

## En de macht blijft bij...

Dutch Star Companies ONE N.V. (DSCO) heeft na twee jaar zoeken eindelijk een invulling gevonden voor haar lege beurskass. DSCO is een zogenaamde *special purpose acquisition company*, ook wel SPAC genoemd. Haar *purpose*? Het verwerven van een significante minderheidspositie in een succesvol Nederlands bedrijf. De keuze is gevallen op technologiebedrijf CM.com, dat zich specialiseert in sms-, whatsapp- en betaaldiensten voor bedrijven en de overheid. Zo herinnert Parkmobile u er via de diensten van CM.com aan dat uw parkeertijd afloopt, en kunt u via dezelfde diensten mobiel parkeergeld betalen. Ook de eenmalige code die u per sms ontvangt om in te loggen bij DigiD wordt mogelijk gemaakt door de nauwe samenwerking tussen CM.com en de overheid.

De oprichters van CM.com hadden de wens om hun twintig jaar jonge bedrijf eind 2019 naar de beurs te brengen. De beursgang werd echter op het laatste moment afgeblazen, vanwege een plotse afname in het animo van investeerders in tech aandelen. Zo ontstond een alternatief plan: een omgekeerde beursgang. Door te fuseren met DSCO kan CM.com nu via een achterdeur toch naar de beurs. De oprichters behouden na de beursgang een dominante positie in het bedrijf. Dit past in een brede trend onder techbedrijven die een platform exploiteren. Zo kennen Snapchat, Facebook en Google aandelenstructuren die extra stemrecht toekennen aan de oprichters. Snapchat trekt extra aandacht door haar beursgang met stemrechtloze aandelen. Wat deze platformbedrijven zo speciaal maakt, is het gebruik van digitale technologie in combinatie met het netwerkeffect. Hierdoor kunnen zij exponentieel of non-lineair groeien. Een illustratie van dit netwerkeffect is de telefoon. De eerste telefoon heeft een netwerkwaarde van nul, omdat er niemand mee gebeld kan worden. Hoe meer mensen een telefoon kopen, hoe groter de netwerkwaarde wordt. Met twee telefoons is één connectie mogelijk, met vier telefoons zes, met twaalf telefoons 66 en met 100 telefoons 4950. Hoe meer actieve gebruikers, hoe groter het netwerk dat door het bedrijf uitgebaat kan worden.<sup>1</sup> In tegenstelling tot traditionele bedrijven hoeven veel platformbedrijven dus niet te groeien door gebruik te maken van schaalvoordelen, waardoor de productieprijzen per product gedrukt kan worden. De groeicurve is stijl en vereist initieel vrijwel geen extern kapitaal zodat de oprichters van het bedrijf heel nauw betrokken blijven. Er is dus amper sprake van een toenemende

scheiding van eigendom en leiding naarmate het bedrijf (exponentieel) groeit. Op het moment dat het bedrijf wél extern kapitaal nodig heeft, zijn de oprichters vaak dus nog nauw aan het – nog jonge – bedrijf verbonden. Niet verwonderlijk dus dat de oprichters het ondernemingsrecht inzetten om optimale controle te behouden wanneer zij besluiten het bedrijf naar de beurs te brengen. Daarbij wordt meestal gekozen voor afwijking van het *one share one vote*-beginsel om hun invloed te verzekeren.

Opmerkelijk is dat de oprichters van CM.com voor een andere route kiezen. Zij trachten hun invloed te behouden via een speciaal vennootschapsorgaan, genaamd 'de Oprichterscommissie', in combinatie met een positie als meerderheidsaandeelhouder van gewone aandelen. De aandeelhouders van DSCO worden in de aandeelhouderscirculaire rond de beursgang gewaarschuwd voor de stevige greep die de oprichters van CM.com op het bedrijf zullen behouden:

*"The Founder Committee may be in a position to exert substantial influence over the Combination, and the interest of the Founders may differ from the interest of the Company's other Shareholders. [...] Furthermore, the concentration of power with the Founders and the Founder Committee could adversely affect the trading volume and market price of the Ordinary Shares."*

1. G.G. Parker, M.W. van Alstyne & S.P. Choudary, *Platform Revolution*, New York: W.W. Norton & Company 2016, p. 20, 26-29.
2. Aandeelhouderscirculaire, p. 9 ([https://dutchstarcompanies.com/next/wp-content/uploads/2020/01/DSCO\\_Shareholders-circular\\_CM.com\\_.pdf](https://dutchstarcompanies.com/next/wp-content/uploads/2020/01/DSCO_Shareholders-circular_CM.com_.pdf)).

