
HOE ZINVOL IS EEN PARTICIPATIECOMMISSARIS BIJ EEN STARTUP OF SCALE-UP?



Inhoudsopgave

<u>INLEIDING</u>	<u>3</u>
<u>1. WETTELIJK SYSTEEM: AANDEELHOUDER – BESTUURDER – COMMISSARIS</u>	<u>4</u>
<u>2. AANDEELHOUDER SEC, ZONDER RAAD VAN COMMISSARISSEN</u>	<u>6</u>
ZEGGENSCHAP DOOR DE AANDEELHOUDER.....	6
INFORMATIEVERKRIJGING DOOR DE AANDEELHOUDER	7
BENOEMING BESTUURDER DOOR DE AANDEELHOUDER.....	8
<u>3. AANDEELHOUDER-COMMISSARIS – 2 PETTEN PROBLEMATIEK.....</u>	<u>9</u>
DE DRIE ALGEMENE ROLLEN VAN DE COMMISSARIS	9
WELK BELANG DIENT DE PARTICIPATIECOMMISSARIS?.....	10
DE ONAFHANKELIJKE COMMISSARIS	12
TEGENSTRIJDIG BELANG VOOR DE PARTICIPATIECOMMISSARIS	14
VOORBEELDEN VAN TEGENSTRIJDIG BELANG	17
<u>4. ALTERNATIEVEN VOOR PARTICIPATIECOMMISSARIS</u>	<u>18</u>
<u>SLOTSOM</u>	<u>19</u>

INLEIDING

Een investeerder in startups of ondernemingen in een verdere groeifase wil over het algemeen graag grip houden op de gang van zaken in 'zijn' bedrijf. Deze investeerder kan ervoor kiezen zelf (participatie)commissaris te worden bij dit bedrijf of namens hem een commissaris te (laten) benoemen. De Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen geeft aan dat de meerwaarde van een raad van commissarissen is gelegen in het verkrijgen van meer zeggenschap voor de aandeelhouder: de participatiecommissaris kan de belangen behartigen van de investeerder binnen de raad van commissarissen, maar ook richting bestuur.¹ Deze participatiecommissaris heeft echter dezelfde verantwoordelijkheden als commissarissen bij andere ondernemingen. Het enige verschil is dat startups of scale-ups meestal vroege-fase ondernemingen zijn met een hoog risicoprofiel. In de praktijk blijkt dat juist deze ondernemingen in penibele financiële situaties terecht kunnen komen, waarbij gemakkelijk belangenconflicten voor de aandeelhouder en de commissaris kunnen optreden. Levert dit nog extra aandachtspunten op voor de participatiecommissaris? En hoe dient de commissaris te handelen wanneer hij toch wordt geconfronteerd met uiteenlopende belangen, of komt dit in de praktijk slechts zelden voor? Mijn juridische en strategische achtergrond maakte mij nieuwsgierig naar de noodzaak en wenselijkheid van de participatiecommissaris. Juist voor deze commissaris is het juridische kader van groot belang. Immers vloeien de criteria voor zijn besluitvorming en voor zijn handelingen voort uit wettelijke regelingen en relevante jurisprudentie. Ook al heeft een commissaris (in sp ) geen juridische achtergrond, hij zal dit kader wel uiterst helder op het netvlies moeten hebben. Datzelfde geldt voor de aandeelhouder: alvorens (te snel) over te gaan tot het instellen van een raad van commissarissen waarin de aandeelhouder direct of indirect een rol speelt, moet de vraag beantwoord worden of er geen andere mogelijkheden bestaan.

Dit paper - geschreven in het kader van de Nyenrode Commissarissencyclus 2018-2019 - is bedoeld voor investeerders, potentiële commissarissen en bestuurders van startups en scale-ups.² Het beoogt een leidraad te geven voor de afwegingen die gemaakt kunnen worden bij de keuze om

¹ "De participatiemaatschappij levert het meest risicovolle deel van de financiering van de onderneming. Naarmate zij een groter deel van de aandelen bezit, zal zij ook meer zeggenschap eisen met betrekking tot bedrijfsstrategie, investeringen en benoemingen van sleutelfiguren in de onderneming. Daarom is een participatiemaatschappij over het algemeen vertegenwoordigd in de Raad van Commissarissen (RvC). De RvC richt zich op de financiering en de strategie van de onderneming en fungeert als klankbord voor het management. Het RvC-lid is in dienst van de participatiemaatschappij of is een externe deskundige", zie http://www.nvp.nl/pagina/wat_is_eeen_participatiemaatschappij/ (geraadpleegd op 21 februari 2019) en Fens 2011, 53.

² Ilmar Hotsma is partner bij Filsa BV, dat zich onder meer richt op investeringen in vroege-fase ondernemingen; vandaar de interesse in de governance van juist dit type bedrijven.

al dan niet een zogeheten participatiecommissaris aan te stellen of te worden bij een startup. Tevens wordt een aantal alternatieven aangereikt, waarmee aandeelhouder en ondernemingen mogelijkwijs uit de voeten kunnen en die wellicht – in bepaalde omstandigheden – tot een betere keuze kan leiden dan het instellen van een raad van commissarissen. Voor de goede orde, in dit paper komt de one-tier board niet aan bod, aangezien dit niet vaak voorkomt bij startups en evenmin wordt ingegaan op aansprakelijkheidsvraagstukken. Deze laatste keuze komt voort uit de beperkte omvang van dit paper, wellicht wordt dat een onderwerp voor een vervolgartikel.

1. WETTELIJK SYSTEEM: AANDEELHOUDER – BESTUURDER – COMMISSARIS

Het wettelijk systeem gaat uit van strikt gescheiden rollen – dit kan een spagaat opleveren voor de aandeelhouder-commissaris.

Of het nu een beursgenoteerde onderneming, een startup of een scale-up³ betreft, de aandeelhouder, bestuurder en commissaris (als die er is) moeten hun taken vervullen zoals wettelijk is voorgeschreven. Opvallend is dat deze voorschriften - die zijn neergelegd in Boek 2 BW - uit lijken te gaan van een strikte scheiding van functies en taken. Over de gecombineerde persoon of functie van aandeelhouder-commissaris of aandeelhouder-bestuurder wordt niet gesproken.⁴ En dat terwijl een raad van commissarissen van startups juist vaak geheel of ten dele bestaat uit aandeelhoudersvertegenwoordigers.⁵ Voor de volledigheid worden hieronder de taken van de onderscheidenlijke functies kort weergegeven:

De **aandeelhouder** krijgt in ieder geval één keer per jaar verantwoording over de resultaten afgelegd door de bestuurders van de onderneming. Daarnaast keurt de aandeelhoudersvergadering de wettelijk en statutair vastgelegde besluiten goed, beslist zij in beginsel over benoeming, ontslag en het beloningsbeleid van de bestuurders, de vaststelling van de jaarrekening en de wijziging van de statuten.

