

3 | De toekomst van corporate governance: niet-beursgenoteerde vennootschappen?

Erik Vermeulen

1. Inleiding

In beursgenoteerde vennootschappen kan vaak moeilijk een juiste balans worden gevonden tussen bestuurders, aandeelhouders en andere ‘stakeholders’ (zoals werknemers en schuldeisers).¹ Ook beleidsmakers en regelgevers worstelen met de vraag hoe kan worden bereikt dat deze ondernemingen zich verantwoordelijk gedragen ten opzichte van hun investeerders, andere ‘stakeholders’ en de maatschappij in het algemeen. Een groot aantal corporate governance maatregelen moet er voor zorgen dat bedrijven goed worden bestuurd en consequent, betrouwbaar en duurzaam handelen. In de huidige economische situatie wordt vooral gekeken naar mechanismen die het ‘lange-termijn-denken’ bevorderen. Te veel ‘korte-termijn-denken’ heeft in het verleden desastreuze gevolgen gehad voor het voortbestaan van een aantal beursgenoteerde ondernemingen. Er is wereldwijd veel aandacht voor de samenstelling en het functioneren van het bestuur (en de raad van commissarissen) en het vergroten van de betrokkenheid van minderheidsaandeelhouders. Toch blijken vooral institutionele beleggers zich maar moeilijk in een actievere rol te kunnen vinden.² Bovendien is niet iedereen overtuigd van het feit dat betrokken en actieve institutionele beleggers tot betere lange termijn resultaten leiden.³ Ook worden vraagtekens geplaatst bij de ‘one-size-fits-all’ benadering van de meeste corporate governance initiatieven.⁴

De wrijving tussen investeerders (en andere stakeholders) en managers, de hoge kosten die de steeds gedetailleerdere regelgeving met zich mee brengen en het overheersende ‘korte-termijn-denken’ maken een beursnotering steeds minder aantrekkelijk. Talloze ‘delistings’ en ‘private equity’ transacties kenmerken het ondernemingsklimaat. Bovendien brengen steeds minder risico-investeerders, vooral venture capital fondsen,

1 Zie Economist, The endangered public company, The rise and fall of a great invention, and why it matters, 19 May 2012. Zie ook M. Hisatake and E.P.M. Vermeulen, Corporate Governance: Looking beyond Short-Term Shareholder Value, Working Paper, 2012.

2 Zie Financial Times (S. Wong), Barriers to effective investor engagement, 15 January 2012.

3 Zie C. Van der Elst en Erik P.M. Vermeulen, Europe’s Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement, in H.S. Birkmose, M. Neville en K. Engsig Sørensen, The European Financial Market in Transition, European Company Law Series, Volume 9, Wolters Kluwer, 2012.

4 Zie J.M. Mendoza, C. van der Elst and E.P.M. Vermeulen, Entrepreneurship and Innovation, The Hidden Costs of Corporate Governance in Europe, South Carolina Journal of International Law & Business, Volume 7, 2010; E.P.M. Vermeulen, Entrepreneurship and innovation in listed companies: What is the role of corporate governance?, in Corporate Governance, Value Creation and Growth, The Bridge between Finance and Enterprise, OECD, 2012.

hun portfolio bedrijven naar de beurs.⁵ Een eventuele beursgang zal in veel gevallen pas veel later plaatsvinden. Een recent voorbeeld hiervan is natuurlijk Facebook. Naarmate er meer en vooral grotere niet-beursgenoteerde bedrijven ontstaan trekt hun corporate governance structuur steeds vaker de aandacht van zowel investeerders als beleidsmakers/regelgevers. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het Groenboek over het EU-kader inzake corporate governance de vraag stelt of op EU-niveau maatregelen voor niet-beursgenoteerde vennootschappen moeten worden genomen.⁶ Een hieraan gerelateerde vraag is of nationale overheden zich ook meer moeten bemoeien met de inrichting en structuur van niet-beursgenoteerde vennootschappen door het ontwikkelen van vrijwillige codes en aanbevelingen.⁷

In november 2011 zijn de reacties op het Groenboek gepubliceerd. Ongeveer 70% van de 409 respondenten had een duidelijke mening over corporate governance voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Hoewel de meningen zijn verdeeld lijkt verreweg de meerderheid van de respondenten zich te verzetten tegen bemoeienis van Europese beleidsmakers/regelgevers met corporate governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen.⁸ Er zijn een aantal redenen voor dit verzet. Allereerst richten corporate governance initiatieven zich vooral op het verminderen van wat economen het ‘principal-agent’ probleem noemen. Omdat, zoals we zullen zien, het ‘principal-agent’ probleem in beursgenoteerde vennootschappen niet hetzelfde is als in niet-beursgenoteerde vennootschappen is er twijfel of beleidsmakers/regelgevers wel in staat zijn een positieve bijdrage te leveren aan de structuur en inrichting van deze laatste bedrijven. Daarnaast is er de angst dat ‘overheidsingrijpen’ tot meer ‘compliance’ kosten aanleiding zal geven. Dit zal het ondernemings- en vestigingsklimaat niet ten goede komen. Tenslotte hebben respondenten gewezen op talloze andere corporate governance initiatieven die voor niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn ontplooid. Het is niet nodig dat er naast de al bestaande codes en best-practice documenten, die zijn opgesteld door beroepsorganisaties of andere instanties op zowel Europees niveau als nationaal niveau, nog andere maatregelen in het leven worden geroepen.

