

Vertegenwoordiging van private equity in Nederlandse portfoliobedrijven

Mr. D.W. Stuijt*

In dit artikel bespreekt de schrijver de manieren waarop private equity binnen een Nederlands portfoliobedrijf kan worden vertegenwoordigd. Daarbij wordt speciale aandacht besteed aan de nog relatief onbekende rechtsfiguur van de board observer. De schrijver betoogt dat private-equityfondsen vaker zouden moeten overwegen gebruik te maken van een board observer.

1 Inleiding

Private equity is sterk vertegenwoordigd in Nederland. Op dit moment houdt private equity aandelen in circa duizend Nederlandse bedrijven. Deze bedrijven vertegenwoordigen ruim 300.000 werknemers en ongeveer EUR 200 miljard omzet wereldwijd, waarvan EUR 75 miljard in Nederland.¹ Uit recent onderzoek van *Het Financieele Dagblad* blijkt dat – op Europees niveau – nergens zoveel wordt geïnvesteerd door private equity als in Nederland.²

Private-equityfirma's investeren in verschillende sectoren, maar zijn vooral actief in de industriële sector (waaronder de hout-, metaal- en voedselindustrie), ICT en detailhandel. Een andere sector die de aandacht heeft van private-equityfirma's is de gezondheidszorg. In dat kader kan worden gedacht aan tandartspraktijken, kinderdagverblijven, fysiotherapeuten en arbodiensten.

In dit artikel bespreek ik de corporate governance van bedrijven waarin private equity investeert (hierna: portfoliobedrijven) en meer specifiek de manieren waarop private equity binnen een Nederlands portfoliobedrijf kan worden vertegenwoordigd. Daarbij wordt in dit artikel aandacht besteed aan de nog relatief onbekende figuur van de *board observer*. De board observer biedt voordelen ten opzichte van andere juridische instrumenten die een private-equityfirma ter beschikking staan voor vertegenwoordiging binnen een portfoliobedrijf. In dit artikel zet ik de board observer af tegen andere gangbare juridische instrumenten die resulteren in vertegenwoordiging,

alsmede de belangrijkste overwegingen voor private-equityfirma's (en hun adviseurs) om al dan niet van een bepaald instrument gebruik te maken.

2 Wat is private equity en hoe werkt het?

Private equity is een categorie alternatieve beleggingen waarbij wordt geïnvesteerd in of overnames worden gedaan van veelal niet-beursgenoteerde bedrijven. Private equity beoogt omzet te genereren door de resultaten van hun portfoliobedrijven te verbeteren of voor de duur van hun investering een buy-and-buildstrategie te voeren.

De meeste private-equityfirma's gaan op eenzelfde manier te werk. Allereerst zet een private-equityfirma een beleggingsfonds op (het private-equityfonds), waarin hij zowel eigen kapitaal als bij beleggers opgehaald kapitaal stort. De private-equityfirma fungeert zelf als *general partner* van dit private-equityfonds en is in die hoedanigheid verantwoordelijk voor de gang van zaken binnen het fonds. Als general partner is de private-equityfirma aansprakelijk voor de financiële verplichtingen van het private-equityfonds. In ruil voor het beheer van het private-equityfonds ontvangt de private-equityfirma een managementvergoeding van het private-equityfonds. Onder leiding van de general partner doet het private-equityfonds zijn investeringen. Het private-equityfonds heeft naast een general partner ook nog zogeheten *limited partners* (dat wil zeggen passieve beleggers). Deze limited partners zijn voornamelijk institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en staatsbeleggingsfondsen,³ maar kunnen ook vermogende individuen zijn. De limited partners zijn niet betrokken bij de gang van zaken binnen het private-equityfonds. De verplichtingen van de limited partners reiken niet verder dan het kapitaal dat zij aan het private-equityfonds ter beschikking hebben gesteld dan wel het kapitaal dat zij hebben gecommitteerd om aan het private-equityfonds ter beschikking te stellen.

Er zijn verschillende manieren waarop een private-equityfonds in een bedrijf kan investeren. Een van de meest gebruikte methodes is een bedrijfsovername (een *buy-out*). In geval van een buy-out investeert een private-equityfonds in een vennootschap (de *target*) en verkrijgt het een meerderheidsbelang in de

* Mr. D.W. Stuijt is advocaat bij Houthoff te Amsterdam.

1 G. den Brinker, G. de Groot, P. Kakebeke & J. Leupen, 'Private equity maakt stormachtige opmars in Nederland', *Het Financieele Dagblad* 21 juli 2023, geraadpleegd op 2 juni 2024, <https://fd.nl/bedrijfsleven/1482032/private-equity-maakt-stormachtige-opmars-in-nederland>.

2 G. den Brinker, G. de Groot & P. Kakebeke, 'Private equity in Nederland. In de haarvaten van de Nederlandse economie', *Het Financieele Dagblad* 21 juli 2023, geraadpleegd op 2 juni 2024, <https://specials.fd.nl/in-de-haarvaten-van-de-economie?6>.

3 S. Witney, *Corporate governance and responsible investment in private equity*, Cambridge: Cambridge University Press 2021, p. 6.

target. Dit meerderheidsbelang wordt in de meeste gevallen gehouden door een voor dat doel opgerichte vennootschap van het private-equityfonds. In 2023 bestond 76,62% van de wereldwijde private-equityinvesteringen uit buy-outs.^{4,5}

Het belangrijkste doel van private-equityfirma's is het creëren van meer aandeelhouderswaarde. Zodra dit doel is bereikt, zal een private-equityfonds zijn belang in het portfoliobedrijf doorgaans verkopen. Het aandelenbezit van een private-equityfonds in een portfoliobedrijf is normaal gesproken dus van tijdelijke aard. De exit (dat wil zeggen de verkoop van het aandelenbelang door het private-equityfonds in een portfoliobedrijf) vindt vaak al plaats na vier tot zeven jaar.⁶ Het private-equityfonds zelf heeft gemiddeld genomen een looptijd van ongeveer tien jaar.⁷ Nadat het private-equityfonds de opbrengsten uit de verkoop van een portfoliobedrijf heeft ontvangen, worden de opbrengsten aan de general partner en aan de limited partners uitgekeerd. Als het private-equityfonds het einde van zijn looptijd heeft bereikt, worden eventuele resterende investeringen verkocht zonder dat daarbij enige residuele aansprakelijkheid wordt aanvaard (een *clean exit*). Ook de opbrengsten uit deze verkopen worden aan de general partner en de limited partners uitgekeerd.