De voornaamste taak van het **bestuur**, is het opstellen van de strategie en het besturen van de onderneming op grond van die strategie. Hierbij moet het bestuur zich richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dat houdt in dat de bestuurders bij de besluitvorming de belangen van alle betrokkenen in aanmerking moeten nemen.⁶

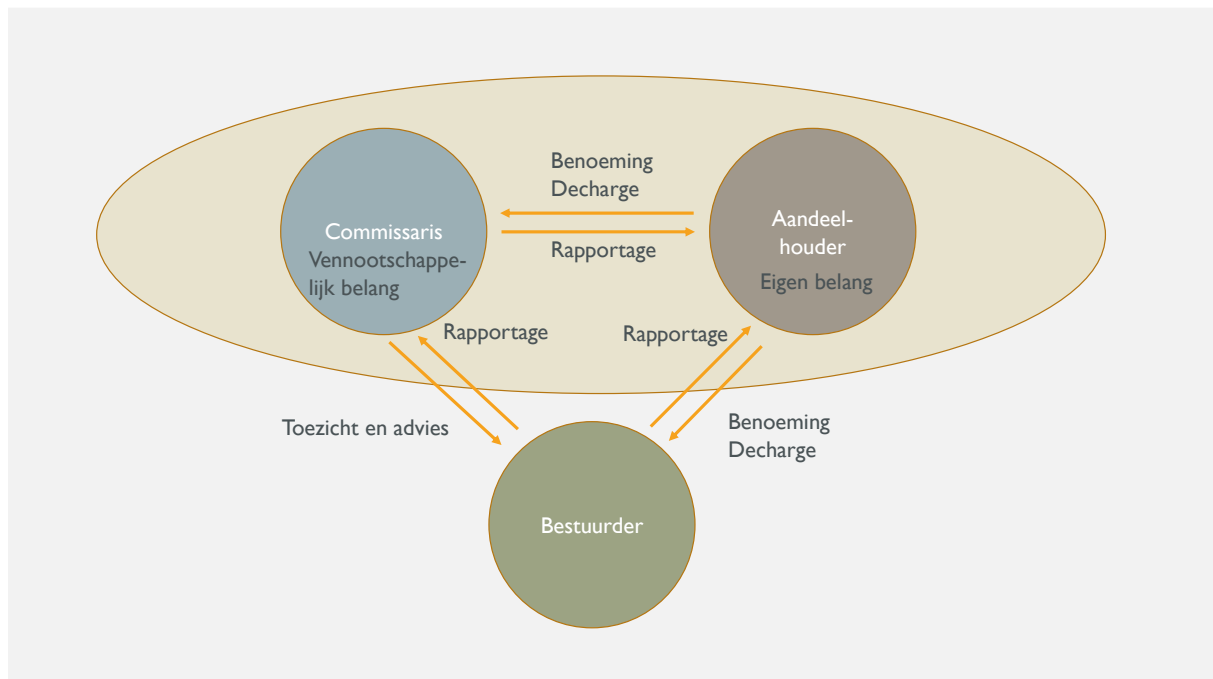
³ Onder startups worden verder korthedshalve ook scale-ups verstaan. Een verder is het in de Nederlandse taal gebruikelijk om het mannelijk persoonlijk voornaamwoord te gebruiken. Daarom wordt overal gemakshalve gesproken over 'hij', waaronder – natuurlijk! - net zo goed 'zij' verstaan wordt.

⁴ Kemp 2015, 217.

⁵ Terwijl bij publieke ondernemingen (NV) de raad van commissarissen juist dichterbij het bestuur staat en min of meer tegenover de aandeelhouders, zie Raaijmakers 2008, 411.

⁶ Het bestuur kan in Nederland overigens zowel uit natuurlijke als rechtspersonen bestaan, dat geldt niet voor commissarissen.

De taak van de **raad van commissarissen** is in de eerste plaats het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken binnen de onderneming. Ook adviseert zij de raad het bestuur en richt zij zich in haar werkzaamheden - net als het bestuur - naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.⁷ Een commissaris kan dus niet kiezen voor alleen adviseren of uitsluitend toezicht houden. Beide taken horen thuis in het pakket van de commissaris. En met die taken komen onvermijdelijk de bijhorende aansprakelijkheden, indien hij ernstig verwijtbaar handelt. Daarnaast is relevant dat de raad van commissarissen als één orgaan handelt vanwege het beginsel van collectieve verantwoordelijkheid en collegiaal toezicht, ongeacht 'van wie de commissaris is' en of de commissaris zelf over aandelen in de onderneming beschikt. Een commissaris draagt dus verantwoordelijkheid voor zijn eigen functionele toezicht én voor het gezamenlijke toezicht. Hiermee wordt zogenaamd 'kolommengedrag', waarbij de commissaris uitsluitend bezig is met de aan hem toebedeelde deeltaak, voorkomen.⁸



⁷ Artikel 2:250. De raad van commissarissen dient de nodige gegevens van het bestuur te krijgen en ten minste eenmaal per jaar dient hij door het bestuur uitgebreid te worden ingelicht over onder meer het strategisch beleid van en de risico's voor de vennootschap, zie artikel 2:251 BW.

⁸ Borrius 2014, 106.

2. AANDEELHOUDER SEC, ZONDER RAAD VAN COMMISSARISSEN

De aandeelhouder beschikt over veel mogelijkheden om grip op het bestuur en de onderneming te houden.

De investeerder in een startup zal graag vinger aan de pols willen houden. Hij wil bepaalde bestuursbesluiten kunnen tegenhouden, zoals het doen van een investering, het wijzigen van strategie, of besluiten die anderszins een ingrijpend karakter hebben. Daarnaast zal hij willen waarborgen dat de startup geleid wordt door de juiste mensen en eventueel zijn eigen kennis en ervaring ter beschikking willen stellen aan het bestuur. Hieronder volgt een beschrijving van de 'gereedschappen' om dit te bereiken, ook zonder dat de aandeelhouder vertegenwoordigd is in de raad van commissarissen. Vervolgens kan worden overwogen of het zinvol is om over te gaan tot het aanstellen van een participatiecommissaris.⁹

ZEGGENSCHAP DOOR DE AANDEELHOUDER

Een aandeelhouder kan invloed uitoefenen op de gang van zaken binnen de startup via de aandeelhoudersovereenkomst, de statuten en de aandeelhoudersvergadering.

Voor de **aandeelhoudersovereenkomst** geldt in principe contractsvrijheid. Meestal wordt ervoor gekozen om de onderneming partij te laten zijn bij de overeenkomst zodat ook de onderneming gebonden is aan de afspraken tussen de aandeelhouders. Zo kan bijvoorbeeld worden bepaald dat investeringen boven een bepaald bedrag of besluiten die voldoen aan bepaalde criteria, eerst door de algemene vergadering van aandeelhouders moeten worden goedgekeurd (zogeheten *red flag* besluiten). De bestuurder die zich niet houdt aan deze goedkeuringsregels, pleegt in beginsel wanprestatie. Wil de aandeelhouder er nog zekerder zijn dat de bestuurder de voorschriften van de overeenkomst nakomt, dan kan overtreding van deze goedkeuringsregels worden verbonden aan een boetebeding. Wanneer de onderneming zelf geen partij bij de aandeelhoudersovereenkomst is, kan de vraag worden gesteld of de overeenkomst de onderneming - en dus de bestuurder - wel adresseert. In de rechtspraak en jurisprudentie wordt hier verschillend over gedacht, alhoewel inmiddels kan worden aangenomen dat de onderneming niet zomaar aan de aandeelhoudersovereenkomst - als die tussen alle aandeelhouders is overeengekomen - kan voorbijgaan, louter op grond van de redenering dat zij daarbij zelf geen partij is.¹⁰

Deze onzekerheid wordt voorkomen bij de tweede optie waarbij niet alleen in aandeelhoudersovereenkomst maar ook in de **statuten** van de onderneming wordt bepaald dat *red flag* besluiten eerst ter goedkeuring moeten worden voorgelegd aan de vergadering van

⁹ Voor de doelstelling van dit paper wordt niet aangenomen dat de startup is onderworpen aan het structuurregime, vanwege de waarschijnlijke geringe omvang van het bedrijf. Indien er een OR is ingesteld, kan vrijwillig worden gekozen voor het structuurregime, maar daar wordt hier niet vanuit gegaan.