Er zijn meer argumenten tegen overheidsinitiatieven op het gebied van corporate governance voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Het zijn vaak besloten (private) ondernemingen die niet aan een beurs zijn genoteerd. Dit betekent dat partijen zelf in staat moeten worden geacht met de hulp van advocaten en andere juridische adviseurs de beste corporate governance structuur te creëren. Het vennootschapsrecht biedt een aantal standaard mogelijkheden die contractueel kunnen worden aangevuld of waarvan kan worden afgeweken. In deze bijdrage zal in detail worden ingegaan

5 Zie J.M. Mendoza and E.P.M. Vermeulen, Towards a New Financial Market Segment for High tech Companies in Europe, in H.S. Birkmose, M. Neville en K. Engsig Sørensen, The European Financial Market in Transition, European Company Law Series, Volume 9, Wolters Kluwer, 2012.

6 Zie European Commission, Green Paper, The EU corporate governance framework, Brussels, 5.4.2011, COM(2011) 164 final.

7 Zie J.A. McCahery en E.P.M. Vermeulen, Corporate Governance of Non-Listed Companies, Oxford University Press, 2008.

8 Zie European Commission, Feedback Statement - Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework, Brussels, 15 November 2011.

op de vraag of er behoefte bestaat aan corporate governance initiatieven die speciaal zijn gericht op niet-beursgenoteerde vennootschappen. Om een antwoord te geven op deze vraag zullen een aantal onderwerpen de revue passeren. De volgende paragraaf beschrijft typische corporate governance problemen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ook zullen een aantal oplossingen voor deze problemen worden besproken. Vervolgens zal in paragraaf 3 een aantal corporate governance initiatieven worden geanalyseerd. Paragraaf 4 zal de verwachte toekomst van corporate governance voor niet-beursgenoteerde vennootschappen weergeven. Hierbij zal ook worden ingegaan op de veranderende rol van advocatenkantoren en andere juridische adviseurs. Deze bijdrage zal worden afgesloten met een conclusie.

2. Corporate governance in niet-beursgenoteerde ondernemingen: Problemen en oplossingen

Corporate governance, de organisatie van bestuur en toezicht binnen ondernemingen, ziet vooral toe op het verminderen van de ‘principal-agent’ problemen binnen beursgenoteerde vennootschappen. Met deze problemen worden meestal de conflicten bedoeld tussen bestuurders/managers die het eigenbelang hoog in het vaandel hebben staan en de aandeelhouders die uit zijn op waardevermeerdering van het aandeel. Omdat bestuurders/managers betrokken zijn bij de dagelijkse gang van zaken binnen een onderneming hebben zij meer informatie over de onderneming en kunnen zij dit ‘informatievoordeel’ omzetten in eigen voordeel zonder dat de op afstand staande investeerders dit door hebben. Uiteraard zal dit probleem zich minder snel voordoen in beursgenoteerde vennootschappen met een controlerende en betrokken aandeelhouder. Echter hier is de kans aanwezig dat minderheidsaandeelhouders de dupe worden van opportunistisch handelen van de meerderheidsaandeelhouder. Tegenstrijdig belang transacties zijn dan ook niet vreemd in deze situaties.⁹ Empirische studies tonen aan dat ‘principal-agent’ problemen zich vooral voordoen wanneer controlerende aandeelhouders ook vertegenwoordigd zijn in het management van de onderneming.¹⁰

Conflicten tussen aandeelhouders staan ook centraal in de corporate governance discussies rondom niet-beursgenoteerde vennootschappen (zie Figuur 1). Partijen worstelen vaak met dezelfde vragen: (1) hoe kunnen de belangen van partijen op elkaar worden afgestemd? (2) hoe kan de transparantie binnen de onderneming worden gewaarborgd? (3) hoe kunnen conflicten snel en doeltreffend worden opgelost? (4) hoe zit het met de autonomie van partijen? Toch zijn er een aantal opmerkelijke verschillen met beursgenoteerde vennootschappen. Deze verschillen zijn vooral gelegen in het feit dat er geen markt is voor de aandelen en de aandelen niet vrij verhandelbaar zijn: (1) de minderheidsaandeelhouders kunnen geen gebruik maken