Zoals reeds hiervoor vermeld is het belangrijkste doel van private-equityfirma's de resultaten van de onderneming te verbeteren om op die manier meer aandeelhouderswaarde te creëren. Private-equityfirma's kunnen dit onder meer bereiken door het verbeteren van de governancestructuur (onder meer in de vorm van meer zeggenschap over en meer toezicht op het portfoliobedrijf).⁸ Een van de belangrijkste onderdelen hiervan is ervoor zorgen dat het private-equityfonds binnen het portfoliobedrijf wordt vertegenwoordigd. In dit artikel bespreek ik hoe deze vertegenwoordiging kan worden vormgegeven.

4 PitchBook, *2024 annual global PE first look*, 2025.

5 Buy-outs kunnen op verschillende manieren worden gestructureerd, maar de met vreemd vermogen gefinancierde buy-outs (de *leveraged buy-outs*) komen het meest voor. Bij een leveraged buy-out verwerft een private-equityfonds een meerderheidsbelang in een onderneming en financiert het fonds de koopprijs met een combinatie van eigen vermogen en een aanzienlijk deel vreemd vermogen. Op deze manier kunnen private-equityfirma's tegen een deel van de koopprijs zeggenschap over een vennootschap verkrijgen. De activa van de doelvennootschap (waaronder de aandelen in de doelvennootschap) worden veelal als zekerheid voor de schuld gebruikt. Opvallend is dat met schuld leveraged buy-outs weliswaar nog altijd de meest voorkomende vorm van private-equitytransacties zijn, maar dat het aantal leveraged buy-outs in 2023 is afgenomen. Dit komt onder meer doordat de Europese Centrale Bank de depositorente in de loop van 2023 heeft verdubbeld, waardoor private-equityfondsen gedwongen werden hun schuldpositie naar beneden te brengen (PitchBook, *2023 annual European PE breakdown*, 2024, p. 4).

6 In 2023 duurde het aandeelhouderschap van Europese private-equityfondsen gemiddeld 5,89 jaar; zie S&P Global, 'European private equity holding periods extend as exit activity slumps', 2023.

7 S&P Global, 'Rising to the challenge: Slowing investment cycles test private equity strategies', 2023.

8 A.W.A. Boot, J.E. Ligterink & J.K. Martin, 'Private equity en waardecreatie', *Ondernemingsrecht* 2020/146.

3 Juridische instrumenten om vertegenwoordiging binnen een portfoliobedrijf te bewerkstelligen

Vergeleken met andere jurisdicties biedt het Nederlandse ondernemingsrecht een betrekkelijk hoge mate van flexibiliteit om ondernemingen op te zetten en de governancestructuur naar eigen behoeften in te richten.⁹ Private-equityfirma's maken bij het inrichten van de governancestructuur van hun Nederlandse portfoliobedrijven graag gebruik van deze flexibiliteit.

De meeste private-equityfirma's treden het liefst vanaf de zijlijn op en oefenen in hun hoedanigheid van meerderheidsaandeelhouder invloed uit op hun portfoliobedrijven. Zolang een portfoliobedrijf conform of boven verwachting presteert, kiezen private-equityfondsen er in de regel niet voor zich actief met de dagelijkse besluitvorming van het portfoliobedrijf te bemoeien. Liever geven ze het bestuur (meestal tevens de oprichters) de ruimte om de met de vennootschap verbonden onderneming verder te ontwikkelen, ook om een goede relatie met de oprichters in stand te houden. Als een private-equityfonds vanwege tegenvallende resultaten toch meer invloed op zijn investering wenst uit te oefenen, zal het zijn instrumenten inzetten om ervoor te zorgen dat het fonds (sterker) wordt vertegenwoordigd binnen het portfoliobedrijf.

De gebruikelijkste manier om vertegenwoordiging binnen een Nederlands portfoliobedrijf te bewerkstelligen is het voordragen of benoemen van:

- a. een bestuurder;
- b. een commissaris (of een niet-uitvoerend bestuurder in geval van een monistisch bestuursmodel¹⁰); of
- c. een board observer

Alle bovengenoemde functies kunnen worden gezien als instrumenten waarmee het private-equityfonds zich binnen het bestuur of de raad van commissarissen (hierna: RvC) van zijn portfoliobedrijven kan laten vertegenwoordigen. Er bestaan echter aanzienlijke verschillen tussen (de uitwerking van) deze instrumenten. Deze verschillen hebben onder meer betrek-

9 Zo kunnen in het Nederlandse ondernemingsrecht bijv. verschillende soorten aandelen worden gecreëerd, is een raad van commissarissen grotendeels optioneel en kunnen in de statuten bepaalde mogelijkheden voor aandeelhouders worden opgenomen om aanwijzingen aan het bestuur te geven.

