



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### Regulering van transacties met verbonden partijen

*Beperking van het risico van tunneling in rechtsvergelijkend perspectief*

Groenland, I.C.P.

#### Publication date

2025

[Link to publication](#)

#### Citation for published version (APA):

Groenland, I. C. P. (2025). *Regulering van transacties met verbonden partijen: Beperking van het risico van tunneling in rechtsvergelijkend perspectief*. [Thesis, fully internal, Universiteit van Amsterdam]. Wolters Kluwer.

#### General rights

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

#### Disclaimer/Complaints regulations

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

# Een ander perspectief op het risico van tunneling in Nederland

## 7.1 Inleiding

### 7.1.1 Onderzoeksvraag

Het doel van dit onderzoek is door het inbrengen van een ander perspectief een bijdrage te leveren aan de ontwikkeling van gedragsregels ter beperking van het risico van tunneling in het Nederlandse vennootschapsrecht. Daartoe is gekeken naar de inhoud, het doel en de achtergrond van artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn, en een vergelijking gemaakt tussen de benadering van transacties met verbonden partijen in Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. In de vorige hoofdstukken werden de benadering in de EU-Aandeelhoudersrichtlijn en die van de onderzochte jurisdicties afzonderlijk besproken. De daarbij gehanteerde centrale onderzoeksvraag luidt:

*Welke inzichten kunnen worden ontleend aan de achtergrond en inhoud van artikel 9quater van de Aandeelhoudersrichtlijn en de regulering van transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde vennootschappen in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, ten behoeve van de verdere ontwikkeling van voor de praktijk herkenbare gedragsregels en/of wetgeving ter voorkoming van tunneling bij Nederlandse kapitaalvennootschappen?*

In dit hoofdstuk worden bevindingen nader geanalyseerd en geplaatst in het licht van de behoefte in het Nederlandse ondernemingsrecht aan meer rechtszekerheid over de concrete invulling normen en subnormen welke in de rechtspraak zijn ontwikkeld in de toepassing van artikel 2:8 BW. Daarbij wordt eerst de meest fundamentele bevinding gedeeld. Daarna worden de deelonderwerpen besproken die gezamenlijk tot deze centrale bevinding hebben geleid. Deze deelonderwerpen komen aan de orde volgens de structuur van artikel 9quater van de Aandeelhoudersrichtlijn, vergelijkbaar met de gehanteerde paragraafindeling in de Hoofdstukken 4, 5 en 6 opgenomen landenrapporten.

### 7.1.2 Functie van het ondernemingsrecht – reguleren of faciliteren?

Bij de vergelijking is aandacht besteed aan de juridische context waarin de gedragsregels van de onderzochte jurisdicties zich bevinden, door ook de gedragsregels te bestuderen die gelden voor niet-beursgenoteerde vennootschappen. Hiermee worden de specifieke gedragsregels gewaardeerd tegen de achtergrond van het geldende nationale recht. De

enkele observatie dat 'het bij de burens anders gaat' wil immers nog niet zeggen dat de daar gehanteerde regels beter zijn, en evenmin of deze in Nederland op dezelfde wijze uitwerken.<sup>1</sup> De nationale wetgeving in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk zoals beschreven in de hoofdstukken 4 en 5 kan zonder al te veel moeite worden geplaatst tegen de achtergrond van bekende stereotyperingen van de betreffende landen. De implementatie van artikel 9quater in Duitsland gebeurde met zorg (*gründlich*), vanuit de behoefte aan systematisch passende en solide wetgeving. De ontwikkeling van de beursvoorschriften in het Verenigd Koninkrijk geeft blijk van pragmatisme gericht op herstel van het vestigingsklimaat in het licht van Brexit, terwijl het vennootschapsrecht zelf de nadruk op respect voor lang bestaande waarden en traditie ademt. Als voor Nederland herkenbare stereotypering kan worden verwezen naar de VOC-mentaliteit, vanwege de behoefte aan zo min mogelijk regulering en zoveel mogelijk vrijheid voor de handelsgeest. Overkleeft geeft in zijn dissertatie uit 2017 duiding aan de ondernemingsrechtelijke verschillen tussen Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Hij concludeert dat deze zijn terug te voeren op verschillen in inzicht ten aanzien van het doel van het ondernemingsrecht, meer concreet: of het accent ligt op reguleren of faciliteren.