¹⁰ Meijer 2012, 128-129.

aandeelhouders. In dit geval wordt meestal een gekwalificeerde meerderheid vereist, bijvoorbeeld ten minste twee derde van alle stemmen. Dit 'gereedschap' heeft echter alleen interne werking: als toch een dergelijk bestuursbesluit wordt genomen zonder de vereiste goedkeuring van aandeelhouders, is dit besluit wel geldig tegenover derden.¹¹ Daarnaast kan in de statuten (let op, in de aandeelhoudersovereenkomst is niet voldoende) worden opgenomen dat het bestuur de aanwijzingen van een ander orgaan – zoals de vergadering van aandeelhouders - moet opvolgen. De aandeelhouders kunnen immers het bestuur bindende en gedetailleerde **instructies** geven.¹² Dit kan het beleid betreffen, maar ook andere thema's. Die instructie mag de bestuurder alleen dan naast zich neerleggen wanneer de uitvoering van de instructies in strijd komt met het vennootschappelijke belang.¹³

INFORMATIEVERKRIJGING DOOR DE AANDEELHOUDER

Voor het beoordelen van voorgenomen bestuursbesluiten en het geven van adequate instructies is de aandeelhouder afhankelijk van informatie over het reilen en zeilen van de onderneming. Hij heeft hiervoor een aantal middelen tot zijn beschikking. Het bestuur moet de vergadering van aandeelhouders (en de raad van commissarissen) voorzien van alle verlangde informatie, tenzij de vennootschap een zwaarwichtig belang heeft dat zich hiertegen verzet.¹⁴ Een zwaarwichtig belang wordt niet snel aangenomen, maar uiteindelijk is het aan het bestuur (en de raad van commissarissen) - en niet aan de aandeelhouders - om te beoordelen of er sprake is van een zwaarwichtig belang.¹⁵ De vergadering van aandeelhouders moet echter wel weten naar welke informatie te vragen, om zo de essentiële feiten boven tafel te krijgen. Dit vereist dat de casuïstiek al min of meer bekend is. Zo bezien heeft het bestuur (en wellicht de raad van commissarissen) een informatievoorsprong op de aandeelhouders. Het bestuur bepaalt immers tot op zekere hoogte zelf welke informatie het deelt en welke niet. Bovendien komt dit recht om (specifieke) informatie te verzoeken aan de vergadering als geheel toe en niet aan de individuele aandeelhouders.

¹¹ Artikel 2:217 lid 2 BW. Overigens kunnen bestuurders die in strijd met deze bepaling hebben gehandeld mogelijk persoonlijk aansprakelijk zijn. Wanneer het niet gaat om de goedkeuring van bestuursbesluiten maar om aandeelhoudersbesluiten, dan heeft het opnemen van een gekwalificeerde meerderheid in de statuten wél een ander effect dan een contractueel vetorecht. In zo'n geval kán het aandeelhoudersbesluit niet genomen worden zonder instemming van de investeerders.

¹² Artikel 2:239 lid 4, BW.

¹³ Hiermee kunnen de aandeelhouders op de stoel van de bestuurder gaan zitten. Zeker bij een startup bestaat de neiging om met de onderneming mee te denken, met mogelijke aansprakelijkheden tot gevolg, maar dat valt buiten het onderwerp van dit paper.

¹⁴ Artikel 2:217 lid 2 BW.

¹⁵ Rechtbank Amsterdam 4 september 2002, JOR 2002/176.

Een minderheidsaandeelhouder zou dus met lege handen kunnen komen te staan als hij de vergadering van aandeelhouders niet mee kan krijgen in zijn informatieverzoek.¹⁶

Om dit te voorkomen kan in de statuten, of in de aandeelhoudersovereenkomst waarbij de onderneming ook partij is, een verplichting voor het bestuur worden opgenomen om de aandeelhouders van bepaalde informatie te voorzien. Deze verplichting kan nauwkeurig de inhoud en frequentie van de te verstrekken informatie omschrijven. De hierna genoemde voorbeelden voor *red flags* zijn ontleend aan jurisprudentie waarin werd geoordeeld dat het opvragen van informatie door commissarissen onder deze omstandigheden moest worden geïntensiveerd: het (meerdere malen) afwijken van beleidsplannen en budgetten; alarmerende verliesposten; onzorgvuldige administratie; liquiditeitskrapte; explosieve groei van de onderneming; blijk van slechte interne communicatie, geen of onvoldoende informatieverschaffing door het bestuur; duidelijke signalen dat een ingrijpende beleidswijziging niet eenvoudig tot succes zal leiden; signalen dat de partij waarmee de onderneming een overeenkomst aangaat in liquiditeitsproblemen zit; signalen van de accountant; onvoldoende rekening houden met uitkomsten van due diligence onderzoeken in het kader van overnames en het ontbreken van interne controles.¹⁷ Deze omstandigheden kunnen concreet worden 'vertaald' in *red flag* criteria, zodat de bestuurder in dat geval gedetailleerder of frequenter informatie moet verstrekken. De (individuele) aandeelhouder kan op deze manier veel meer informatie verkrijgen dan de gebruikelijke informatie die normaliter tijdens de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders door het bestuur wordt gedeeld. Bovendien is hij niet afhankelijk van de andere aandeelhouders om deze informatie te verkrijgen.

BENOEMING BESTUURDER DOOR DE AANDEELHOUDER

De aandeelhouder wordt in beginsel benoemd, geschorst en ontslagen door een besluit van de vergadering van aandeelhouders. De (later instappende) investeerder moet wel alert zijn op het voorkomen van een zogeheten oligarchische clause in de statuten.¹⁸ In dat geval vindt de benoeming van bestuurders plaats conform een bindende voordracht, die bijvoorbeeld kan zijn toebedeeld aan de raad van commissarissen. Mocht deze clause zijn opgenomen in de statuten, dan kan de voordracht door de raad van commissarissen weer het bindende karakter weer worden ontnomen door een besluit - genomen met minimaal twee derde meerderheid - van de vergadering

¹⁶ Dit kan anders zijn als bijvoorbeeld de meerderheidsaandeelhouder dicht op het bestuur zit en de minderheidsaandeelhouder tevens wordt benadeeld, de zogeheten Zwagerman-norm. Dan moeten meerderheidsaandeelhouders bijzondere zorgvuldigheid betrachten voor de positie van minderheidsaandeelhouders. Kemp 2015, 386.

¹⁷ Stolp 2015, 45.

¹⁸ De Lange 2010, 93.

van aandeelhouders.¹⁹ De conclusie is dat de aandeelhouder bij benoeming en ontslag van de bestuurder stevig de touwtjes in handen heeft en hierdoor grote invloed op het succes van de startup kan uitoefenen.

Kortom, de aandeelhouder heeft de middelen in handen om wat betreft zeggenschap, informatieverkrijging en benoeming van bestuurders op intensieve wijze betrokken zijn bij zijn investering - ook zonder te zijn vertegenwoordigd in een raad van commissarissen. Mijn indruk is dat van deze mogelijkheden niet altijd optimaal gebruik wordt gemaakt. Een commissaris (in spé) die wordt aangezocht door de investeerder om namens hem deel te nemen aan een raad van commissarissen, zal zich goed moeten vergewissen of en op welke wijze hij daadwerkelijk toegevoegde waarde kan leveren.²⁰

3. AANDEELHOUDER-COMMISSARIS – 2 PETTEN PROBLEMATIEK

De participatiecommissaris zal continu alert moeten zijn op potentieel tegenstrijdig belang. Aandeelhoudersbelang en vennootschappelijk belang zijn niet hetzelfde, maar liggen voor een startup misschien niet zo ver uit elkaar. De participatiecommissaris loopt door zijn dubbelrol het risico als aandeelhouder meer rekening met het vennootschappelijk belang te moeten houden en daarnaast een verhoogde verantwoordelijkheid te hebben jegens andere aandeelhouders. Onafhankelijkheid van de (raad van) commissaris(sen) is het uitgangspunt van de wet en jurisprudentie. De vraag is echter wat hiermee concreet wordt bedoeld en of dit uitgangspunt actueel is voor startups, gelet op de resultaten van internationale onderzoeken.