10 Een dualistisch bestuursmodel (met een raad van bestuur en een raad van commissarissen) komt in Nederland het meest voor, maar de Nederlandse wet staat ook toe dat bedrijven een monistisch bestuursmodel hanteeren. In een monistisch bestuursmodel vervalt de functie van commissaris en worden de taken van de commissarissen vervuld door personen die bestuursverantwoordelijkheid dragen (de niet-uitvoerende bestuurders). Als voordelen van het monistisch bestuursmodel worden wel genoemd dat (1) de niet-uitvoerende bestuurders als bestuursleden meer informatie zouden krijgen dan commissarissen, (2) niet-uitvoerende bestuurders meer betrokken zouden zijn bij de gang van zaken binnen de vennootschap dan de commissarissen, en dat (3) een monistisch bestuur slagvaardiger zou kunnen optreden. De verschillen tussen monistisch en dualistisch hebben voor de praktijk echter minder betekenis dan voorheen (*Kamerstukken II* 2008/09, 31763, nr. 3, p. 3). In dit artikel richt ik mij op het dualistische bestuursmodel.

king op de mate van betrokkenheid bij de formele besluitvorming, de informatievoorziening en het aansprakelijkheidsregime ten aanzien van de personen die door het private-equityfonds worden benoemd of voorgedragen. Hieronder zet ik uiteen (1) hoe de juridische instrumenten voor vertegenwoordiging binnen het bestuur of de RvC in een portfoliobedrijf praktisch uitwerken, en (2) wat belangrijke overwegingen voor private-equityfondsen (en hun adviseurs) zouden moeten zijn bij de beslissing om deze instrumenten al dan niet in te zetten.

Voor de goede orde merk ik op dat bovenstaande instrumenten om vertegenwoordiging binnen het portfoliobedrijf te bewerkstelligen niet de enige manier zijn om invloed uit te oefenen op een portfoliobedrijf. Zo kan het private-equityfonds ook invloed uitoefenen in de algemene vergadering van aandeelhouders (hierna: algemene vergadering) door gebruik te maken van bepaalde goedkeuringsrechten of informatierechten of door bijvoorbeeld zijn visie tot uitdrukking te brengen tijdens zogeheten *investor update meetings*. Deze alternatieven beschouw ik echter niet als vormen van ‘vertegenwoordiging’ van private equity en gaan daarom de reikwijdte van dit artikel te buiten.

3.1 (Voordracht tot) benoeming van een bestuurder

Bestuurders worden in beginsel door de algemene vergadering benoemd. Het is echter mogelijk om in de statuten van de vennootschap op te nemen dat de benoeming van bestuurders geschiedt door houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, mits iedere aandeelhouder kan deelnemen aan de besluitvorming inzake de benoeming van ten minste één bestuurder.¹¹ Aangezien partijen overeen kunnen komen dat een private-equityfonds de enige houder van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding is, kan ook worden gefaciliteerd dat een of meer bestuurders uitsluitend door het private-equityfonds worden benoemd. Ook kan in de statuten worden geregeld dat de benoeming van een of meer bestuurders door de algemene vergadering uit een bindende voordracht van het private-equityfonds geschiedt.¹²

Bij de vervulling van hun taak richten de bestuurders zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.¹³ Bij het bevorderen van het vennootschapsbelang moeten bestuurders zorgvuldigheid betrachten met betrekking tot al degenen die bij de vennootschap en haar onderne-

ming zijn betrokken.¹⁴ Deze zorgvuldigheidsverplichting kan meebrengen dat bestuurders bij het dienen van het vennootschapsbelang ervoor zorgen dat de belangen van al degenen die bij de vennootschap of haar onderneming zijn betrokken niet onnodig of onevenredig worden geschaad.¹⁵ Dit betekent dat een bestuurder niet uitsluitend in het belang van een of meer aandeelhouders mag handelen zonder daarbij ook de belangen van andere *stakeholders* in ogenschouw te nemen.¹⁶ Het feit dat een bestuurder is benoemd of voorgedragen door een of meer aandeelhouders bevrijdt hem niet van de hiervoor genoemde verplichting om de belangen van alle stakeholders nadrukkelijk mee te wegen. Indien het belang van de vennootschap parallel loopt met het belang van het private-equityfonds, zal het voorgaande niet tot problemen leiden. Indien het private-equityfonds echter belangen nastreeft die niet (volledig) parallel lopen met het vennootschappelijk belang, zal de betreffende bestuurder het vennootschappelijk belang moeten laten prevaleren.¹⁷ Overigens betekent het feit dat een bestuurder is benoemd of voorgedragen door een private-equityfonds niet noodzakelijkerwijs dat sprake is van een tegenstrijdig belang zoals bedoeld in art. 2:129/239 lid 6 BW. Voor het hebben van een tegenstrijdig belang is vereist dat sprake is van een conflict van belang en plicht of een conflict van plichten. Het enkele feit dat een bestuurder is benoemd of voorgedragen door een private-equityfonds impliceert niet dat sprake is van een tegenstrijdig belang.¹⁸

Vanuit het oogpunt van een private-equityfonds biedt het benoemen of voordragen van een bestuurder als voordeel dat dit instrument formele en rechtstreekse zeggenschap oplevert over de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Een ander voordeel is dat het private-equityfonds ‘dicht bij het vuur zit’, als gevolg waarvan de informatievoorziening vanuit het portfoliobedrijf aan het private-equityfonds zeer waarschijnlijk zal verbeteren. Toch geven private-equityfondsen in de regel niet de voorkeur aan vertegenwoordiging in het

11 Art. 2:242 BW. Deze mogelijkheid geldt alleen voor besloten vennootschappen.

12 Art. 2:133/243 BW. De algemene vergadering kan aan zodanige voordracht steeds het bindend karakter ontnemen bij een besluit genomen met ten minste twee derde van de uitgebrachte stemmen, welke twee derde meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt (zoals bepaald in lid 2 van dat artikel). De wet stelt geen beperkingen aan de organen of personen die deze bindende voordracht kunnen doen. In de praktijk wordt het recht tot het doen van een bindende voordracht meestal toegekend aan de RvC of een houder van een bepaalde soort aandelen (zoals mogelijk een private-equityfonds).