Overkleeft constateerde daarbij dat het Verenigd Koninkrijk, met het accent op faciliteren, tegen de grenzen van de effectiviteit leek aan te lopen, en dat Duitsland er goed aan leek te hebben gedaan de regulerende functie van het ondernemingsrecht niet helemaal los te laten.<sup>2</sup> Deze observatie van Overkleeft is van belang in het licht van de verschuiving van het Nederlandse ondernemingsrecht in de richting van het Britse model die hij signaleert.<sup>3</sup> Overkleeft dringt daarbij aan op het maken van een meer fundamentele beleidskeuze tussen de regulerende en faciliterende functie van het ondernemingsrecht.<sup>4</sup> Specifiek waarschuwt hij voor het risico van te vergaande flexibiliteit van de wetgeving, in het bijzonder bij toenemend gebruik van Nederlandse beursvennootschappen 'in den vreemde'.<sup>5</sup> Daarvoor benoemt hij als concreet risico de uitholling van de rechten van minderheidsaandeelhouders bij buitenlandse beursondernemingen met een controlerend aandeelhouder.<sup>6</sup> Dit brengt ons bij de belangrijkste bevinding op basis van dit onderzoek.

## 7.2 Risico van tunneling: hiaat in de Nederlandse vennootschapswetgeving

De belangrijkste bevinding op basis van de rechtsvergelijking is dat de Nederlandse vennootschapswetgeving een relatief groot hiaat bevat ten aanzien van het risico van tunneling door een controlerend aandeelhouder in een beursgenoteerde vennootschap. Dit is niet alleen te wijten aan de hoge toepassingsdrempel die voortvloeit uit de definitie van materiële transacties in 2:167 BW. Het Nederlandse vennootschapsrecht bevat in vergelijking met de andere betrokken jurisdicties op zichzelf al erg weinig waarborgen ter voorkoming van tunneling. Dat laatste geldt ook voor het Verenigd Koninkrijk, maar daar

1 Vgl. de zorg over *legal transplants en legal irritants*, par. 3.1.3.

2 Overkleeft, IVOR 2017/103, p. 519.

3 Overkleeft IVOR 2017/103, p. 518.

4 Overkleeft IVOR 2017/103, p. 541.

5 Overkleeft IVOR 2017/103, p. 540.

6 Overkleeft IVOR 2017/103, p. 541.

wordt dit voor beursgenoteerde vennootschappen in belangrijke mate gecompenseerd door de beursregels van de LSE.

Het geconstateerde hiaat bestaat erin dat de wettelijke voorschriften niet voorzien in vroegtijdige of structurele controle op integer en onafhankelijk handelen van bestuurders en commissarissen. In de uitoefening van hun taak dienen zij zich te richten naar het belang van de vennootschap, en krijgen daar te maken met diverse belangen die zij dienen af te wegen bij het nemen van ondernemingsbeslissingen. Aan transacties met verbonden partijen is inherent dat de aanwezigheid van de relatie met de wederpartij van invloed is op de te maken belangenafweging. Punt is dat, bijvoorbeeld in concernverhoudingen, de aanwezigheid van die relatie juist als positief wordt beschouwd (zie par. 3.1.6). Een transactie met een verbonden partij kan daardoor zowel juist een kans als een bedreiging zijn. Bestuurders en commissarissen dienen dit bij het aangaan van een transactie te beoordelen. Daarbij zouden zij zich in de besluitvorming bewust moeten zijn van de invloed die de verbonden partij kan uitoefenen op hun gedragingen. Alleen al het feit dat bestuurders en commissarissen voor behoud van hun positie afhankelijk zijn van de gunst van de controlerend aandeelhouder, kan deze besluitvorming beïnvloeden. Dit geldt niet alleen voor de functionarissen die zijn benoemd op basis van een specifieke voordracht of aanbeveling van de controlerend aandeelhouder, maar ook voor de overige functionarissen. Zonder regels en controlemechanismen, ligt de bewaking van de integriteit in de besluitvorming in handen van de bestuurders en commissarissen zelf. Dit is ongewenst. Het biedt ruim baan aan opportunistisch gedrag, maar ook te weinig rugdekking voor degenen die zich (wel) tegen de invloed van de verbonden partij willen verzetten. De in Hoofdstuk 3 geschetste achtergrond van artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn toont dat dit ook in brede internationale context als bezwaarlijk wordt gezien.