Allereerst zal kort worden beschreven welke toegevoegde waarde de commissaris in het algemeen heeft voor de aandeelhouder en voor de bestuurder. Vervolgens wordt verduidelijkt hoe het vennootschappelijk belang, dat de commissaris moet dienen, zich verhoudt tot het eigen belang dat de aandeelhouder kan volgen. Daarna wordt nader ingegaan op het uitgangspunt van onafhankelijkheid dat geldt voor de commissaris. Ten slotte wordt uiteengezet hoe met een tegenstrijdig belang moet worden omgegaan en een aantal voorbeelden gegeven van situaties waarin een tegengesteld belang zich kan voordoen voor de participatiecommissaris.

DE DRIE ALGEMENE ROLLEN VAN DE COMMISSARIS

Meestal worden drie functies voor de commissaris onderscheiden: de rol van toezichthouder, van klankbord/raadgever en van werkgever voor de bestuurder.²¹ Alleen de rol van de toezichthouder is

¹⁹ Artikel 2:243 BW. Overigens geldt dat de commissaris die zijn voordrachtsrecht ontnomen ziet, natuurlijk wel zijn raadgevende stem bij een voorgenomen benoeming of ontslag van (een van) de bestuurders behoudt, zie Hoge Raad (22 december 2009).

²⁰ Bij startups waarbij de investeerder tevens commissaris is kan de relatie met de bestuurder zo nauw zijn, dat ze in feite samen het beleid bepalen en dan neemt de investeerder het risico ook als feitelijke bestuurder aangesproken te worden. Dit valt echter buiten het onderwerp van dit paper.

²¹ Toolkit Commissariaat 2018 (herziene uitgave 2013), 52. De rol als werkgever is alleen van toepassing onder het structuurregime en hier dus niet relevant, aangezien de startup waarschijnlijk geen structuurregime kent.

in het wettelijke systeem nauwkeurig omschreven. Juist bij kleinere ondernemingen wordt de commissaris echter vaak als ambassadeur van de onderneming gezien of (slechts) als sparringpartner van de bestuurder. Hierbij wordt met name geleund op het netwerk en de ervaring van de commissaris. De formele toezichthoudende taak kan dan minder aandacht krijgen. Frijns bepleit echter dat juist bij startende bedrijven de toezichthoudende taak van de commissaris van uiterst belang is omdat cruciale functies als een onafhankelijke compliance officer of een interne auditor meestal ontbreken.²² In dat kader attendeert Frijns op het zogeheten onzekerheidsprincipe van Heisenberg: “de Raad van Commissarissen beïnvloedt door zijn wijze van toezicht het systeem waarop het toezicht houdt”.²³ Inderdaad kan een – eenzijdige – nadruk door de commissaris op de netwerkrol of zijn rol als sparringpartner leiden tot een onderneming waarin bepaalde zaken onvoldoende adequaat zijn geregeld. Juist startups kunnen als een rollercoaster door verschillende groeifasen gaan en vaak is de bestuurder ook de oprichter van de onderneming. De druk op resultaten, eventuele groeistuipe in bezetting en operatie, gecombineerd met een mogelijk beperkte blik van de bestuurder, vraagt om een helder inzicht in het functioneren van de onderneming over de volle breedte. Wat mij betreft is het echter de vraag of Frijns niet te snel heeft geconcludeerd dat dit toezicht door een commissaris moet worden gehouden. Mijns inziens zou beoordeling en bijsturing door de vergadering van aandeelhouders - met gebruikmaking van de ‘gereedschappen’ zoals hierboven beschreven - voor een startup voldoende kunnen zijn.

Ten slotte is er de rol van ‘authority of last resort’ van de commissaris. Deze rol wordt meestal niet apart benoemd, maar is zeer van belang. Het gaat hierbij om het ‘instappen’ door de commissaris, als de bestuurder bijvoorbeeld een *conflict of interest* heeft of betrokken is bij een ernstig compliance incident.²⁴ De raad van commissarissen dient in zulke zaken het initiatief te nemen en de interne regie naar zich toe te trekken.²⁵

WELK BELANG DIEN DE PARTICIPATIECOMMISSARIS?

Als een raad van commissarissen wordt ingesteld, wordt in veel gevallen een groot deel van de goedkeuringsrechten die de investeerders eerder contractueel of via de aandeelhoudersvergadering hadden, overgeheveld naar de raad van commissarissen. Ook zien we dat juist dat bij kleinere ondernemingen de raad van commissarissen in het algemeen sterker als ‘vertegenwoordiger’ van

²² Frijns 2017, 8: “De externe controlestandaarden voor private ondernemingen zijn minder rigoreus dan voor beursgenoteerde ondernemingen. Dat in combinatie met een dominante aandeelhouder of [...] een dominante CEO maakt het belang van strakke en materiële controle door de Raad van Commissarissen groot. Dat geldt zeker bij een gebrekkig three lines of defense-model doordat cruciale functies als een onafhankelijke compliance officer of een interne auditor vaak ontbreken”.

²³ Frijns 2017, 10.

²⁴ Artikel 2:239 lid 6 BW.

²⁵ Frijns 2017, 11.

aandeelhouders geldt.²⁶ Maar de participatiecommissaris moet zich bij haar toezicht en beoordeling van goedkeuringsbesluiten richten naar het vennootschappelijk belang en niet naar zijn eigen belang.²⁷ Wat houdt dit vennootschappelijk belang nu concreet in? Er wordt in het algemeen uitgegaan van twee verschillende opvattingen: de institutionele en de instrumentele visie. In de **institutionele visie**, of het stakeholder model, is de vennootschap een los van de aandeelhouders staand instituut. Daarmee wordt een zekere vermaatschappelijking van de vennootschap bedoeld, waardoor het primaat van de aandeelhouders wijkt voor een vennootschapsbelang dat ruimer is en bijvoorbeeld mede de werknemers kan omvatten. In de **instrumentele visie** – ook wel Angelsaksische visie genoemd – wordt de onderneming gezien als een instrument van de aandeelhouders. In dit geval heeft het bestuur wel de leiding over de onderneming, maar hebben de aandeelhouders een grote zeggenschap ten aanzien van de wijze van besturen. Zoals eerder aangegeven is de Memorie van Toelichting kort over dit onderscheid – voor commissarissen prevaleert de institutionele visie en dit wordt ook in de jurisprudentie bevestigd.²⁸ De aandeelhouder kan zich daarentegen bij zijn besluitvorming richten naar zijn eigen belang (tenzij de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW zich hiertegen verzet of misbruik wordt gemaakt van bevoegdheid).²⁹ Betekent dit nu een wezenlijk verschil? Daar blijkt genuanceerd over te worden gedacht, juist in het licht van startups. In de Memorie van Toelichting wordt ter verduidelijking van het vennootschappelijk belang aangegeven dat bij kleine ondernemingen met een beperkt aantal aandeelhouders, dit belang dichter ligt bij het belang van de aandeelhouders. Dit kan anders zijn bij een grote onderneming met veel werknemers en maatschappelijke belangen.³⁰ Omgekeerd wordt in de literatuur verdedigd dat het vennootschapsbelang meetelt als de concrete invulling van de redelijkheid en billijkheid wanneer de aandeelhouder voor zijn eigen belang stemt.³¹ Juist voor kleinere ondernemingen met weinig aandeelhouders wordt deze ‘correctie’ van de institutionele visie bepleit.³² Beide concepten lijken dus in het geval van een startup redelijk dicht tegen elkaar aan te kunnen liggen.

Zoals aangegeven, wordt in de literatuur en het wettelijke systeem uitgegaan van een strikte scheiding van de functies. Dit vereist echter een vorm van schizofrenie van de participatiecommissaris. Daarom heeft de aandeelhouder, die tevens commissaris is en om deze

²⁶ Raaijmakers 2008, 411.

²⁷ Artikel 2:250 lid 2 BW

²⁸ Olaerts 2015, 56-57. Overigens wordt ook in de preambule van de Corporate Governance Code - in lijn met het wettelijke systeem - aangegeven dat het stakeholdersmodel leidend is en hieronder wordt nadrukkelijk mede het belang van aandeelhouders verstaan. Zie ook Kemp 2015, 217 voor een algemene uiteenzetting van verschillende opvattingen.