13 Art. 2:129/239 lid 5 BW.

14 Zie ook HR 9 juli 2010, ECLI:NL:HR:2010:BM0976 (*ASMI*), HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ9145 (*VEB c.s./KLM*) en HR 14 september 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA4117 (*Versatel I*).

15 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797 (*Cancun*), r.o. 4.2.2.

16 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-III 2019/128.

17 In K. de Roo & H. Kersten, ‘Geliëerde bestuurders en commissarissen’, *Ondernemingsrecht* 2024/11 betogen de schrijvers in hun lezenswaardige artikel dat het belang van de rechtspersoon in de praktijk vaak gediend zal zijn met de behartiging van het belang van de ‘achterman’ van de gelieerde bestuurder of commissaris. Ik vraag mij af of dat juist is. Zo zal een verstrekker van een belangrijke lening aan de vennootschap – die heeft bedongen dat zij door een commissaris wordt vertegenwoordigd zolang de lening uitstaat – er geen belang bij hebben dat de vennootschap extra kosten maakt (zoals het verduurzamen van de business of het doen van langetermijninvesteringen) indien deze kosten een negatieve impact hebben op de terugbetalingscapaciteit van de vennootschap. Maar ook als een commissaris benoemd wordt door een private-equityfonds, is goed denkbaar dat de belangen niet altijd (volledig) parallel lopen. Zo kan een private-equityfonds er in het kader van een naderende exit de voorkeur aan geven om geen (grote) langetermijninvesteringen meer te doen, terwijl dergelijke investeringen wel degelijk in het belang zijn van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.

18 A.F.J.A. Leijten, ‘Bestuur en tegenstrijdig belang’, *Ondernemingsrecht* 2019/80.

bestuur. Zij kijken liever op iets meer afstand toe en zijn niet bereid om een aanzienlijk deel van hun middelen aan een bestuurder te besteden, tenzij zij van mening zijn dat dit absoluut noodzakelijk is om bedrijfsprestaties te verbeteren. Dit geldt temeer nu een bestuurder niet uitsluitend in het belang van het private-equityfonds mag handelen. Daarnaast moet een private-equityfonds er rekening mee houden dat elke bestuurder bestuurdersverantwoordelijkheid draagt en aansprakelijk kan worden gesteld op grond van een vermeende verwaarlozing van deze verantwoordelijkheid.

3.2 (Voordracht tot) benoeming van een commissaris

In tegenstelling tot een bestuurder moet een commissaris altijd een natuurlijk persoon zijn.¹⁹ De wettelijke benoemings- en voordrachtsprocedures voor commissarissen zijn redelijk vergelijkbaar met de procedures voor bestuurders. Commissarissen worden in beginsel door de algemene vergadering benoemd, maar in de statuten kan worden bepaald dat commissarissen worden benoemd door houders van aandelen van een bepaalde soort, mits iedere aandeelhouder kan deelnemen aan de besluitvorming inzake de benoeming van ten minste één commissaris.²⁰ Ook kan, net zoals bij bestuurders, in de statuten worden opgenomen dat de benoeming van een of meer commissarissen door de algemene vergadering uit een bindende voordracht geschiedt.²¹ Het bovenstaande betekent dat de governance van een portfoliobedrijf zodanig kan worden ingericht dat een private-equityfonds gerechtigd is een of meer commissarissen voor te dragen of te benoemen.

De wettelijke taak van de RvC is tweeledig:

- a. toezicht houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken binnen de vennootschap; en
- b. het bestuur met raad ter zijde staan.²²

Verdere taken van de RvC kunnen in de statuten of eventueel in het reglement van de RvC worden opgenomen. De RvC heeft bepaalde wettelijke goedkeuringsrechten.²³ Daarnaast kunnen aanvullende goedkeuringsrechten in de statuten of in de aandeelhoudersovereenkomst worden opgenomen.²⁴ De RvC dient adequaat te zijn geïnformeerd. Dat betekent – kort gezegd – dat het bestuur verplicht is de RvC te informeren over de onderneming en dat de RvC een eigen verantwoordelijkheid heeft om informatie in te winnen (haalplicht).²⁵ Verder geldt dat commissarissen in beginsel in voldoende mate onafhankelijk moeten zijn ten opzichte van de vennootschap

en haar belanghebbenden, maar deze regel vormt geen belemmering voor private equity (of een andere partij) om een commissaris te benoemen of voor te dragen.²⁶ Bij de vervulling van hun taak richten de commissarissen zich, net als bestuurders, op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.²⁷ Deze regel geldt ook voor een commissaris die door een private-equityfonds is benoemd of voorgedragen.

Een commissaris kan op grond van dezelfde wetsartikelen als bestuurders aansprakelijk worden gesteld.²⁸ Omdat de taak van commissarissen echter wezenlijk verschilt van de taak van bestuurders, hebben deze artikelen een andere uitwerking op commissarissen.²⁹ De taak van de RvC brengt naar zijn aard met zich dat commissarissen in beginsel minder snel aansprakelijk zullen zijn dan bestuurders.³⁰ Indien bestuurders hun taak onbehoorlijk hebben vervuld, betekent dit niet zonder meer dat de commissarissen hun toezichts- en/of adviestaken hebben verwaarloosd.³¹

Vanuit het oogpunt van een private-equityfonds biedt het benoemen of voordragen van een commissaris als voordeel dat – via de relevante commissaris – rechtstreeks toezicht kan worden gehouden op het bestuur en dat het bestuur kan worden geadviseerd. Een ander voordeel is dat commissarissen meestal eerder, regelmatig en beter geïnformeerd worden over de onderneming dan de aandeelhouders (een uitzondering hierop is een onderneming met (zeer) besloten verhoudingen). Vergeleken met vertegenwoordiging binnen het bestuur is de functie van commissaris in de regel minder tijdrovend, waardoor minder middelen vanuit het private-equityfonds nodig zijn. Ook voor commissarissen die zijn benoemd of voorgedragen door een private-equityfonds geldt echter dat zij zich bij de vervulling van hun taak moeten richten op het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarnaast kunnen commissarissen aansprakelijk worden gesteld op grond van een vermeende schending van hun taken.