Dat het hiaat in de Nederlandse vennootschapswetgeving verhoudingsgewijs groot is, is het gevolg van terughoudendheid bij het voorzien in wettelijke controlemechanismen, en de restrictieve benadering van de wettelijke voorschriften die er wel zijn. Dit geldt zowel ten aanzien van controle voorafgaand aan de transactie, als bij verantwoording achteraf. Het hiaat is het gevolg van een combinatie van factoren. Het gaat daarbij, in ieder geval ten aanzien van activatransacties met een controlerend aandeelhouder, om de beperkte reikwijdte van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling, aanvaarding van invloed van het concernbelang op het vennootschapsbelang, het ontbreken van afgeleide actie als remedie, en tenslotte de beperkte waarborgen in het kapitaalbeschermingsrecht. De vermelding van deze factoren moet niet worden verstaan als stelling dat op alle genoemde onderwerpen nieuwe en strikte wetgeving vereist is. Wel is het van belang te onderkennen dat wanneer alle barrières tegen tunneling te flexibel zijn afgesteld, de ruimte voor misbruik en uitholling van vermogen uiteindelijk te groot wordt. Zie ook de waarschuwing van Overkleef als aangehaald in paragraaf 7.1.

Hoe groter het hiaat, des te vaker zal aanvulling of correctie op basis van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW nodig of wenselijk zijn. De mogelijkheid tot interpretatie,

aanvulling en correctie van wettelijke regels op basis van artikel 2:8 BW,<sup>7</sup> biedt ruimte voor het betrekken van alle omstandigheden van het geval bij het oordeel van de rechter.<sup>8</sup> Het vertrouwen op de aanvulling of correctie op basis van de redelijkheid en billijkheid, steunt op de behoefte om de vennootschapswetgeving beperkt en flexibel te houden. Dit is waarom in de literatuur voor de verdere ontwikkeling van gedragsregels vooral wordt gekeken naar de Ondernemingskamer (zie paragraaf 1.5 en Hoofdstuk 2). Met een groot te vullen hiaat in het wettelijk kader, wordt de collectie met voorbeelden uit de rechtspraak echter wel erg groot, en daarmee ook het aantal variabelen. Dat maakt de classificatie van de aan de rechtspraak te ontlene gedragsnormen lastig. Niet voor niets sprak Vink tijdens het IVO-congres in 2022 over de behoefte aan een *catalogus van gezichtspunten en normen*, en kondigde hij alvast *plotwendingen* in de rechtspraak aan.<sup>9</sup> Dit verklaart de onzekerheid over de te hanteren gedragsregels, zoals besproken in Hoofdstuk 2.

De onzekerheid over de te hanteren gedragsregels wordt versterkt door de voorkeur voor een restrictieve benadering van beschikbare wettelijke voorschriften. Dit geldt niet alleen voor de wettelijke tegenstrijdig belangregeling, maar ook voor het kapitaalbeschermingsrecht.<sup>10</sup> Daaruit blijkt een verschil met de benadering in zowel het Aktiengesetz in Duitsland als de Companies Act 2006 in het Verenigd Koninkrijk. In de geraadpleegde Duitse bronnen blijkt van een teleologische benadering van de wettelijke voorschriften uit het Aktiengesetz, waarbij steeds wordt teruggegrepen op meer fundamentele beginselen die aan de wetgeving ten grondslag liggen. Het Britse vennootschapsrecht is weliswaar gecodificeerd in de Companies Act 2006, maar de toepassing daarvan vindt, in ieder geval op de in dit onderzoek betrokken onderwerpen, geheel plaats tegen de achtergrond van fundamentele principes uit common law. Het gaat daarbij om de normen dat men geen gebruik behoort te maken van zijn positie in de vennootschap uitsluitend voor eigen gewin, dat bij ongelijke machtsverhoudingen de gerechtvaardigde belangen van een zwakkere partij bescherming verdienen, en dat aan de onderneming ter beschikking gesteld kapitaal bestemd is voor het bereiken van haar doelstelling. In de benadering van tunneling in het Verenigd Koninkrijk ligt het accent op benadering van belangenconflicten, terug te voeren op de norm dat men zijn positie niet behoort te gebruiken voor eigen gewin. Bij de waarborgen tegen tunneling in de Duitse vennootschapswetgeving is de norm gericht op de bescherming van de zwakkere partij als zwaartepunt te herkennen in de focus op (crediteuren- en) minderheidsbescherming. In beide jurisdicties steunen de regels daarnaast op een sterke basis van de kapitaalbeschermingsregels, die niet alleen de bescherming van crediteuren, maar ook van minderheidsaandeelhouders dienen.