9 Zie E.P.M. Vermeulen, *Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study*, OECD, 2012.

10 Zie L.A. Bebehuk and R.J. Jackson Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 702, July 2011.

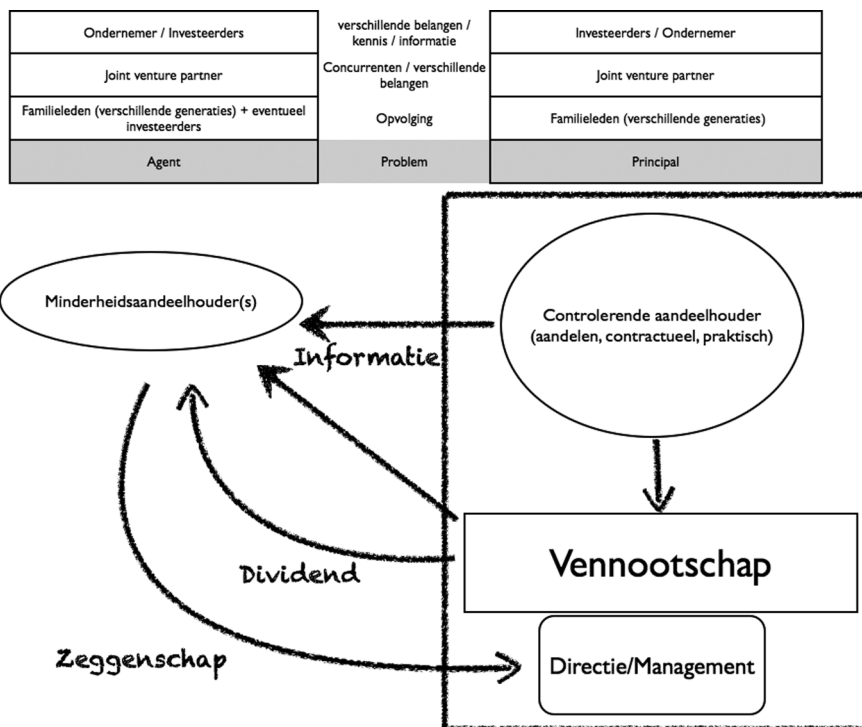
van een eenvoudige ‘exit’ door hun aandelen aan een derde te verkopen, (2) het ontbreken van een markt bemoeilijkt het bepalen van een juiste prijs voor de aandelen en (3) er zijn geen autoriteiten financiële markten en/of andere toezichthouders die bijdragen aan een ‘level playing field’ markt voor de aandeelhouders. Behalve de problemen tussen aandeelhouders kunnen ook problemen tussen aandeelhouders en bestuurders ontstaan. Dit kan zich voordoen in concernverhoudingen waarin bestuurders van 100% dochtervennootschappen het eigenbelang boven het belang van de groep stellen. Natuurlijk kan worden opgemerkt dat bestuurders van dochtervennootschappen instructies moeten opvolgen van het bestuur van de holding. Echter in internationale situatie is de holding niet altijd op de hoogte van de handelingen van het bestuur van een dochtervennootschap.

Er zijn ook opmerkelijke verschillen in corporate governance oplossingen tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vennootschappen. Omdat partijen in niet-beursgenoteerde ondernemingen elkaar meestal kennen kan worden gesteld dat reputatie en onderling vertrouwen een grotere rol spelen in de corporate governance structuur van de ondernemingen.¹¹ Toch zal duidelijk zijn dat er vaak meer nodig is dan de niet in rechte afdwingbare mechanismen, zoals reputatie en vertrouwen, om de in Figuur 1 geïllustreerde relaties in goede banen te kunnen (blijven) leiden en/of snel oplossingen te kunnen bieden in conflictsituaties. Hier ontstaat de vraag naar de behoefte aan corporate governance richtlijnen/aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Een vraag die niet eenvoudig is te beantwoorden. Er zijn immers zoveel verschillende soorten ondernemingen die, ondanks het feit dat ze vaak kampen met gelijksoortige problemen, toch allemaal behoefte hebben aan specifieke oplossingen. Denk hierbij aan familiebedrijven waarin verschillende generaties werkzaam zijn, een holding maatschappij die dochters heeft over de hele wereld, internationale joint ventures tussen twee concurrerende multinationals, een venture capital fonds waarin investeerders grote sommen geld stoppen in de hoop dat de fondsmanagers het juiste start-up bedrijf zullen financieren of het start-up bedrijf zelf dat aandelen heeft uitgegeven aan angel-investeerders en investeringsfondsen.

Het feit dat de ‘oplossingen’ voor de corporate governance problemen voor elk type onderneming weer anders zijn (een one-size-fits-all kader is moeilijk te schetsen) maakt het voor beleidsmakers en regelgevers moeilijk corporate governance beginselen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen te definiëren. Bovendien wordt ingrijpen van hogerhand vaak onnodig geacht voor problemen die relatief weinig impact hebben op de maatschappij (tenminste in vergelijking tot de beursgenoteerde ondernemingen met grotere aantallen investeerders, werknemers en schuldeisers). Het argument is dat in organisaties waarin de identiteit van partijen bekend is het vennootschapsrecht, aangevuld met contractuele bepalingen, voldoende mogelijkheden biedt de belangen van partijen op elkaar af te stemmen.

¹¹ Zie E.P.M. Vermeulen, *The Role of Law in Developing Efficient Corporate Governance Frameworks*, in *Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets*, OECD, 2006.