3.3 Aanstelling van een board observer

De board observer is een betrekkelijk nieuwe rechtsfiguur in Nederland die zijn oorsprong vindt in Angelsaksische jurisdicties zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.³²

19 Art. 2:140/250 lid 1 BW.

20 Art. 2:142/252 lid 1 BW.

21 Art. 2:142/252 lid 2 jo. art. 2:133/243 lid 1 BW. De algemene vergadering kan aan zodanige voordracht steeds het bindend karakter ontnemen bij een besluit genomen met ten minste twee derde van de uitgebrachte stemmen, welke twee derde meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigt.

22 Art. 2:140/250 lid 2 BW.

23 Zie bijv. art. 2:164/274 BW (geldt voor structuurvennootschappen) en art. 2:114b lid 3 BW (geldt voor beursvennootschappen).

24 Art. 2:129/239 lid 3 BW.

25 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/377.

26 Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/354. Zie D.W. Stuijt, 'De onafhankelijkheid van de RvC', *WPNR* 2021, afl. 7332, p. 534-539 voor een overzicht van de in Nederland geldende regels die zien op de onafhankelijkheid van de RvC.

27 Art. 2:140/250 lid 2 BW.

28 Art. 2:9, 2:138/248 en 6:162 BW. Daarnaast kunnen commissarissen tegenover derden aansprakelijk zijn wegens een misleidende jaarrekening (art. 2:150/260 BW).

29 Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009/512.

30 G. van Solinge e.a. (red.), *Aansprakelijkheid van bestuurders en commissarissen. Nadere terreinverkenning in een uitdijend rechtsgebied* (VDHI nr. 140), Deventer: Wolters Kluwer 2017.

31 HR 28 juni 1996, ECLI:NL:HR:1996:ZC2114.

32 Vergelijkbare figuren met die van board observer zijn de zogenoemde aandeelhoudersadviesraad (*shareholder advisory council*) en leden van een adviescollege. In dit artikel richt ik mij echter uitsluitend op de board observer.

Kort gezegd is een board observer een persoon die als vertegenwoordiger van een bepaalde partij bestuursvergaderingen of RvC-vergaderingen bijwoont en tijdens deze vergaderingen observeert. Als gevolg hiervan ontvangt de board observer een aanzienlijke hoeveelheid informatie die voor de achterliggende aandeelhouder nuttig is om inzicht te verkrijgen in de operationele en financiële prestaties van het portfoliobedrijf.³³ De aan de board observer verstrekte informatie omvat bijvoorbeeld agenda's van bestuurs- of RvC-vergaderingen, notulen van die vergaderingen, alsmede andere documenten die aan het bestuur of de RvC worden verstrekt. Naast een observerende rol kan de board observer ook een adviserende rol binnen het bestuur hebben. Zo kan aan de board observer de bevoegdheid worden toegekend tijdens vergaderingen zijn zienswijze te geven. Ook als deze bevoegdheid niet expliciet aan de board observer is toegekend, lijkt het overigens moeilijk te voorkomen dat een board observer zijn zienswijze zal geven tijdens een vergadering. Deze zienswijze kan vervolgens tijdens de beraadslaging door het bestuur of de RvC in overweging worden genomen.³⁴ Hoewel een board observer in theorie allerlei partijen kan vertegenwoordigen, richt ik mij in dit artikel op de situatie waarin een board observer is aangesteld door een private-equityfonds.³⁵

Het is van belang vast te stellen dat de board observer geen wettelijke grondslag kent. Dit brengt onder meer met zich dat de board observer naar Nederlands recht niet wordt gezien als (lid van) een vennootschapsorgaan. Een board observer maakt dus geen deel uit van het bestuur of de RvC en is daarom niet gebonden aan de wettelijke normen die gelden voor bestuurders en commissarissen. Dit heeft een aantal ingrijpende gevolgen.

Allereerst heeft de board observer geen stemrecht binnen het bestuur of de RvC. Daardoor heeft de board observer geen formele rol in de besluitvorming. Wel kunnen bestuurders en commissarissen de input van de board observer in overweging nemen in het besluitvormingsproces.

Ten tweede is de board observer niet aan dezelfde fiduciaire verplichtingen gebonden als bestuurders en commissarissen.

In tegenstelling tot bestuurders³⁶ en commissarissen³⁷ heeft de board observer derhalve ook niet de wettelijke taak om zich naar het belang van de vennootschap en de met de vennootschap verbonden onderneming te richten. Sterker nog: het staat de board observer in principe vrij om zich uitsluitend te laten leiden door het belang van het private-equityfonds dat hem of haar heeft aangesteld. Bestuurders en commissarissen dienen daarom goed te beseffen dat de belangen van de board observer niet noodzakelijkerwijs parallel lopen met het belang van de vennootschap.