Bij de toetsing van beleid en gang van zaken in een onderneming hanteert de Ondernemingskamer eveneens meer fundamentele beginselen. Dat past bij het doel en de inhoud

7 Over de interpreterende, aanvullende en beperkende werking van de redelijkheid en billijkheid: Van Schilfgaarde IVOR 2017/100, par. 33, p.93-95.

8 Zie paragraaf 1.5; Vgl. oratie Kemp: Kemp, MvO 2024.

9 Zie paragraaf 1.3; Vink IVOR 2023/130.9, par. 9.5.-9.6.

10 Vgl artikel 2:98c BW ten aanzien van financiële steunverlening aan aandeelhouders, een specifieke vorm van een transactie met een verbonden partij. Het artikel wordt restrictief uitgelegd op basis van HR 7 mei 2004, ECLI:NL:HR:2004:AO1962, NJ 2004/360, m.nt. Maeijer (Muller/Rabo), waarover onder meer Asser/Van Olfen & Rensen 2-IIa 2024/242.

van de enquêteprocedure. De discussie over passende gedragsregels bij belangenconflicten toont dat niet altijd duidelijk is hoe de aan de jurisprudentie te ontleenen gedragsregels zich verhouden tot de wettelijke regel, in dit geval de wettelijke tegenstrijdig belangregeling. Discussie kan worden voorkomen als wettelijke procedurevoorschriften herkenbaar te herleiden zijn tot meer fundamentele principes. De wettelijke regel dient dan ter vaststelling welke concrete waarborg in een het wettelijke geregelde geval van toepassing is. Het expliciet maken van de verhouding tussen wettelijke bepaling en het onderliggende beginsel kan bijdragen aan acceptatie dat ook buiten, (of naast) de wettelijke regel waarborgen ter bescherming van het betrokken beginsel nodig kunnen zijn.

### **7.3 Transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde vennootschappen**

#### **7.3.1 Ex ante versus ex post regulering**

Het geconstateerde hiaat vormt een extra kwetsbaarheid als het gaat om beursgenoteerde vennootschappen. Voor die vennootschappen is het, vanwege het fluïde aandeelhoudersbestand, nog belangrijker dat benadeling wordt voorkomen. Een belangrijke factor is dat schade geleden door verlies van waarde van aandelen, in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking komt, als zijnde afgeleide schade. Voor aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen geldt dit in versterkte mate (zie paragraaf 4.7.3).<sup>11</sup> Van belang is ook dat de koersontwikkeling van zodanig veel verschillende factoren afhankelijk is, dat het achteraf vaststellen van schade en causaliteit problematisch is.

De bescherming tegen benadelende transacties met verbonden partijen voor niet-beursgenoteerde vennootschappen steunt in het nationale vennootschapsrecht in alle drie de onderzochte jurisdicties voor een belangrijk deel op algemene gedragsregels met ex post handhaving. Voor Duitsland geldt dat ten aanzien van transacties met een controlerend aandeelhouder middels het concernrecht voorzien is in een stelsel van verplichte periodieke verantwoording, (externe) controle én compensatie achteraf. Hoewel het gaat om controle achteraf, vindt die controle steeds uiterlijk in het volgende boekjaar plaats. Men mag bovendien verwachten dat disciplinerende werking uitgaat van de verplichting om de transactie relatief kort na het aangaan daarvan te verantwoorden.

Dit geldt niet voor het Verenigd Koninkrijk en Nederland, waar handhaving ex post het initiatief van een aandeelhouder of andere partij verlangt, met tussenkomst van de rechter. Voorschriften gericht op het voorkomen van nadeel zijn in dat geval van extra belang. Artikel 9<sup>quater</sup> Aandeelhoudersrichtlijn verplicht de EU-lidstaten tot ex ante werkende regulering, gericht dus op het voorkomen van benadelende transacties, en biedt een kader om effectieve waarborgen in te richten.