Figuur 1: Typische ‘principal-agent’ problemen in niet-beursgenoteerde ondernemingen



2.1 Flexibele rechtsvormen en overeenkomsten

Het menu van rechtsvormen dat in de meeste jurisdicties wordt aangeboden biedt passende oplossingen voor een aantal niet-beursgenoteerde ondernemingen. De scheiding tussen passieve investeerders en actieve managers maakt bijvoorbeeld de commanditaire vennootschap een geschikte rechtsvorm voor investeringsfondsen. Omdat de commanditaire vennoten de beperkte aansprakelijkheid zullen verliezen wanneer zij zich naar de buitenwereld toe gedragen als managers van het fonds, garandeert de commanditaire vennootschap dat de beherende vennoten het fonds grotendeels ongemoeid kunnen managen. De rechtsvorm biedt partijen echter het raamwerk waarbinnen ze de onderneming naar eigen inzicht vorm kunnen geven. Investeerders in een venture capital fonds gebruiken legio contractuele bepalingen die ervoor moeten zorgen dat de belangen van de investeerders en managers op elkaar worden afgestemd. Daarnaast biedt het contractbescherming tegen mogelijke opportunistische handelingen van de fondsmanagers. Zo moeten managers verantwoording afleggen in ‘investors committees’ over de gemaakte investeringen. Ook worden de investeringsdoelstellingen gedetailleerd en nauwkeurig omschreven in

de commanditaire vennootschapsovereenkomsten die ervoor zorgen dat managers tussentijds de afgesproken spelregels niet of moeilijk kunnen veranderen. Om te voorkomen dat de managers tussentijds het beheer over de gemaakte investeringen aan derden overdragen worden ‘key-man’ bepalingen opgenomen.¹²

De overeenkomst bevat niet alleen maar regels waaraan managers zich moeten houden. Managers worden vooral geprikkeld door de ‘carrots’ die worden voorgehouden. Naast een management-fee, die varieert tussen de 1% en 2% van het door de investeerders gecommiteerde kapitaal, krijgen ze vaak ook nog eens 20% van de door het fonds gemaakte winsten. Dit wordt de zogenaamde ‘carried interest’ genoemd. Natuurlijk kunnen investeerders worden beschermd tegen voorbarige ‘carried interest’ uitkeringen door het opnemen van betalingsschema’s die naast de volgorde van de uitkeringen ook vaak drempels aangeven die gehaald moeten worden voordat tot betaling van de ‘carried interest’ kan worden overgegaan.¹³

Het bovenstaande geeft het belang van de contractuele bepalingen bij de bescherming van de verschillende belangen in venture capital fondsen aan. Andere voorbeelden zijn de internationale joint venture die vooral door de joint venture agreement en daaraan gerelateerde overeenkomsten wordt beheerst.¹⁴ Denk ook aan het familiebedrijf waarin naast de ontwikkeling van de onderneming ook de familiebelangen door allerlei contractueel overeengekomen mechanismen, zoals het familiestatuu, in acht worden genomen.¹⁵ Als laatste voorbeeld kan het start-up bedrijf worden genoemd waarin investeerders al vroeg in de onderhandelingen door middel van een zogenaamde ‘term sheet’ aan de entrepreneurs laten weten welke statutaire en contractuele bepalingen ze uiteindelijk in de juridische documenten willen terugzien.¹⁶

Kijken we naar de recente ontwikkelingen op het gebied van het vennootschapsrecht valt op dat de nadruk steeds meer komt te liggen op contractuele vrijheid om de organisatie en structuur van de onderneming naar eigen inzicht in te richten. Dit in tegenstelling tot de beursgenoteerde bedrijven die steeds meer worden beheerst door dwingendrechtelijke bepalingen. De rechtsvorm bepaalt slechts in grote lijnen hoe een en ander binnen een onderneming wordt geregeld. Ook wordt door de rechtsvormkeuze de fiscale behandeling bepaald. Dat partijen een groot belang hechten aan de contractuele vrijheid blijkt uit de groei in het gebruik van de coöperatie door venture capital fondsen. Die groei is vooral te danken aan de deelnemingsvrijstelling

12 Zie J.A. McCahery en E.P.M. Vermeulen, *Corporate Governance of Non-Listed Companies*, Oxford University Press, 2008.

13 Zie Dow Jones Private Equity Partnership Terms & Conditions, 2009 Edition.

14 Joint ventures worden vooral beheerst door veelal Engelstalige overeenkomsten die een aantal corporate governance zaken regelen: (1) control and management, (2) reporting and access to information, (3) dispute resolution and exit terms, (4) remedies for defaults, (5) deadlocks, (6) transferability, (7) termination and buyouts.

15 Zie M. Bruel, J.R. Geerlings en J.A. van Hamel, *Uitblinken als familiebedrijf, Over de inrichting en werking van goed bestuur*, Van Gorcum, 2008.

16 Zie B. Feld en J. Mendelson, *Venture Deals, Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*, John Wiley & Sons, Inc., 2011.

die de leden (lees: investeerders) van de coöperatie hebben. De flexibiliteit die Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek biedt, maakt het voor de gebruikers van de coöperatieve vereniging mogelijk deze contractueel in te richten alsof het een commanditaire vennootschap betreft.