²⁹ Kemp 2015, 196.

³⁰ Kamerstukken 2006/07, 31058, nr. 3, 3.

³¹ Verdam 2015, 69, 75.

³² <https://fd.nl/opinie/1270385/het-belang-van-de-vennootschap-is-meer-dan-het-belang-van-de-aandeelhouders-alleen> (geraadpleegd op 3 maart 2019).

reden ook wel *'inside shareholder'* genoemd, een bijzondere positie ten opzichte van andere aandeelhouders zonder commissariaat in de onderneming.³³ In de literatuur wordt gesteld dat de participatiecommissaris zijn bevoegdheden ook als aandeelhouder dient uit te oefenen als ware hij commissaris en vanuit het vennootschappelijk belang. Ook wordt het standpunt verdedigd dat de participatiecommissaris, die vanuit zijn 'commissaris-rol' over meer relevante bedrijfsinformatie dan andere aandeelhouders beschikt, ten opzichte van 'gewone' aandeelhouders een verhoogde verantwoordelijkheid heeft.³⁴ Dit is het theoretische uitgangspunt; de realiteit tijdens een aandeelhoudersvergadering lijkt mij echter weerbarstiger toe. De overwegingen die ten grondslag liggen aan het stemgedrag worden zelden transparant en openbaar toegelicht, al zou dat wel aan te bevelen zijn met het oog op eventuele latere deconfitures en mogelijke aansprakelijkheid. De conclusie blijft echter dat het uitgangspunt dat de aandeelhouder zijn eigen belang mag behartigen, tot op zekere hoogte wordt ingeperkt door zijn (gelijktijdige) commissariaat.³⁵ Zonder deze dubbele pet, zou hij onbelemmerder kunnen kiezen voor zijn eigen (aandeelhouders)belang.

DE ONAFHANKELIJKE COMMISSARIS

Het wettelijke systeem gaat uit van een onafhankelijke en onpartijdige taakvervulling door de raad van commissarissen.³⁶ Dit blijkt slechts indirect: de commissaris moet opgeven hoeveel aandelen hij in de vennootschap bezit en maximaal een-derde van de raad van commissarissen kan door anderen dat de algemene vergadering van aandeelhouders - en dus rechtstreeks door bijvoorbeeld de investeerder - worden benoemd.³⁷ De Memorie van Toelichting houdt zich eveneens op de vlakte over wat nu concreet onder onafhankelijkheid moet worden verstaan, verder dan de opmerking dat commissarissen hun taak niet behoren uit te oefenen ten dienste van bepaalde deelbelangen en dat het juist de bedoeling is dat de commissarissen het belang van het geheel behartigen, komt zij niet.³⁸ De Corporate Governance Code geeft wel nadere handvatten. Het is echter de vraag welke betekenis de Code heeft voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Enerzijds wordt in de literatuur aangenomen dat er van de Code een zekere reflexwerking kan uitgaan, ook voor kleine ondernemingen.³⁹ Anderzijds is vrij recent door de Ondernemingskamer bepaald dat voor reflexwerking van de Code juist geen plaats is bij een besloten (familie)vennootschap, zij het dat daar

³³ Kemp 2015, 386.

³⁴ Kemp 2015, 387.

³⁵ Kemp 2015, 387.

³⁶ Deze taakopdracht staat formeel los van de vraag of een commissaris zelf als onafhankelijk beschouwd kan worden. Ook niet-onafhankelijke commissarissen moeten zich op onafhankelijke wijze van hun taken kwijten, zie Kroeze 2005, 73.

³⁷ Artikel 2:252 en 2:253 BW. Zie ook Vaessen 2017, 321 over het feit dat het uitgangspunt van onafhankelijkheid niet als zodanig in de wet is opgenomen.

³⁸ Kamerstukken 2006/07, 31058, nr. 3, 12-13.

³⁹ Vaessen 2017, 323.

sprake was van specifieke omstandigheden.⁴⁰ Om deze reden wordt hier slechts kort aangestipt hoe het thema 'onafhankelijkheid' in de Code wordt geregeld. Het gaat in de Code over de onafhankelijkheid van het orgaan van de raad van commissarissen: in lijn met *market practice* is een 'afhankelijke' commissaris geoorloofd, maar om de onafhankelijkheid van de raad van commissarissen als geheel te waarborgen, is opgenomen dat meer dan de helft van de commissarissen onafhankelijk moet zijn. De leden moeten ten opzichte van elkaar en van welk deelbelang dan ook onafhankelijk en kritisch kunnen opereren.⁴¹ Als onderdeel van de 'afhankelijkheidscriteria' noemt de Code het houden van een aandelenpakket boven de tien procent, of het vertegenwoordigen van een rechtspersoon die een dergelijk pakket houdt.⁴²

Van Ginneken vraagt zich af of de nadruk op toezicht door onafhankelijke commissarissen niet ten koste gaat van de adviserende rol van commissarissen, waarvoor het juist nodig kan zijn dicht tegen de onderneming aan te zitten. Eveneens lijkt volgens hem de nadruk op onafhankelijkheid wellicht in de weg te staan van het borgen van expertise in relevante zaken, zoals de strategie of de marktsector, waar commissarissen juist bij uitstek een toegevoegde waarde hebben.⁴³

Het is bovendien de vraag of onafhankelijke commissarissen inderdaad tot betere prestaties van de onderneming leiden. Er zijn vele (internationale) studies naar dit thema verricht en kort gezegd kan worden geconcludeerd dat deze studies wisselende antwoorden geven op de vraag of onafhankelijkheid van toezichthouders een aantoonbare positieve invloed heeft op de financiële resultaten van ondernemingen. Van Zijl komt na gedegen analyse van in totaal 43 studies tot de conclusie dat er geen positief verband te vinden is tussen onafhankelijkheid van bestuur en de raad van commissarissen en de prestaties van de onderneming.⁴⁴ Een aardige illustratie hiervan is terug te vinden bij Acomo: ondanks dat het daar met de onafhankelijkheid van commissarissen slecht was gesteld, zo was bijvoorbeeld de grootaandeelhouder tevens commissaris, vertoonden de financiële resultaten alleen maar een stijgende lijn.⁴⁵ Hier kunnen echter geen algemene conclusies uit worden getrokken: een van de studies concludeerde dat juist in bedrijven zónder toezichthouders, de beste afstemming tussen het management en aandeelhouders werd aangetoond.⁴⁶ Evengoed zijn er

⁴⁰ Hof Amsterdam 9 december 2016, JOR 2017/93.

⁴¹ Raaijmakers 2017, 961.

⁴² Artikel 2.1.8.

⁴³ Van Ginneken 2012, 32.

⁴⁴ Zijl 2013, 22. Een eerdere Nederlandse studie geeft een goed overzicht van verschillende onderzoeken tot dan toe en komt tot de conclusie dat onafhankelijke externe commissarissen bepalend zijn voor het verbeteren van de financiële toestand van een bedrijf, zie Elloumi 2002, 65. In deze studie wordt met afhankelijke commissarissen echter juist bedrijfsinterne commissarissen bedoeld, die (logischerwijs) onvoldoende de aandeelhouders kunnen beschermen tegen het eigenbelang van het management.

⁴⁵ VEB - Acomo neemt het niet zo nauw met 'goed bestuur', <https://www.veb.net/artikel/03262/acomo-neemt-het-niet-zo-nauw-met-goed-bestuur> (geraadpleegd op 7 februari 2019).

