements* kunnen in dit verband relevante bepalingen bevatten, zoals een zogenaamde 'change of control'-bepaling of andersoortige overdrachtsrestricties.

4. Finance documents

4.1 Common terms agreement

De *common terms agreement* bevat doorgaans diverse 'events of default': omstandigheden die - indien zij zich voordoen - de financiers vergaande rechten geven (zoals opeising van de lening). Het is vaste praktijk dat een zogenaamde 'change of control'-bepaling onderdeel uitmaakt van deze events of default. Een dergelijke bepaling beperkt de mogelijkheden van de aandeelhouders van *holdco* en de SPC om hun aandelen over te dragen. Deze beperkingen komen in de regel op het volgende neer.

De aandelen in de SPC (die worden gehouden door *holdco*) kunnen gedurende de gehele looptijd van het project niet worden overgedragen.

²³ Zie artikel 15 (e) van de Modelovereenkomst. De betreffende verklaring dient te worden afgegeven conform het in Bijlage 7 van de Modelovereenkomst opgenomen model of een daarvoor in de plaats tredend vergelijkbaar document.

²⁴ Of op een (rechts)persoon waarvan de koper een dochtermaatschappij is in de zin van artikel 2:24a BW of die met de koper tot één groep behoort als bedoeld in artikel 2:24b BW.

Of en in hoeverre de aandelen in *holdco* (die worden gehouden door de *sponsors*) kunnen worden overgedragen, hangt doorgaans af van de fase waarin het project zich bevindt. Gedurende de realisatiefase is overdracht slechts beperkt mogelijk: een aandeelhouder kan zijn aandelen overdragen aan een groepsmaatschappij of aan een medeaandeelhouder. Overdracht aan een derde is in beginsel niet toegestaan. Bovendien geldt vaak de regel dat de *industrial sponsors* hoe dan ook een minimumbelang in *holdco* moeten houden (bijvoorbeeld 50% van hun oorspronkelijke belang). De ratio achter deze restricties is dat de *sponsors* (en in het bijzonder de *industrial sponsors*) aldus gecommiteerd blijven aan en betrokken blijven bij het project totdat de bouw is voltooid en de grootste risico's geweken zijn.²⁵

De situatie is anders gedurende de exploitatiefase. Gedurende die fase is overdracht in beginsel wél mogelijk. In de *finance documents* kunnen aan de koper van de aandelen wel bepaalde eisen worden gesteld. De koper mag bijvoorbeeld niet geregistreerd staan op een sanctielijst van de Verenigde Naties of de Europese Unie en moet voldoen aan de *know your customer*-eisen van de financiers.

In alle gevallen geldt uiteraard dat een overdracht moet zijn toegestaan onder de DBFM(O)-overeenkomst (zie daarover paragraaf 3). Is dat niet het geval en vindt de overdracht toch plaats, dan levert dit in de regel een event of default onder de *common terms agreement* op, ook al zou de overdracht anderszins zijn toegestaan onder de *common terms agreement*.

Indien op grond van de change of control-bepaling in de *common terms agreement* een overdracht niet mogelijk is, wil dat overigens niet zeggen dat overdracht per definitie uitgesloten is. In een dergelijk geval kan de overdracht worden bewerkstelligd indien de SPC (in diens hoedanigheid van leningnemer) toestemming van de financiers heeft verkregen. De financiers doen dan (meestal tegen betaling van een *waiver fee*) afstand van hun recht om ter zake de overdracht een beroep te doen op de desbetreffende event of default en de daaraan verbonden rechten.

4.2 Equity subscription agreement and equity bridge loan

Zoals hiervoor is aangegeven, is gangbare praktijk dat een *equity subscription agreement* wordt gesloten waarin wordt bepaald dat het eigen vermogen door de *sponsors* pas hoeft te worden ingebracht aan het eind van de realisatiefase en dat door de

SPC ter overbrugging van deze storting een *equity bridge loan* wordt aangegaan.

In een dergelijk geval dienen de uittredende *sponsor* en (indien van toepassing) diens moedermaatschappij hun rechten en verplichtingen onder de *equity subscription agreement* over te dragen aan de toetredende *sponsor* en (indien van toepassing) diens moedermaatschappij. Daarvoor is de medewerking van de financiers nodig.²⁶

Verder dient acht te worden geslagen op de zekeringen van de *equity bridge lender*. Dit geldt in het bijzonder voor de concerngarantie waarmee de verplichting om het eigen vermogen in te brengen wordt gegarandeerd. Deze garantie dient vanaf de overdracht door de toetredende *sponsor* te worden verstrekt. In dit kader zijn twee varianten denkbaar: (1) de moedermaatschappij van de uittredende *sponsor* beëindigt de door hem verstrekte concerngarantie en de moedermaatschappij van de toetredende *sponsor* verstrekt een nieuwe concerngarantie of (2) de moedermaatschappij van de uittredende *sponsor* draagt diens positie onder de concerngarantie over aan de moedermaatschappij van de toetredende *sponsor*.