Wetgevers zijn er steeds meer van overtuigd dat het voor het ondernemings- en vestigingsklimaat noodzakelijk is dat partijen de vrijheid hebben de structuur en organisatie van een niet-beursgenoteerde onderneming naar eigen inzicht in te richten. Overall ter wereld worden flexibele rechtsvormen geïntroduceerd of vinden hervormingen plaats die ervoor zorgen dat flexibiliteit en inrichtingsvrijheid voorop worden gesteld.¹⁷ In Nederland hebben we de flex-BV. In de Verenigde Staten is de zeer flexibele limited liability company de meest gebruikte rechtsvorm. De Franse société par actions simplifiée (SAS) is een van de beste Europese voorbeelden van een rechtsvorm die volledige contractuele vrijheid biedt aan partijen. Deze rechtsvorm was oorspronkelijk bedoeld voor grote joint ventures: multinationals die bij het opzetten van de samenwerking behoefte hadden aan flexibiliteit zonder daarbij te stuiten op dwingendrechtelijke regels. De regels omtrent de eerste SAS waren summier: er werd een rechtsvorm aangeboden die werd beheerst door de meest noodzakelijke bepalingen, zoals oprichtingsprocedures, het toekennen van rechtspersoonlijkheid en het toekennen van beperkte aansprakelijkheid. Een dergelijke benadering gaat ervan uit dat juridische adviseurs (advocaten en bedrijfsjuristen) in samenspraak met partijen de organisatiestructuur van de vennootschap beter kunnen bepalen dan wetgevers.

De introductie van de SAS in 1994 had tot doel een joint venture vehikel aan te bieden voor (internationale) partijen die tot op dat moment geneigd waren de voorkeur te geven aan buitenlandse rechtsvormen om hun gezamenlijke onderneming in onder te brengen. De rechtsvorm stond alleen open voor rechtspersonen die een minimum aandelenkapitaal hadden van FRF 1.500.000. Ondanks de zware eisen die aan de oprichting van een SAS werden gesteld, werd de rechtsvorm met ongeveer 1000 oprichtingen per jaar succesvol geacht. De populariteit van de SAS heeft de Franse wetgever doen besluiten de SAS in 2008 nog verder aan te passen zodat het de status zou krijgen van een all-purpose vehikel. Le Roi de modernisation de l'économie van 4 augustus 2008 heeft korte metten gemaakt met de overgebleven kapitaalbeschermingsregels. Hierdoor is het per 1 januari 2009 mogelijk arbeid en kennis in te brengen, waardoor de SAS nog aantrekkelijker is geworden voor startende bedrijven. Er is onder bepaalde omstandigheden zelfs afscheid genomen van de verplichte benoeming van een accountant. De SAS kan volledig vrij worden ingericht met dien verstande dat er verplicht een president moet worden benoemd. De SAS heeft zich in 15 jaar ontwikkeld tot een van de belangrijkste rechtsvormen in Frankrijk. De 'all-purpose' status blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat de SAS, langzaam maar zeker, de meest populaire rechtsvorm is geworden voor bedrijven die

17 Zie E.P.M. Vermeulen, Het vennootschapsrecht in de 21ste eeuw: Common law versus Civil Law, Tijdschrift voor Privaatrecht, 2010-3.

op zoek zijn naar start-up kapitaal.¹⁸ De combinatie tussen wet en contract blijkt in veel gevallen voldoende te zijn om aan corporate governance problemen in niet-beursgenoteerde vennootschappen het hoofd te bieden. Toch zijn er in de loop der jaren een aantal corporate governance richtlijnen en aanbevelingen geïntroduceerd. In de volgende paragraaf zullen een aantal initiatieven de revue passeren.

3. Corporate governance codes: voor- en nadelen

Het bedrijfsleven is gebaat bij flexibele rechtsvormen die partijen de vrijheid geven zelf (in overleg met hun juridische adviseurs) de interne organisatie van hun onderneming vorm te geven naar de aard van hun samenwerkingsrelatie. Flexibiliteit en contractuele vrijheid kunnen zelfs leiden tot een toename van de economische activiteit.¹⁹ Er lijkt dus geen behoefte te zijn aan speciale corporate governance richtlijnen voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Maar schijn bedriegt. Er zijn een aantal corporate governance initiatieven voor niet-beursgenoteerde ondernemingen die succesvol blijken te zijn. In België is in 2005 een code voor niet-beursgenoteerde bedrijven (de code Buysse) ingevoerd. De initiatiefnemers van deze code, de Unie voor Zelfstandige Ondernemers (UNIZO) en UCM, achtten het noodzakelijk dat, onder de toenmalige economische omstandigheden, niet-beursgenoteerde ondernemingen behoefte hadden aan praktische en gerichte antwoorden rondom goed ondernemingsbestuur. Er werd daarom een Commissie ‘Corporate governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen’, onder voorzitterschap van Baron Paul Buysse, opgericht. De opdracht van deze Commissie was een code uit te werken met specifieke corporate governance aanbevelingen voor alle niet-beursgenoteerde ondernemingen.

Uit een in 2008 door UNIZO uitgevoerde enquête blijkt dat de code het besef voor corporate governance onder niet-beursgenoteerde ondernemingen aanzienlijk heeft vergroot: 60% van de Vlaamse midden- en kleinbedrijven was op de hoogte van de code. Belangrijker was dat 80% van hen ervan overtuigd was dat de code een meerwaarde voor ondernemingen zal gaan opleveren. In 2009 is de code vernieuwd en aangepast aan de discussies rondom maatschappelijk en duurzaam ondernemen. Naast algemene beginselen komen de volgende onderwerpen in de code aan de orde: (1) deugdelijk ondernemen, (2) maatschappelijk verantwoord ondernemen, (3) de raad van advies als klankbord voor het bestuur, (4) de actieve raad van bestuur, (5) de betrokken aandeelhouder(s), (6) controle en risicobeheer en (7) specifieke aanbevelingen voor familiebedrijven.