De Oprichterscommissie bewerkstelligt een extra machtsconcentratie buiten de AVA om. Daarmee is een nieuwe dimensie toegevoegd aan de discussie over de vraag welk type aandeelhouder invloed moet kunnen uitoefenen over welk type aangelegenheden in de vennootschap. Naast mogelijkheden als *dual class*-structuren met of zonder horizonbepalingen en loyaliteits aandelen is nu ook het bijzondere vennootschapsorgaan geïntroduceerd als manier om dominante invloed van (groot)aandeelhouders binnen beursvennootschappen te behouden. Hoe steekt deze constructie in elkaar?

De oprichters van CM.com vormen tezamen de Oprichterscommissie, die in de statuten wordt aangemerkt als vennootschappelijk orgaan.<sup>3</sup> Lidmaatschap van deze commissie staat alleen open voor de oprichters van CM.com en is in principe voor onbepaalde tijd. De Oprichterscommissie kan zo vaak bijeenkomen als zij noodzakelijk acht. Een oprichter houdt pas op om lid te zijn van de Oprichterscommissie wanneer er vijf jaren verstreken zijn waarin hij niet langer 'actief betrokken' is. Een oprichter is actief betrokken als en zolang hij:

- (a) een bestuurder is;
- (b) een commissaris is; of
- (c) een andere functie bekleedt bij de vennootschap of een dochtermaatschappij als een dergelijke functie betekenisvol en van toegevoegde waarde is en direct of indirect bijdraagt aan de vennootschap, mits een dienaangaande overeenkomst expliciet vermeld dat de oprichter als actief betrokken wordt beschouwd in de zin van de statutaire bepaling hieromtrent.<sup>4</sup>

Andere reden voor stopzetting van het lidmaatschap is de gezamenlijke verwerving van 6,4 miljoen aandelen door de oprichters (daarmee zouden zij bij de huidige stand van zaken een tweederdemeerderheid van de aandelen in het kapitaal van de vennootschap verwerven). De oprichters kunnen niet uit de Oprichterscommissie ontslagen worden, maar mogen wel vrijwillig ontslag nemen.<sup>5</sup>

De oprichters worden via de Oprichterscommissie dus stevig in het zadel gezet. Een blik op de bevoegdheden van de Oprichterscommissie, in combinatie met de samenstelling van de raad van bestuur (RvB) na de voltooiing van de fusie, bevestigt en versterkt dit beeld. De RvB bestaat na de fusie uit een drietal leden: de twee oprichters zelf en een CFO.<sup>6</sup> De raad van commissarissen (RvC) bepaalt *het aantal* bestuurders van de vennootschap, maar niet voordat de Oprichterscommissie daarvoor haar goedkeuring heeft gegeven.<sup>7</sup> Als de oprichters dit willen, behouden zij dus de meerderheid in de bestuurskamer.

In principe loopt de bestuurstermijn van een bestuurder na vier jaar af, waarna herbenoeming voor vier jaar mogelijk is. Herbenoeming geschiedt door de AVA op bindende voordracht van de RvC. Oprichters kunnen echter worden benoemd en herbenoemd als bestuurder voor onbepaalde tijd.<sup>8</sup> Ontslag van een bestuurder die tevens oprichter is, vereist een besluit van de AVA met een tweederdemeerderheid in een vergadering waarin meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is. Aangezien de oprichters zelf de meerderheid van de aandelen in handen blijven houden, hoeven zij niet te vrezen voor ontslag op korte termijn.<sup>9</sup> Ook in de RvC kunnen de oprichters hun invloed doen gelden, hetgeen leidt tot een enigszins opmerkelijke situatie nu diezelfde RvC toezicht dient uit te oefenen op hun functioneren als bestuurder. De Oprichterscommissie kan maximaal een derde van de leden van de RvC benoemen, schorsen of ontslaan en zij mag bovendien bepalen wie van de commissarissen tot voorzitter wordt benoemd.<sup>10</sup> De oprichters mogen ook zichzelf tot commissaris benoemen, daarbij niet in hun stemrecht gehinderd door enige tegenstrijdig belang bepaling.<sup>11</sup> Zij zullen dan uiteraard wel moeten aftreden als bestuurder.