5. Equity documents

5.1 Achtergestelde leningen

Allereerst dient de uittredende *sponsor* de door hem aan *holdco* verstrekte achtergestelde lening, waarin de voorwaarden voor de storting van het 'eigen vermogen' nader zijn uitgewerkt, over te dragen aan de toetredende *sponsor*.

5.2 Aandeelhoudersovereenkomst

De aandeelhoudersovereenkomst die de *sponsors* met elkaar, de SPC en *holdco* sluiten, bevat afspraken over hun onderlinge rechtsverhouding. Deze afspraken omvatten ook overdrachtsrestricties. De zittende *sponsors* willen immers niet zomaar geconfronteerd worden met een willekeurige nieuwe *sponsor* en mogelijk willen zij zelf het belang van de uittredende *sponsor* overnemen. De aandeelhoudersovereenkomst bepaalt daarom doorgaans dat de zittende *sponsors* een voorkeursrecht (*pre-emption right*) hebben. Een dergelijk recht komt erop neer dat de uittredende *sponsor* zijn belang eerst te koop moet aanbieden aan de zittende *sponsors*. Pas als zij geen interesse hebben om het belang te kopen, staat het de uittredende *sponsor* vrij om aan een derde te verkopen. Deze derde dient dan wel toe te treden tot de aandeelhoudersovereenkomst.

²⁵ Zie ook E.R. Yescombe, *Principles of project finance* (second edition), Elsevier 2014, p. 32 en 251.

²⁶ Indien de verplichting om het eigen vermogen in te brengen is vastgelegd in de *intercreditor agreement* en de *sponsors* om die reden partij zijn bij de *intercreditor agreement*, dan dient de uittredende *sponsor* diens positie onder de *intercreditor agreement* over te dragen aan de toetredende *sponsor*.

Dit geschiedt door middel van een toetredingsakte waarin de derde verklaart de verplichtingen van de uittredende *sponsor* op zich te nemen. De derde dient daarnaast vaak nog aan een aantal aanvullende randvoorwaarden te voldoen. Gedacht kan worden aan de eis dat de derde minimaal vijf jaar ervaring met DBFM(O)-projecten heeft of de eis dat de derde een concerngarantie van diens moedermaatschappij verstrekt waarin de betreffende moedermaatschappij jegens de zittende *sponsors* garandeert dat de derde zijn verplichtingen uit hoofde van de aandeelhoudersovereenkomst zal nakomen.

Naast de aandeelhoudersovereenkomst dient ook acht te worden geslagen op de statuten van *holdco*. Deze statuten bevatten doorgaans een blokkeringsregeling. Een dergelijke regeling houdt in dat een aandeelhouder van *holdco* die zijn aandelen wil verkopen deze eerst te koop moet aanbieden aan de zittende aandeelhouders (voorkeursrecht) of dat voor een overdracht aan een derde de goedkeuring van algemene vergadering vereist is (goedkeuringsrecht). In de praktijk wordt aan deze regeling op zodanige wijze invulling gegeven dat de afspraken in de aandeelhoudersovereenkomst nagekomen kunnen worden. De naleving van de blokkeringsregeling in de statuten is normaal gesproken dan ook een formaliteit.

Tot slot wordt opgemerkt dat een secundaire markttransactie leidt tot een wijziging in het aandeelhouderschap van *holdco*. Dit kan aanleiding geven tot wijziging van de statuten. Een dergelijke wijziging kan op zichzelf weer onderhevig zijn aan de goedkeuring van de financiers op grond van de

finance documents. Ditzelfde geldt overigens voor andere documenten die eventueel moeten worden gewijzigd c.q. beëindigd in het kader van de transactie. In dit verband kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de eerdergenoemde aandeelhoudersovereenkomst en *management services agreement(s)*.

6. Conclusie

De structuur van DBFM(O)-projecten - alsook andere projecten met projectfinanciering - is complex. Zoals uit deze bijdrage blijkt, komt bij de realisatie van dergelijke projecten aanzienlijk meer kijken dan alleen de verplichting tot ontwerpen en bouwen. De component 'voorfinanciering' maakt het nodig om behalve het 'bouwdeel' van de contractenstructuur, ook een zeer solide 'financieringsdeel' op te tuigen. Dat maakt deze bouwprojecten ook voor andere juristen dan bouwrechtjuristen interessant.

Bij DBFM(O)-projecten zijn bovendien verschillende stakeholders betrokken, waaronder de opdrachtgever, financiers en *sponsors*. Ieder van deze stakeholders heeft zijn eigen belangen. Een en ander maakt dat de overdracht van een belang in dergelijke projecten veelal geen sinecure is. Van geval tot geval zal moeten worden beoordeeld welke overdrachtsrestricties van toepassing zijn, welke documentatie benodigd is om de overdracht te bewerkstelligen en aan welke stakeholders eventueel toestemming voor de overdracht moet worden gevraagd. ●