18 Zie F. Reyes en E.P.M. Vermeulen, *Company Law, Lawyers and “Legal” Innovation: Common Law versus Civil Law*, Kyushu University Legal Research Bulletin, Volume 2, 2012.

19 Zie Eerste Kamer 2011-2012, Nadere Memorie van Antwoord Wetsvoorstel 31 058, 31 mei 2012.

Het Belgische voorbeeld van een aparte code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen is gevolgd in Finland (2006), Spanje (2005), het Verenigd Koninkrijk (2010) en Zwitserland (2006). De European Confederation of Directors' Association (ecoDa) heeft zelfs pan-Europese richtlijnen voor corporate governance geïntroduceerd.²⁰ Het ecoDa initiatief bevat aparte richtlijnen voor grote en complexe ondernemingen. Deze richtlijnen komen voor een deel overeen met aanbevelingen voor beursgenoteerde ondernemingen, zoals het instellen van bestuurscommissies en houden van evaluaties.

Richtlijnen en aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn niet bindend. De ondernemingen hoeven ook het 'pas-toe-of-leg-uit' beginsel niet volgen. Ze zijn volledig vrij in hun keuze een of meerdere aanbevelingen toe te passen. Wat is dan de zin van deze initiatieven? Het onderzoek van Unizo in België geeft een antwoord. Ze moeten het besef voor het nut van een goede corporate governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen doen toenemen. Eigenlijk zijn de richtlijnen en aanbevelingen een aanvulling op de wet en de contractuele bepalingen die, zoals we hebben gezien, een doorslaggevende rol spelen in de inrichting en structuur van de organisatie van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Figuur 2 geeft dit schematisch weer. De rechtsvorm biedt het juridische raamwerk aan. Partijen vullen dit verder in met specifieke statutaire en contractuele bepalingen. De richtlijnen en aanbevelingen (of codes) kunnen als een optie worden beschouwd die door de desbetreffende partijen in hun organisatie kunnen worden geïmplementeerd.

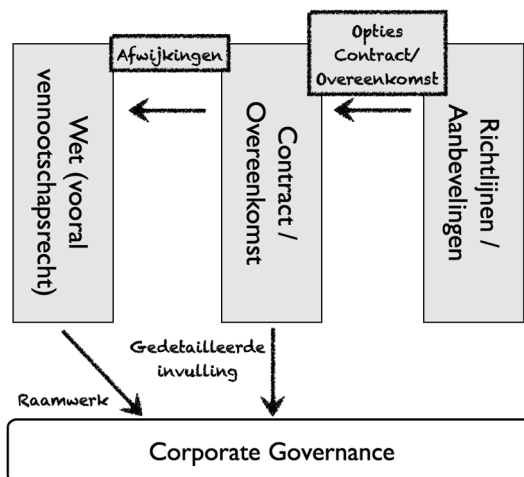
Deze opties kunnen erg nuttig zijn. De Belgische en Zwitserse aanbevelingen raden het instellen van een familierraad en/of familiestatuuat aan, waardoor de belangen van de familie en de onderneming beter op elkaar kunnen worden afgestemd. In 2003 is al door de Vereniging Familie Bedrijven Nederland erkend dat een dergelijke raad/ statuut (waarin bij de onderneming betrokken of geïnteresseerde familieleden hun visie op de onderneming kunnen vaststellen) aanzienlijk bijdraagt aan het voorkomen van conflicten.²¹ Uit een in 2007 verricht onderzoek blijkt echter dat slechts 15% van de Nederlandse familiebedrijven ook daadwerkelijk een dergelijk familierraad hadden ingesteld.²² Bij een landelijk pakket van aanbevelingen zou dit percentage zeer waarschijnlijk hoger zijn uitgevallen. Dit wordt bevestigd door een in juni 2012 gepubliceerd rapport waarin wordt geconcludeerd dat familiebedrijven steeds vaker een familiestatuuat vaststellen. Hier is interessant te vermelden dat de toename van familiestatuten vooral is te wijten aan de toenemende belangstelling van overheden (beleidsmakers en regelgevers) voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Familiebedrijven hopen door zelf maatregelen te nemen overheidsingrijpen te voorkomen.²³