⁴⁶ Fernandes 2008, 2.

studies die wel wijzen op positieve effecten van onafhankelijke bestuurders en toezichthouders op aandeelhouderswaarde.⁴⁷ Het is echter relevant om elke studie naar de samenhang tussen samenstelling van de raad van commissarissen en financiële resultaten nauwkeurig op bruikbaarheid te toetsen, bijvoorbeeld omdat de ‘onafhankelijke toezichthouder’ juist wordt gedefinieerd als de toezichthouder die door de aandeelhouder is aangesteld⁴⁸ of effecten alleen worden gemeten onder Fortune top 1000 bedrijven⁴⁹, dan wel specifiek wordt gekeken naar *one-tier boards* bij beursgenoteerde ondernemingen.⁵⁰ De conclusie is dat de toegevoegde waarde van de *agency* theorie - waarbij de onafhankelijkheid van commissarissen en bestuur voorop staat - niet hard of eenduidig onderbouwd kan worden; het ligt er immers maar aan welke onderzoeken als uitgangspunt worden genomen. Op basis van een groot aantal studies zou net zo goed de *stewardship* theorie onderschreven kunnen worden, die minder de nadruk legt op onafhankelijkheid vanuit de gedachte dat onafhankelijke commissarissen en bestuurders te weinig kennis hebben van de onderneming en daardoor niet voldoende kunnen bijdragen aan besluitvorming.⁵¹ Juist bij startups is het zaak om dicht op de onderneming te zitten en affiniteit met de markt of het product is noodzakelijk om te beoordelen of de onderneming nog op koers ligt of om de juiste vragen te kunnen stellen. Mag dan geconcludeerd worden dat bij kleinere ondernemingen überhaupt geen bezwaar hoeft te bestaan tegen de dubbele pet van aandeelhouder en commissaris? Wat er ook zij van het antwoord op deze vraag, vandaag de dag ligt de onafhankelijke en onpartijdige taakvervulling door commissarissen ten grondslag aan de toepasselijke wettelijke regelingen en jurisprudentie.

TEGENSTRIJDIG BELANG VOOR DE PARTICIPATIECOMMISSARIS

Afhankelijkheid en tegenstrijdig belang zijn niet dezelfde begrippen. De term (on)afhankelijkheid komt als zodanig niet terug in de wet, het begrip tegenstrijdig belang wél en indien zich dat voordoet, zijn daar ook gevolgen aan verbonden. Tegenstrijdig belang vindt plaats op het niveau van iedere commissaris persoonlijk. De Code hanteert nog weer een ander begrip: belangenverstremgeling: “elke vorm van belangenverstremgeling tussen de vennootschap en haar [bestuurders of] commissarissen moet worden vermeden”. In de toelichting wordt duidelijk dat dit principe inhoudt dat in het algemeen wordt voorkomen dat belangenverstremgeling plaatsvindt, niet alleen op het moment van besluitvorming of gedurende het daaraan

⁴⁷ Zie bijvoorbeeld Nguyen 2010, 551-567. Overigens wordt in dit artikel goed uiteengezet welke andere effecten naast onafhankelijkheid een rol kunnen spelen en waarom de resultaten van dit soort studies altijd contextueel moeten worden geïnterpreteerd.

⁴⁸ Fuzi 2016, 464.

⁴⁹ Zie Carter 2003.

⁵⁰ Zie Gordon 2006.

⁵¹ Zijl 2013, 22.

voorafgaande proces.⁵² De vraag is hoe dit beginsel op praktische wijze in startups kan worden toegepast. Raaijmakers geeft helder aan dat het enkele feit dat een commissaris ook andere belangen meeneemt in zijn besluitvorming niet gelijk met zich meebrengt dat er sprake is van een tegenstrijdig belang in de in van de wet. Het hoeft niet problematisch te zijn dat de participatiecommissaris als commissaris de belangen van de aandeelhouder meeweegt in zijn besluiten; zoals hierboven is aangegeven maakt het aandeelhoudersbelang onderdeel uit van het vennootschappelijk belang. Wanneer echter het belang van de aandeelhouder in de besluitvorming van de commissaris prevaleert, moet wel concreet worden beoordeeld of er sprake is van een tegenstrijdig belang. Dan wordt de wettelijke tegenstrijdig belangregeling relevant.

Deze wettelijke regeling richt zich op mogelijke directe of indirecte privébelangen of zakelijke belangen van de commissaris, die zijn afwegingen beïnvloeden.⁵³ Dit betreft dus alleen de geconflieeerde commissaris: hij mag niet meedoen aan de beraadslaging en besluitvorming over het betreffende onderwerp. De raad van commissarissen als orgaan wordt hierdoor niet geraakt. In de parlementaire geschiedenis is aangegeven dat het concreet gaat om de beraadslaging en besluitvorming in de laatste fase. Loopt het persoonlijke belang echter parallel aan het belang van de vennootschap, dan is er geen tegenstrijdig belang. Voor de toepassing van de regeling moet nagegaan worden of er daadwerkelijk sprake is van een tegenstrijdig belang; de enkele schijn van een tegenstrijdig belang is niet voldoende.⁵⁴ De Hoge Raad verwoordt het zo: het gaat erom dat door de aanwezigheid van een persoonlijk belang de commissaris niet in staat is het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming te bewaken op een wijze die van een integer en onbevooroordeeld commissaris mag worden verwacht en de commissaris te maken heeft met zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich bij zijn handelen uitsluitend laat leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming.⁵⁵

De commissaris moet een (mogelijk) tegenstrijdig belang melden. Uit de wet volgt echter niet aan wie dit gemeld moet worden. Dorresteyn doet een aantal bruikbare suggesties: hij raadt aan - om misverstanden te voorkomen - om in de statuten op te nemen aan wie het tegenstrijdig belang gemeld moet worden, bijvoorbeeld aan de medecommissarissen en de aandeelhouders. Daarnaast kan worden opgenomen dat van een relevant direct of indirect persoonlijk belang 'in ieder geval' sprake is in een aantal nader omschreven gevallen. Ook kunnen situaties worden beschreven waarin

⁵² Nederlandse Corporate Governance Code principe 2.7 en Strikwerda 2012, 161.

⁵³ Zie voor toevoeging 'zakelijk' Strikwerda 2012, 162.

⁵⁴ Raaijmakers 2017, 962.

⁵⁵ Hoge Raad 14 oktober 2011, JOR 2011/363.

juist geen tegenstrijdig belang wordt aangenomen, bijvoorbeeld als het effect van het besluit onder een bepaald drempelbedrag blijft.⁵⁶ Is er daadwerkelijk sprake van een tegenstrijdig belang, dan moet op praktische wijze worden omgegaan met de besluitvorming. Als het tegenstrijdige belang maar een klein deel van het besluit over bijvoorbeeld een transactie omvat, dan zou het besluitvormingsproces daarop kunnen worden ingericht om zo te voorkomen dat de commissaris voor de gehele transactie buiten spel wordt gezet. De besluitvorming kan zo worden geregeld dat de commissaris betrokken is bij de besluitvorming over het overgrote deel van de transactie, maar met uitzondering van het deel waarbij hij een tegenstrijdig belang heeft.⁵⁷ Ook kan ervoor gekozen worden dat de commissaris voorafgaand aan de vergadering wordt gehoord door zijn medecommissarissen. Op die manier kan hij hen nog wel van de nodige informatie voorzien over het onderwerp ten aanzien waarvan hij een tegenstrijdig belang heeft.⁵⁸

Uit de uitspraken van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad komen de volgende ‘gedragsregels’ naar voren wanneer er potentieel tegenstrijdige belangen spelen: (i) het op zorgvuldige wijze gescheiden houden van de te onderscheiden belangen, (ii) het naleven van een zo groot mogelijke openheid en (iii) eventuele inschakeling van deskundige derden. Verder geldt de regel dat bij transacties met een tegenstrijdig belang een hogere mate van zorgvuldigheid in voorbereiding, besluitvorming en uitvoering is vereist dan bij andere transacties. Wordt in pas achteraf openheid van zaken verschaft, dan kan dat wanbeleid opleveren.⁵⁹ Wanneer de raad van commissarissen vervolgens geen besluit kan nemen, wordt het besluit genomen door de algemene vergadering, tenzij de statuten anders bepalen.⁶⁰ Dat levert natuurlijk een merkwaardige situatie op, wanneer de geconflicteerde commissaris alsnog als aandeelhouder zijn directe of indirecte privébelang of zakelijke belang zou kunnen volgen. Voor aandeelhouders bestaat immers geen vergelijkbare wettelijke regeling voor tegenstrijdig belang als bij commissarissen (en bestuurders). Hierboven is echter helder uiteengezet dat de aandeelhouder (die tegelijkertijd participatiecommissaris is) meer dan andere ‘gewone’ aandeelhouders het vennootschappelijk belang moet volgen en mogelijk jegens hen een verhoogde verantwoordelijkheid heeft. De aandeelhouder die alsnog *rücksichtslos* zijn eigen belang volgt, kan mijns inziens verweten worden te handelen in strijd met de redelijkheid en billijkheid zoals neergelegd in artikel 2:8 BW.