3. Conceptstatuten, art. 1.2.2 (<https://dutchstarcompanies.com/next/wp-content/uploads/2020/01/Conceptakte-van-statutenwijziging-DSCO.pdf>).
4. Conceptstatuten, art. 8.2.3.
5. Af te leiden uit conceptstatuten, art. 8.2.3.
6. Fusievoorstel, p. 8 ([https://dutchstarcompanies.com/next/wp-content/uploads/2020/01/DSCO\\_CM.com\\_Fusievoorstel.pdf](https://dutchstarcompanies.com/next/wp-content/uploads/2020/01/DSCO_CM.com_Fusievoorstel.pdf)), Aandeelhouderscirculaire, p. 39.
7. Conceptstatuten, art. 7.2.1.
8. Conceptstatuten, art. 7.2.4.
9. Fusievoorstel, p. 2-3.
10. Conceptstatuten, art. 7.6.3, vgl. art. 2:143 BW.
11. Conceptstatuten, art. 8.2.3 (b) en 8.3.3.

Naast een stevige greep op het bestuur en toezicht van het bedrijf, hebben de oprichters ook een goedkeuringsrecht met betrekking tot belangrijke besluiten van de AVA. Voor een besluit tot (i) statutenwijziging, (ii) juridische fusie, (iii) juridische splitsing, (iv) enige andere vorm van herstructurering als die herstructurering een besluit van de AVA vereist of (v) ontbinding van de vennootschap, moet namelijk de voorafgaande goedkeuring van de Oprichterscommissie worden verkregen.<sup>12</sup> De juridische houdbaarheid van deze goedkeuringsrechten is discutabel. De vraag of besluiten van de AVA aan voorafgaande goedkeuring onderworpen mogen worden, wordt in de literatuur namelijk niet eenduidig beantwoord. Bij de parlementaire behandeling van art. 2:101 lid 4 BW (het besluit tot vaststelling van de jaarrekening van een NV mag niet aan de goedkeuring van een orgaan van de vennootschap worden onderworpen) redeneerde de minister a-contrario dat *alle overige* besluiten van de AVA wél aan goedkeuring mogen worden onderworpen.<sup>13</sup> Critici vinden deze redenering te kort door de bocht, en zijn van mening dat altijd gekeken moet worden naar de ratio van de bevoegdheid van de AVA waarvan de goedkeuring aan een ander vennootschapsorgaan wordt onderworpen.<sup>14</sup> Van Solinge en Nieuwe Weme achten statutaire clausules die AVA-besluiten zoals statutenwijziging afhankelijk maken van voorafgaande goedkeuring niet mogelijk wanneer zij het agenderingsrecht van art. 2:114a BW bemoeilijken of onmogelijk maken.<sup>15</sup> Maeijer was de mening toegedaan dat voorafgaande goedkeuring voor statutenwijziging mogelijk is op basis van de tekst van art. 2:121 lid 2 BW. Ook voorafgaande goedkeuring voor ontbinding was volgens hem mogelijk.<sup>16</sup> Aangezien voor de besluitvorming omtrent fusie en splitsing dezelfde vereisten gelden als voor statutenwijziging (art. 2:317 lid 3 en 2:334m lid 3 BW) komt Klaassen, voortbordurend op Maeijer, tot de conclusie dat ook voor deze AVA-besluiten voorafgaande goedkeuring van een ander orgaan mogelijk is.<sup>17</sup> Al met al is zonder meer debat mogelijk over de geldigheid van de statutaire goedkeuringsrechten van de Oprichterscommissie.

De beursgang van CM.com geeft de ondernemingsrechtjurist nieuwe stof tot nadenken over het behoud van overwegende invloed door oprichters na een beursgang, en de juridische vormgeving hiervan (binnen of buiten de AVA). Ook zet het aan tot een overweging van de juridische houdbaarheid van statutaire goedkeuringsrechten met betrekking tot belangrijke AVA-besluiten.

Mr. J.E. Devilee\*

12. Conceptstatuten, art. 13.1.1, 13.1.2. Vgl. art. 2:19, 2:121, 2:317, 2:334m BW.

13. *Kamerstukken II* 1999/00, 26277, nr. 5, p. 10.

14. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/92.

15. Asser/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIb 2019/10, 59.

16. Asser/Maeijer 2000/540, 554.

17. A.G.H. Klaassen, *Bevoegdheden van de algemene vergadering van aandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007 (diss. Rijksuniversiteit Groningen), p. 137-139.

\* Als promovendus verbonden aan het Molengraaff Instituut voor Privaatrecht van de Universiteit Utrecht. (j.e.devilee@uu.nl)