20 Zie EcoDa, *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, 2010.

21 Zie FBNE, *Ondernemen als familie, Aanbevelingen voor goed bestuur in het familiebedrijf*, 2003.

22 Zie M. Bruel en J.R. Geerlings, *Beursnotering voor het familiebedrijf: Het begin of het einde?*, Mesa-fbc, 2008.

23 Zie *Financieele Dagblad* (H. Engelenburg), *Familiebedrijven vrezen een verplichte code goed bestuur*, 5 juni 2012.

Figuur 2: Het samenspel tussen wet, contract en code

Toch zijn er ook nadelen verbonden aan de landelijke initiatieven die beginselen en aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde bedrijven introduceren. Om de acceptatiegraad te verhogen voor de vele verschillende niet-beursgenoteerde ondernemingen worden vaak vage en ruime richtlijnen uitgevaardigd. De Code Buysse bevat bijvoorbeeld de volgende bepalingen: (1) ‘Bij de samenstelling van de raad van bestuur dient rekening te worden gehouden met de noodzakelijke complementariteit op het vlak van bekwaamheden, ervaring, kennis en diversiteit’ en (2) ‘Van een bestuurder wordt verwacht dat hij actief deelneemt aan de vergaderingen van de raad van bestuur. Dat houdt in dat hij zich goed voorbereidt op de vergaderingen van de raad van bestuur, op de vergaderingen aanwezig is en actief participeert in de beraadslaging en de besluitvorming.’ Hoewel deze aanbevelingen inderdaad niet door elk bedrijf worden toegepast, zullen ze weinig verbazing wekken. Daarnaast kunnen de richtlijnen en aanbevelingen, zelfs al worden ze periodiek aangepast, de snelheid van de tegenwoordige trends in de ondernemingspraktijk moeilijk bijbenen. Het zal duidelijk zijn dat ‘verouderde’ richtlijnen en aanbevelingen niet zullen bijdragen aan het ondernemings- en vestigingsklimaat.

4. De toekomst: de rol van advocatenkantoren en andere juridische adviseurs

Toch kunnen de richtlijnen en aanbevelingen een belangrijke aanvulling zijn op het wettelijk kader dat door de rechtsvorm-keuze wordt bepaald. Dit kan worden toegelicht door weer te kijken naar voorbeelden uit de venture capital industrie. De ervaring leert dat startende bedrijven die op zoek zijn naar risicokapitaal, behoefte hebben aan

een gedetailleerd inzicht - het liefst in de vorm van modellen - in de juridische structuren die door risico-investeerders veelal worden vereist. Een begrip van deze juridische structuren zal niet alleen de dialoog tussen entrepreneurs en investeerders verbeteren, maar ook tot meer transparantie van de venture capital industrie leiden. In de Verenigde Staten wordt door de National Venture Capital Association (NVCA) modelovereenkomsten op de website geplaatst.²⁴ Bovendien worden deze modelovereenkomsten regelmatig herzien en aangepast aan de nieuwe juridische ontwikkelingen. Volgens de website van de NVCA wordt met de modelovereenkomsten het volgende beoogd: (1) het weergeven van industriënormen en promoten van consistentie, (2) het aanbieden van opties die door de partijen in het juridisch kader van hun organisatie kunnen worden opgenomen, (3) het informeren van juridisch zwakkere partijen en (4) het verminderen van de tijd en kosten die met deze transacties zijn gemoeid.

In Europa was het tot op heden vrij lastig standaard documenten te vinden die partijen informeerden over het onderhandelingsproces en opties gaven die door de partijen geïmplementeerd kunnen worden. Een aantal venture capital fondsen in Europa heeft hier in 2011 op ingespeeld door modellen beschikbaar te stellen die oprichters en andere geïnteresseerden een idee geven van bepalingen die gewoonlijk tussen de entrepreneur en een of meer risico-investeerders worden overeengekomen. Deze modellen worden in verschillende talen beschikbaar gesteld op het seedsummit forum en zijn geredigeerd door Brown Rudnick LLP, een internationaal advocatenkantoor met kantoren in zowel de Verenigde Staten als Europa.²⁵ Het is toe te juichen dat deze ‘financing guideline documents’ ook in Europa beschikbaar worden gesteld. Natuurlijk kan men meeliften op de ervaringen die men heeft in de Verenigde Staten, maar dit zal lang niet altijd een juist beeld geven over de juridische situatie in Europa. Omdat de venture capital industrie in Europa lang niet zo goed is ontwikkeld als in de Verenigde Staten kan er minder worden teruggevallen op reputatie en vertrouwen. Zo krijgen fondsmanagers in Europa vaak minder juridische speelruimte dan hun Amerikaanse collega’s.²⁶

Het blijkt uit bovenstaande discussie dat, naast algemene richtlijnen en aanbevelingen die in bepaalde landen zijn geïntroduceerd, ook best-practice bepalingen en beginselen binnen bepaalde industrieën en sectoren kunnen worden uitgevaardigd. Deze laatste aanbevelingen zijn vaak meer gedetailleerd en bieden dus een beter houvast voor partijen. Het nadeel is dat er sprake kan zijn van ‘bedrijfsblindheid’. Dit laatste is in mei 2012 vastgesteld in een Amerikaans rapport van de Kaufmann Foundation, “We Have Met the Enemy... And He Is US”: Lessons from Twenty Years of the Kaufmann Foundation’s Investments in Venture Capital Funds and the Triumph of Hope over Experience. Het rapport haalt vernietigend uit naar de

²⁴ Zie www.nvca.org

²⁵ Zie www.seedsummit.org/legal-docs/

²⁶ Zie J.A. McCahery en E.P.M. Vermeulen, *Venture Capital Beyond the Financial Crisis, How Corporate Venturing Boosts New Entrepreneurial Clusters (and Assists Governments in Their Innovation Efforts)*, *Capital Markets Law Journal*, Volume 5, 2010.

hiervoor reeds besproken beloningsstructuren van fondsmanagers en stelt voor dat investeerders in venture capital fondsen over ‘innoverende’, meer op performance gerichte, beloningen onderhandelen. Dit klinkt eenvoudiger dan het is. De ervaring leert dat het vaak zeer moeilijk is jarenlang gebruikte, zogenaamde ‘tried and tested’ overeenkomsten aan te passen aan nieuwe omstandigheden en ervaringen. Dit brengt ons tot de volgende vraag: Wanneer we aannemen dat er een rol is weggelegd voor richtlijnen en aanbevelingen in aanvulling op de rechtsvormen en door partijen vast te stellen contractuele bepalingen, welke partijen moeten dan verantwoordelijk zijn voor het maken van deze richtlijnen?