Feitelijk wordt de toets naar de vraag of bij tegenstrijdig belang juist is gehandeld achteraf gedaan, wanneer een en ander bij de curator of rechtbank terechtkomt. Tegenstrijdig belang wordt immers vaak pas relevant bij wijziging in eigendomsverhoudingen of bij financiële problemen van de

⁵⁶ Dorresteyn 2010, 120.

⁵⁷ TK 31763, nr. 6, p. 20.

⁵⁸ Zwerus 2016, 245.

⁵⁹ Leijten 2014, 91.

⁶⁰ Artikel 2:250 lid 5 BW.

onderneming. Dan wordt nauwkeurig getoetst of de besluitvorming op de juiste wijze heeft plaatsgevonden en kan worden onderzocht of schade is voortgevloeid uit deze transactie (die is uitgevoerd op basis van besluitvormingsproces waarbij tegenstrijdig belang een rol speelde).

VOORBEELDEN VAN TEGENSTRIJDIG BELANG

Uit de jurisprudentie komt naar voren dat van de raad van commissarissen een intensieve bemoeienis wordt verwacht met het beleid wanneer: (1) het door het bestuur gekozen beleid risicovol is; (2) de vennootschap in zwaar (financieel) weer verkeert; (3) er sprake is van een overname, niet alleen bij de onderhandelingen, maar ook bij de beoordeling van het overnamebod; en (4) bij een investering door een derde in de onderneming.⁶¹ Al deze omstandigheden - die appèl doen op het strategisch handelen van de commissaris - kunnen een mogelijke tegenstrijdigheid tussen het belang van de aandeelhouder en dat van de commissaris in de hand werken. Hieronder volgt een aantal concrete voorbeelden van een dergelijk tegenstrijdig belang en mogelijke vervolgstappen.

- Van **noodzaakfinanciering** is sprake wanneer de vennootschap dringend behoefte heeft aan nieuw vermogen dat wordt ingebracht door de uitgifte van aandelen. Dit kan leiden tot verwatering van aandelenbelang voor bestaande aandeelhouders. Idealiter ook de aandeelhouders, maar in ieder geval de raad van commissarissen, zou de nood aan financiering aan moeten hebben zien aankomen. Juist van hen wordt verwacht dat zij toezicht houden op het gevoerde financiële beleid, de activiteiten en de concurrentiepositie van de onderneming. Eventueel zal het toezicht moeten worden geïntensiveerd. Wanneer de participatiecommissaris vanuit zijn aandeelhoudersbelang de noodzaakfinanciering en dus verwatering van zijn belang (zo lang mogelijk) tegen wil houden, wordt mijns inziens voldaan aan het tegenstrijdig belangcriterium zoals door de Hoge Raad hierboven verwoord. Immers is hier sprake van een direct persoonlijk belang en mag hij niet deelnemen aan de besluitvorming in de raad van commissarissen. Als aandeelhouder mag hij echter wel deelnemen aan de besluitvorming; daar geldt geen vergelijkbare (wettelijke) onthoudingsregel, zie echter mijn opmerkingen over het te volgen belang bij zijn besluitvormingsproces als aandeelhouder.
- Bij een **overname** waarbij aan de aandeelhouders in potentie een aantrekkelijke financiële exit in het vooruitzicht wordt gesteld, kan de participatiecommissaris vanuit zijn aandeelhoudersbelang een tegenstrijdig belang hebben. Ook als in eerste instantie de overname in het voordeel van zowel de aandeelhouders als de onderneming en

⁶¹ Koelemeijer 2013, 56.

betrokkenen lijkt te zijn, kunnen de belangen gedurende het overnameproces anders komen te liggen. Als commissaris moet gedurende het gehele proces transparantie en alertheid op een tegenstrijdig belang worden bewaakt en moet nadrukkelijk rekening worden gehouden met de belangen van alle betrokkenen.⁶² Als aandeelhouder kan echter ‘gewoon’ gestemd worden. Zie echter ook hier mijn opmerkingen over het te volgen belang in het besluitvormingsproces.⁶³

- **Investerings** in het licht van een geplande exit, waarbij de participatiecommissaris als aandeelhouder - gelet op zijn toekomstige verkoop van aandelen - minder belang (meer) heeft om te stemmen vóór deze investering, dan hij heeft als commissaris die oog moet houden op de continuïteit van de onderneming. Ook in dit voorbeeld zou de aandeelhouder-commissaris wellicht meer belang moeten houden als aandeelhouder met het vennootschappelijk belang, dan de ‘gewone’ aandeelhouder.
- Ook over de hoogte van de **dividenduitkering** kan de participatiecommissaris als aandeelhouder een andere wens hebben dan als commissaris. Een commissaris besluit wellicht eerder voor een lager dividend en hogere toevoeging aan de reserves. Hij heeft in ieder geval de plicht om goed door te vragen naar de draagkracht van de onderneming in relatie tot het voorgenomen dividend.⁶⁴ Zolang de onderneming de hoogte van de dividenduitkering voldoende kan dragen, heeft participatiecommissaris als aandeelhouder naar mijn mening het recht voor eigen (aandeelhouders) belang te kiezen.

4. ALTERNATIEVEN VOOR PARTICIPATIECOMMISSARIS

Het is de vraag of een participatiecommissaris meerwaarde heeft. Wellicht is een aandeelhouderscomité en/of een raad van advies een betere optie voor een startup.

Een investeerder heeft als aandeelhouder al veel middelen in handen om tijdig de juiste informatie boven tafel te krijgen en grip te houden op het bestuur en de onderneming. Het zelf aanschuiven als commissaris of het benoemen van een commissaris namens hem, is hiervoor niet noodzakelijk. Een van de mogelijkheden is het instellen van een aandeelhouderscomité, bestaande uit een afvaardiging van de aandeelhouders, dat actief en frequent de communicatie met de bestuurder zoekt.⁶⁵ De basis hiervoor is dan de informatie-uitwisseling en besluitvormingsprocessen zoals neergelegd in aandeelhoudersovereenkomst en statuten.⁶⁶ Dit

⁶² Fens 2011, 87-88.

⁶³ Waarbij dan wel – los van de dubbele pet als participatiecommissaris – de meerderheidsaandeelhouder rekening dient te houden met minderheidsaandeelhouders, maar dat is een ander leerstuk.

⁶⁴ De bestuurders zullen dit moeten hebben getoetst op grond van artikel 2:216 BW.

⁶⁵ Zie ook Fens 2011, 55.