Ten derde gelden de wettelijke aansprakelijkheidsgronden voor bestuurders en commissarissen niet voor de board observer. De gedachte hierachter is dat een board observer in principe geen bestuurs- of toezichtstaak verricht. De aansprakelijkheidsrisico's voor een board observer zijn dan ook beperkter dan de aansprakelijkheidsrisico's voor bestuurders en commissarissen. Dat is een belangrijke constatering. Een board observer zal echter wel moeten oppassen dat hij niet als feitelijk bestuurder of feitelijk commissaris optreedt. Indien zou worden vastgesteld dat een board observer optreedt als feitelijk bestuurder of feitelijk commissaris, wordt het aansprakelijkheidsregime van bestuurders respectievelijk commissarissen op de board observer van toepassing verklaard. Dat kan ernstige gevolgen hebben voor de board observer. Wel is van belang op te merken dat dit risico zich enkel voordoet in specifiek door de wet voorgeschreven situaties. Een van de belangrijkste situaties is faillissement.³⁸ In geval van faillissement van een vennootschap is iedere bestuurder jegens de boedel hoofdelijk aansprakelijk voor het bedrag van de schulden indien het bestuur zijn taak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld en aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement van de vennootschap.³⁹ Met een bestuurder wordt gelijkgesteld degene die het beleid van de vennootschap daadwerkelijk heeft bepaald of mede heeft bepaald, als ware hij bestuurder.⁴⁰ In geval van faillissement kan de board observer ook aansprakelijk worden gesteld indien de RvC zijn taak kennelijk onbehoorlijk heeft vervuld en aannemelijk is dat dit een belangrijke oorzaak is van het faillissement en de board observer als feitelijk commissaris heeft opgetreden.⁴¹ Om de aansprakelijkheidsrisico's voor de board observer te beperken, zal de board

36 Art. 2:129/249 lid 5 BW.

37 Art. 2:140/250 lid 2 BW.

38 De andere situaties zijn verkrijging door de vennootschap van eigen aandelen (art. 2:207 lid 3 BW) en de uitkering van dividend door de vennootschap aan de aandeelhouders (art. 2:216 lid 4 BW). NB De hier genoemde situaties gelden alleen voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid.

39 Art. 2:138/248 lid 1 BW.

40 Art. 2:138/248 lid 7 BW. Of iemand het beleid van een vennootschap heeft bepaald of mede heeft bepaald als ware hij bestuurder, is afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Hiervoor is niet vereist dat er is bestuurd in plaats van en met uitsluiting van het formele bestuur. Voor een geslaagd beroep op art. 2:138/248 lid 7 BW is vereist dat de feitelijk beleidsbepaler ten minste een deel van de bestuursbevoegdheid naar zich toe heeft getrokken en op die manier het beleid heeft bepaald of mede heeft bepaald; zie HR 24 maart 2023, ECLI:NL:HR:2023:445 (*Red Dragon*).

41 Art. 2:138/248 lid 1 en 7 jo. art. 2:149/259 BW.

33 W. Peters, 'The development of the board observer in Dutch companies', *European Company Law Journal* (20) 2023, afl. 5, p. 103 en W. Peters, 'De board observer in de Nederlandse vennootschap. Een verkenning van een Angelsaksische figuur in het Nederlandse ondernemingsrecht', *MvO* 2022, afl. 10-11, p. 259-271.

34 Loyens & Loeff, *Trend report. Board observers in Dutch companies*, juni 2021, p. 5.

35 Het is uiteraard denkbaar dat de board observer door andere partijen wordt benoemd, zoals een minderheidsaandeelhouder, een overheidsinstelling of een belangrijke geldverstrekker; zie S. Brinkworth, 'Board observers – spectators or participants – help or hindrance?', www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2023/03/board-observers-spectators-or-participants-help-or-hindrance_trendspotting-linkedin-visual_stuart-brinkworth.pdf?rev=db2cf3b5cf5845b5bca7e37f1f286a2d.

observer zich dus moeten onthouden van het verrichten van bestuurshandelingen (of toezichtshandelingen).⁴²

De board observer heeft een contractuele grondslag. De rechten en plichten van de board observer alsmede zijn of haar rol (alleen een observerende rol of ook een adviserende rol) zijn afhankelijk van de afspraken die tussen de vennootschap en het private-equityfonds worden gemaakt (hierna: Board Observer-Afspraken).⁴³ Tijdens het opstellen van de Board Observer-Afspraken moet in het bijzonder aandacht worden geschonken aan de reikwijdte van de betrokkenheid van de board observer (ook met het oog op eventuele aansprakelijkheidsrisico's). Daarnaast moeten partijen onder meer bedenken (1) of de board observer alle vergaderingen mag bijwonen of alleen bepaalde specifieke vergaderingen, (2) op welke manier de board observer tijdens de bestuursvergaderingen input mag leveren, en (3) of er een procedure moet gelden voor gevallen waarin de board observer het oneens is met de besluiten of strategie van het bestuur of de RvC. In de Board Observer-Afspraken wordt ook geregeld hoe de board observer kan worden benoemd en ontslagen. Dat laatste is relevant als er een onwerkbaar situatie ontstaat tussen de board observer enerzijds en het bestuur of de RvC anderzijds. In de praktijk worden de Board Observer-Afspraken vaak opgenomen in een aandeelhoudersovereenkomst.

Hoewel het niet erg gebruikelijk is, komen partijen in de Board Observer-Afspraken soms ook overeen dat bepaalde besluiten van het bestuur of de RvC de voorafgaande consultatie van de board observer behoeven. Een stapje verder is om in de Board-Observer Afspraken op te nemen dat voor bepaalde besluiten van het bestuur of de RvC de voorafgaande goedkeuring van de board observer nodig is. In de wet is echter bepaald dat besluiten van het bestuur bij of krachtens de statuten slechts kunnen worden onderworpen aan de goedkeuring van een 'orgaan van de vennootschap'.⁴⁴ De goedkeuringsbevoegdheid kan op grond van de wet dus niet worden toegekend aan een derde (zoals een board observer).⁴⁵ Indien partijen in de Board-Observer-Afspraken desalniettemin overeenkomen dat de board observer bepaalde goedkeuringsrechten toekomen, gelden deze afspraken alleen tussen de betrokken partijen. Schending van het goedkeuringsrecht van de board observer leidt tot wanprestatie, maar doet in beginsel geen afbreuk aan de geldigheid van de besluitvorming van het bestuur of de RvC. Wel zou eventueel kunnen worden betoogd dat schending van dit goedkeuringsrecht leidt tot vernietigbaarheid van

het besluit van het relevante gremium op grond van een schending van de redelijkheid en billijkheid.⁴⁶ Overigens zal het bestuur beducht moeten zijn op aansprakelijkheidsrisico's indien het de vennootschap aan bepaalde contractuele goedkeuringsrechten ten faveure van de board observer bindt die niet in het belang zijn van de vennootschap.