Het antwoord is eenvoudig (maar ook verassend): advocatenkantoren en andere juridische adviseurs. Advocaten zijn vaak berokken bij het vormgeven van de organisatie van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Zij zijn op de hoogte van de laatste stand van zaken en kunnen/zullen de contractuele bepalingen aanpassen aan nieuwe economische ontwikkelingen en ervaringen. Zij doen dit natuurlijk voor hun cliënten en daarmee krijgt hun werk niet direct de status van algemene richtlijnen en aanbevelingen. Toch lijkt hierin langzaam maar zeker verandering te komen. Wanneer we kijken naar de top 5 van Amerikaanse advocatenkantoren die actief zijn in de venture capital industrie (gebaseerd op hun betrokkenheid bij recente beursgangen van ‘venture capital backed’ ondernemingen), blijkt dat 3 van de 5 kantoren regelmatig rapporten publiceren die een overzicht geven van hun ervaringen in de industrie (zie Tabel 1). Deze rapporten laten trends en ontwikkelingen zien in de contractuele bepalingen tussen partijen. Ook worden contractuele vernieuwingen toegelicht.

Tabel 1: Meest actieve advocatenkantoren in de Amerikaanse venture capital industrie

Advocatenkantoor	Betrokken bij beursgangen in 2011	Rapporten/richtlijnen venture capital overeenkomsten op website
Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, P.C.	14	The Entrepreneurs Report: Private Company Financing Trends (Quarterly) - 3 clicks van thuispagina
Davis, Polk & Wardwell LLP	11	–
Latham & Watkins LLP	11	–
Cooley LLP	6	Venture Financing Report (Quarterly) - 3 clicks nadat gezocht is op de term ‘venture capital’
Fenwick & West LLP	5	Silicon Valley Venture Survey (Quarterly) - 1 click van thuispagina

Deze rapporten zijn voor iedereen toegankelijk en dienen als ‘state-of-the-art’ aanbevelingen voor partijen die bezig zijn hun relatie vorm te geven. Deze ‘nieuwe’ rol van advocatenkantoren past bij het beeld van de advocaat in de 21ste eeuw. Internet en sociale media geven steeds meer en beter toegang tot standaardovereenkomsten. Het is de verwachting dat advocatenkantoren hier steeds vaker op in moeten gaan spelen door concrete richtlijnen en aanbevelingen (in de vorm van standaardovereenkomsten of rapporten) openbaar te maken om zo hun cliënten van beter advies te kunnen dienen. Er kan zelfs worden gesteld dat advocatenkantoren die standaardovereenkomsten en rapporten gratis beschikbaar stellen een beter op de toekomst gericht business model hebben. Zij zullen beter in staat zijn cliënten aan te trekken en vast te houden.²⁷

5. Conclusie

Flexibiliteit en contractuele vrijheid zijn de toverwoorden in de toenemende corporate governance discussie voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Om partijen bepaalde handvatten te geven kunnen richtlijnen en aanbevelingen worden geïntroduceerd. Om een bepaalde mate van gedetailleerdheid te garanderen en snelle aanpassingen aan nieuwe economische ontwikkelingen mogelijk te maken, lijken advocatenkantoren in de beste positie te zitten hieraan gehoor te geven. Er zijn al een aantal voorbeelden te noemen waarin advocatenkantoren voor iedereen toegankelijke richtlijnen publiceert. Deze richtlijnen zijn vooral bruikbaar wanneer ze zijn toegespitst op bepaalde industrieën of samenwerkingsvormen. In deze bijdrage zijn voorbeelden gegeven uit de venture capital industrie, maar het is ook mogelijk vergelijkbare rapporten te publiceren voor internationale joint ventures of familiebedrijven. Omdat niet-beursgenoteerde ondernemingen steeds weer anders zijn en telkens opnieuw specifieke problemen het hoofd moeten bieden, blijft corporate governance voornamelijk een contractuele aangelegenheid. Tenslotte moet worden opgemerkt dat de rol van advocatenkantoren om specifieke aanbevelingen en richtlijnen te publiceren niet alleen beperkt blijft tot niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ook de beursgenoteerde bedrijven, die steeds meer in de ban komen van ‘dwingende’ regels en best-practice bepalingen, hebben nadere toelichting nodig hoe men op een zodanige manier tussen de regels door kan manoeuvreren dat ondernemerschap en vernieuwing, zelfs in een ‘overgereguleerde’ omgeving, kunnen worden gewaarborgd.²⁸

27 Zie L.E. Ribstein, *The Death of Big Law*, *Wisconsin Law Review*, Volume 10, 2010.

28 Zie bijvoorbeeld Fenwick & West LLP, *Corporate Governance Practices and Trends, A Comparison of Large Public Companies and Silicon Valley Companies, 2011* of Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, *Corporate Governance and Disclosure Practices of Venture-Backed Companies in U.S. Initial Public Offerings - January 2010 through June 2011, 2011*.