⁶⁶ Waarbij gewaakt moet worden voor ‘meebesturen’, maar dat spreekt voor zich.

aandeelhouderscomité kan ook de algemene vergadering van aandeelhouders tot ingrijpen oproepen als blijkt dat de bestuurder tekortschiet. Een andere mogelijkheid is (daarnaast) te opteren voor een raad van advies. Een raad van advies houdt geen toezicht en meestal worden er geen besluiten maar aanbevelingen geformuleerd. Een dergelijke raad kan als klankbord voor het bestuur dienen en kan bij uitstek sparren over de strategie van de onderneming en de belangen van alle betrokkenen. Een raad van advies kan bovendien worden ingesteld op een manier zoals de bestuurder (eventueel in overleg met de aandeelhouder) dat goedgevindt; het laat dus meer vrijheid toe qua samenstelling, aanpassen van de samenstelling naar gelang de wijziging in koers en problematiek, wijze en frequentie van vergaderen en de inhoud van advisering. Om te voorkomen dat een raad van advies (te veel) op afstand blijft, kunnen de spelregels voor de raad van advies neergelegd worden in een reglement, zodat helder is wat de verwachtingen van alle betrokkenen zijn. Er wordt wel gesteld dat een raad van advies, die de facto functioneert als een raad van commissarissen en goed op de hoogte is van de gang van zaken binnen de onderneming, door de curator - mocht er sprake zijn van een faillissement - aansprakelijk kan worden gesteld als ware een raad van commissarissen. Wanneer dan onvoldoende rekenschap is gegeven van bijvoorbeeld de tegenstrijdig belang problematiek, kan een raad van advies een kwetsbare instelling blijken te zijn. Ik ben geen rechterlijke uitspraken over dit onderwerp tegengekomen, maar ook hier kan een reglement (en het handelen volgens dit reglement) zinvol zijn om eventuele misvattingen achteraf te voorkomen.

SLOTSOM

Het instellen van een raad van commissarissen bij een startup moet geen doel op zich zijn. Zoals hierboven wordt aangetoond, kan een investeerder zijn invloed ook op andere wijze uitoefenen dan door te participeren in een raad van commissarissen van 'zijn' onderneming. Een commissaris in spé, die wordt aangezocht door een aandeelhouder om namens hem te worden benoemd, moet goed onderzoeken of hij inderdaad toegevoegde waarde heeft. De commissaris die deze vraag met ja beantwoordt en (namens de aandeelhouder) deelneemt in de raad van commissarissen, dient zich vervolgens zeer bewust te zijn van de spelregels omtrent tegenstrijdig belang. De afhankelijkheid tussen de commissaris en aandeelhouder(sbelangen) hoeft op zich geen bezwaar te zijn. Wellicht zelfs integendeel, gelet op bepaalde studies naar de samenhang tussen onafhankelijkheid van bestuurders en commissarissen en de financiële resultaten van de onderneming. Daarnaast geldt dat juist startups behoefte hebben aan advies van en toezicht door goed geïnformeerde en betrokken commissarissen. Echter kan de participatiecommissaris geconfronteerd worden met situaties, waarin hij als aandeelhouder minder vrij is om zijn eigen (aandeelhouders)belang te volgen bij besluitvormingsprocessen; dan keert de wens om deel te nemen aan de raad van commissarissen

zich mogelijk juist tegen hem. Kortom, indien de aandeelhouder niet uit de voeten kan met het 'gereedschap' dat hem ten dienste staat middels de aandeelhoudersovereenkomst, de statuten en de vergadering van aandeelhouders - en ook een raad van advies geen optie is - kan hij zelf deelnemen aan de raad van commissarissen of een commissaris namens hem benoemen. Deze participatiecommissaris zal echter bij uitstek voortdurend moeten letten op zijn potentiële tegenstrijdige belang, kan mogelijk anderszins als aandeelhouder niet in alle gevallen zijn eigen (aandeelhouders)belang volgen en doet er goed aan zeer transparant verantwoording af te leggen over zijn stemgedrag als commissaris én als aandeelhouder.

Literatuur

- Borrius, Y., *Taakverdeling en aansprakelijkheid binnen bestuur en raad van commissarissen*, in: *Jaarboek Corporate Governance* (2014)
- Carter, D., Simkins, B., Simpson, W., 'Corporate governance, board diversity, and firm value', *Financial review* 38 (2003)
- De Lange, M., Van Der Veld, P., 'Shareholders vs. Stakeholders; wie wint?', *Vennootschap & Onderneming* 20 (2010)
- Dorresteijn, A., 'De nieuwe tegenstrijdigbelangregeling en de praktijk', *Onderneming en Financiering* 2 (2010)
- Elloumi, F., Gueyié, J-P., 'Ernstige financiële problemen en vennootschappelijk bestuur', *Finance en control* (2002)
- Fens, R., *Handboek voor de participatiecommissaris* (2011)
- Fernandes, N., 'EC: Board compensation and firm performance: The role of "independent" board members', *Journal of multinational financial management* 18 (2008)
- Frijns, J. ed., *De toegevoegde waarde van de RvC* (2017)
- Fuzi, S., Halim, S., Julizaerma, M., 'Board independence and firm performance', *Procedia Economics Finance en control* 37 (2016)
- Gordon, J., 'The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: Of shareholder value and stock market prices', *Stan. L. Rev.* 59 (2006)
- Kemp, B., *Aandeelhoudersverantwoordelijkheid: de positieve rol van de aandeelhouder en aandeelhoudersvergadering (Proefschrift Maastricht University)* (2015)
- Kemp, B., 'De rol en positie van de aandeelhouder bij een kapitaalvennootschap in financiële problemen', *Tijdschrift voor vennootschapsrecht, rechtspersonenrecht en ondernemingsbestuur* 6 (2015)
- Koelemeijer, M., 'De commissaris anno 2013', *TvOB* (2013)
- Kroeze, M., 'Onafhankelijkheid van commissarissen', *Ondernemingsrecht* 7 (2005)
- Leijten, F. ed., *Tegenstrijdig belang: een corporate governance kluit*, in: *Jaarboek Corporate Governance* (2014)
- Meijer, W., 'De aandeelhoudersovereenkomst in relatie tot de vennootschap', *Vennootschap & Onderneming* 7/8 (2012)
- Nguyen, B., Nielsen, K., 'The value of independent directors: Evidence from sudden deaths', *Journal of financial economics* 98 (2010)
- Olaerts, M., 'De aandeelhouder en het vennootschappelijk verband: de kwalificatie van de vennootschap en de invloed op de vennootschappelijke belangenafweging', *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* 2 (2015)
- Raaijmakers, G., *Beloningsprikkels voor bestuurders en commissarissen* (2008)
- Raaijmakers, G. e. S., A., 'De aandeelhouders-commissaris en tegenstrijdig belang', *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* (2017)
- Stolp, M., 'De zorg van een zorgvuldig commissaris', *Weekblad voor privaatrecht, notariaat en registratie* (2015)
- Strikwerda, J., 'De Nederlandse corporate governance code, Ingeleid, toegelicht en becommentarieerd', (2012)
- Toolkit Commissariaat*, (2018 (herziene uitgave 2013))
- Vaessen, R., 'Bestuurdersaansprakelijkheid en corporate governance. Hebben bestuurders wat te vrezen als ze de Corporate Governance Code schenden?', *Maandblad voor Vermogensrecht* (2017)
- Van Ginneken, M., 'De onafhankelijke commissaris', *Ondernemingsrecht* (2012)
- Verdam, A., *Iets over de verhouding tussen de institutionele opvatting, het vennootschapsbelang en de norm van redelijkheid en billijkheid, mede in relatie tot bestuurders, commissarissen en aandeelhouders*, in: *Autonomie van het bestuur en haar grenzen voor en na de Cancun-uitspraak* (2015)
- Zijl, N., de Bos, A., Lückcrath-Rovers, M., 'Onafhankelijkheid leidt niet tot betere financiële prestaties', *Tijdschrift voor Toezicht* 4 (2013)
- Zwerus, E., Brand, S., 'Tegenstrijdig belang Recente ontwikkelingen sinds de wetwijziging in 2013', *Maandblad voor Vermogensrecht* (2016)