Vanuit het perspectief van een private-equityfonds zijn wat mij betreft de belangrijkste voordelen van een board observer de informele wijze van beïnvloeding van het bestuur en de RvC en de informatievoorziening. Een private-equityfonds zal via de board observer over aanzienlijk meer informatie beschikken dan een aandeelhouder zonder board observer. Bijkomend voordeel is dat een board observer niet gebonden is aan de wettelijke voorschriften die voor bestuurders en commissarissen gelden. Als gevolg hiervan is een board observer gerechtigd uitsluitend het belang van het private-equityfonds te dienen. Daarnaast loopt een board observer in de regel significant minder aansprakelijkheidsrisico's dan bestuurders en commissarissen. Tot slot is een voordeel dat partijen veel vrijheid hebben bij het bepalen van de rechten en plichten van de board observer, aangezien de rol van de board observer geheel afhangt van de Board Observer-Afspraken. Het grootste nadeel van een board observer ten opzichte van formele vertegenwoordiging binnen het bestuur of de RvC is dat de board observer geen rol heeft in het formele besluitvormingsproces van het bestuur en de RvC.

4 Positie van de board observer in ons vennootschapsrecht

Ik plaats nog enkele kanttekeningen bij de positie van de board observer in het Nederlandse vennootschapsrecht.

Allereerst is van belang op te merken dat het feit dat een board observer niet gebonden is aan de wettelijke normen die voor bestuurders en commissarissen gelden, tot een zekere spanning in het vennootschapsrecht leidt. Zoals ook uit dit artikel volgt, kan een board observer immers vergaande contractuele bevoegdheden hebben die raken aan het functioneren van het bestuur of de RvC (denk aan het recht om bindende instructies aan het bestuur te geven of bepaalde bestuursbesluiten goed te keuren). Dit terwijl de board observer zich – in tegenstelling tot bestuurders en commissarissen – niet hoeft te richten naar het belang van de vennootschap en de met de vennootschap verbonden onderneming. Dit zal niet zelden tot spanning leiden tussen de board observer enerzijds en de bestuurders en commissarissen anderzijds. Zeker nu bestuurders en commissarissen eerder aansprakelijkheid riskeren dan de board observer (zie hierboven). Een board observer heeft in dat opzicht minder te verliezen. Interessant in dat kader is de vraag of de board observer gebonden kan zijn aan art. 2:8 lid 1 BW:

⁴⁶ Art. 2:15 lid 1 sub b jo. art. 2:8 BW. Zie onder meer J.W. Winter, J.B. Wezeman & J.D.M. Schoonbrood, *Van Schilfgaard. Van de NV en de BV*, Deventer: Wolters Kluwer 2022/96 en HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:808 (*Cancun*).

⁴² Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/194.

⁴³ C.M.J. Burggraaf, 'De overheidscommissaris van IHC versus de staatsagent van KLM', *Ondernemingsrecht* 2022/42, par. 2.2.2.

⁴⁴ Art. 2:129/239 lid 3 BW. Uit art. 2:78a/189a BW volgt dat als goedkeurende instantie slechts kunnen worden aangewezen de algemene vergadering, de vergadering van houders van aandelen van een bepaalde soort of aanduiding, de RvC en de gemeenschappelijke vergadering van het bestuur en de RvC. In de praktijk zou dus wel een goedkeuringsbevoegdheid kunnen worden verleend aan een private-equityfonds dat houder is van aandelen van een specifieke soort of aanduiding.

⁴⁵ Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/156.

‘Een rechtspersoon en degenen die krachtens de wet en de statuten bij zijn organisatie zijn betrokken, moeten zich als zodanig jegens elkander gedragen naar hetgeen door redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd.’

Uit recente rechtspraak volgt dat art. 2:8 BW ruim moet worden uitgelegd: afhankelijk van de omstandigheden van het geval geldt deze normstelling ook voor alle entiteiten die met de rechtspersoon verbonden zijn en degenen die krachtens de wet en de statuten zijn betrokken bij de organisatie van laatstgenoemde rechtspersoon.⁴⁷ Omdat een board observer geen wettelijke of statutaire grondslag kent, lijkt het mij onaannemelijk dat art. 2:8 BW van toepassing is. Dit laat overigens onverlet dat ook de board observer zich moet gedragen naar hetgeen wordt gevorderd door de redelijkheid en billijkheid en hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt.⁴⁸

Daarnaast vraag ik mij af of de board observer geen inbreuk maakt op de wettelijke bevoegdheden van organen binnen de vennootschap. Stel bijvoorbeeld dat een board observer de contractuele bevoegdheid heeft om de strategie van de vennootschap (mede) te bepalen (hetgeen in beginsel een bevoegdheid is van het bestuur⁴⁹). Of stel dat de RvC enkel advies mag geven aan het bestuur als de board observer zich in dat advies kan vinden. Deze voorbeelden doen afbreuk aan de bevoegdheden die op grond van onze wet aan het bestuur respectievelijk de RvC zijn toebedeeld en zijn in mijn ogen daarom onwenselijk. Een tweede vraag is hoe het bestuur en de RvC in de praktijk met zulke afspraken om zouden moeten gaan. Als de naleving van de Board Observer-Afspraken niet in het belang is van de vennootschap, zou dit er mijns inziens toe moeten leiden dat het bestuur en de RvC deze afspraken niet naleven. Het bestuur en de RvC moeten zich immers altijd richten naar het belang van de vennootschap en de met de vennootschap verbonden onderneming (ook als dit leidt tot een schending van contractuele verplichtingen). Eenzelfde gedachtegang is terug te vinden in de wettelijke regeling omtrent de statutaire aanwijzingsbevoegdheid die in 2012 voor de bv is ingevoerd. De wet schrijft voor dat de statuten van een bv kunnen bepalen dat het bestuur zich dient te gedragen naar de aanwijzingen van een ander orgaan van de vennootschap. Dit

mogen ook concrete instructies zijn.⁵⁰ Het bestuur is gehouden de instructies op te volgen, tenzij deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming.⁵¹ Overigens gaat een contractueel instructierecht van de board observer wat mij betreft (te) ver, omdat dit afbreuk doet aan de wettelijke bevoegdheid van het bestuur om te bepalen en het beleid te bepalen.

Tot slot komt bij mij de vraag op of het aanstellen van een board observer kan leiden tot een schending van het gelijkheidsbeginsel: de vennootschap moet de aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden, op dezelfde wijze behandelen.⁵² Van een schending van het gelijkheidsbeginsel kan geen sprake zijn indien voor een ongelijke behandeling van de aandeelhouders een redelijke en objectieve rechtvaardiging bestaat.⁵³ Het valt wat mij betreft te beargumenteren dat een dergelijke rechtvaardiging haar grondslag kan vinden in een door alle aandeelhouders ondertekende overeenkomst waaruit de bevoegdheden van de board observer volgen.⁵⁴ In dat geval hebben de aandeelhouders immers ingestemd met het aanstellen van een board observer en als gevolg daarvan een mogelijk ongelijke behandeling van aandeelhouders.

5 Conclusie

De drie meest gebruikte instrumenten voor private-equity-fondsen om vertegenwoordiging binnen een portfoliobedrijf te bewerkstelligen zijn het benoemen of voordragen van (1) een bestuurder, (2) een commissaris of (3) een board observer. Ieder instrument heeft voor- en nadelen.

Het belangrijkste voordeel van vertegenwoordiging in het bestuur of de RvC ten opzichte van informele vertegenwoordiging (in de vorm van een board observer) is het stemrecht en daarmee rechtstreekse zeggenschap over de vennootschap en de met de vennootschap verbonden onderneming. De belangrijkste nadelen van vertegenwoordiging in het bestuur en de RvC zijn (1) de aansprakelijkheidsrisico's die voor bestuurders en commissarissen gelden en, belangrijker nog, (2) het feit dat bestuurders en commissarissen wettelijk verplicht zijn om rekening te houden met de belangen van *alle* stakeholders van de vennootschap.

Het belangrijkste voordeel van een board observer is dat de board observer in de regel vergaande informatierechten heeft en, afhankelijk van de Board Observer-Afspraken, ook invloed kan hebben op het besluitvormingsproces van het bestuur of de RvC. De board observer kan zich bij het uitoefenen van zijn taken en bevoegdheden laten leiden door het belang van

47 Zie HR 22 september 2023, ECLI:NL:HR:2023:1283 (*Funda*), r.o. 3.7.

48 Ook buiten het toepassingsbereik van art. 2:8 lid 1 BW kunnen concrete zorgvuldigheidsnormen voortvloeien uit de redelijkheid en billijkheid en uit hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt; zie HR 22 september 2023, ECLI:NL:HR:2023:1283 (*Funda*), r.o. 3.8.

49 De Hoge Raad heeft bepaald dat het bepalen van de strategie van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming in beginsel een aangelegenheid is van het bestuur, dat de RvC toezicht houdt op het uitoefenen van deze bevoegdheid, en dat de algemene vergadering haar opvattingen ter zake tot uitdrukking kan brengen door uitoefening van de haar in de wet en statuten toegekende rechten; zie HR 13 juni 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972 (*Cancun*).

50 J.B. Huizink, ‘Statutaire aanwijzingsbevoegdheid in de GS’, in: *Statutaire aanwijzingsbevoegdheid*, W.J.M. van Veen (red.), *Groene Serie Rechtspersonen*, Deventer: Wolters Kluwer 2024, art. 2:239 BW, aant. 11.8.

51 Art. 2:239 lid 4 BW.

52 Art. 2:92/201 lid 2 BW.

53 Zie HR 31 december 1993, ECLI:NL:HR:1993:ZC1212 (*Vereenigde Bootlieden*).

54 Zie in gelijke zin Hof Amsterdam 1 mei 2003, ECLI:NL:GHAMS:2003:AL7198, *Ondernemingsrecht* 2003/40, m.nt. A. Doorman, par. 9.

het private-equityfonds. Met een board observer kan een private-equityfonds bovendien op een informele manier meer invloed uitoefenen op het beleid en de strategie van de vennootschap, zonder de verantwoordelijkheden en daarmee gepaard gaande aansprakelijkheidsrisico's van een bestuurder of commissaris op zich te nemen. Om deze redenen ben ik van mening dat private-equityfondsen vaker zouden moeten overwegen gebruik te maken van een board observer in plaats van in te zetten op formele vertegenwoordiging binnen portfoliobedrijven. Men dient zich echter wel bewust te zijn van het feit dat de board observer geen wettelijke grondslag kent en daarom op gespannen voet kan staan met bepaalde beginselen die volgen uit ons vennootschapsrecht.