In de navolgende paragrafen zal in het licht van deze centrale bevinding, worden besproken of, en zo ja op welke wijze, een aanpassing van de artikelen 2:167-170 BW kan bijdragen aan duidelijke gedragsregels voor transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde

<sup>11</sup> Vgl. Ook de *unfair prejudice* remedie in het Verenigd Koninkrijk, zie par. 6.10.4.

vennootschappen naar Nederlands recht. De behandeling vindt plaats binnen de kaders van de Aandeelhoudersrichtlijn. Buiten beschouwing blijven daarbij andere mogelijke methoden van regulering, alsook de vraag of de reikwijdte van de voorschriften zou moeten worden uitgebreid tot beursvennootschappen ‘in den vreemde’.<sup>12</sup>

### 7.3.2 Definitie van verbonden partijen

Artikel 9quater verplicht de lidstaten aan te sluiten bij de definitie van verbonden partijen uit het jaarrekeningrecht. Dit leidt tot een belangrijk verschil tussen de Nederlandse benadering en die van artikel 9quater als het gaat om de vraag in welke gevallen procedurele waarborgen gewenst of vereist zijn ter voorkoming van tunneling. Op basis van de Nederlandse jurisprudentie is hiervan vooral sprake bij belangenconflicten en asymmetrische verhoudingen, maar met een onduidelijke en niet altijd consistente duiding wanneer daar sprake van is.<sup>13</sup>

De aansluiting bij IAS 24 maakt dat elke transactie met een volgens de daarin gedefinieerde verbonden partij in beginsel binnen het bereik van de voorschriften valt. De materiële vraag of in het concrete geval sprake is van een daadwerkelijk conflicterend belang, parallelle belangen en/of een reëel risico van benadeling speelt hierbij geen rol. Daarna kan worden bepaald of toepassingsdrempels of vrijstellingen van de voorschriften van toepassing zijn ten aanzien van de betreffende transactie. In Duitsland is de verplichte aansluiting bij IAS 24 kritisch ontvangen, vooral omdat de definitie in 24.10 een *substance over form* benadering kent, als gevolg waarvan over het toepassingsbereik van de voorschriften onduidelijkheid kon ontstaan. Voor beursgenoteerde vennootschappen wordt in het Verenigd Koninkrijk op basis van UKLR 2024 een beperktere definitie gehanteerd.

Zowel in Duitsland als in het Verenigd Koninkrijk geldt echter dat extra waarborgen worden verlangd bij de enkele aanwezigheid van een risico van een belangenconflict, in de ruime zin van het woord. Het gaat daarbij niet alleen om persoonlijke belangen van de functionarissen, of aan hen gerelateerde personen, maar ook om andere partijen die vanwege hun relatie met de vennootschap invloed kunnen hebben op de besluitvorming. Tot die groep behoren in ieder geval ook controlerend aandeelhouders, ook wanneer geen sprake is van een afvaardiging van de betreffende aandeelhouder in het bestuur- en/of toezichthoudend orgaan. Daarbij vindt geen inhoudelijke toets plaats of zich concreet een risico van benadeling voordoet, of sprake is van een persoonlijk te behalen voordeel, en evenmin of sprake is van parallelle danwel tegenstrijdige belangen. Uitgangspunt is dat ook de schijn van beïnvloeding moet worden voorkomen. Dat betekent dat het bestaan van een nauwe relatie van de vennootschap of van leden van haar organen bij de wederpartij van een voorgenomen transactie reeds om die reden extra waarborgen verlangt, ook voor niet-beursgenoteerde vennootschappen.

Het aanvaarden dat (potentiële) belangenconflicten zich in vele gedaanten voor kunnen doen, en in alle varianten reden geven tot extra aandacht, sluit aan bij maatschappelijke

<sup>12</sup> Dit laatste punt in verband met de observatie van Overkleeft, waarnaar verwezen in par. 7.1.

<sup>13</sup> Par. 2.3.

opvattingen. Een vergelijkbaar ruime benadering wordt gehanteerd bij de toetsing van ondernemingsbeleid door de Ondernemingskamer. De zorgen die deze benadering oplevert voor de toepassing van de gedragsregels, hebben met name te maken met de als ongewenst beschouwde ruime toepassing van de onthoudingsregel. Dit kwam aan de orde in hoofdstuk 2. Dit bezwaar kan worden weggenomen door te kiezen een andere wijze van afbakening en het verkennen van alternatieve waarborgen. In de navolgende paragrafen wordt aandacht besteed aan de wijzen van afbakening en de alternatieve waarborgen die in de voorgaande hoofdstukken aan de orde zijn gekomen. Andere wijzen van afbakening zijn met name te ontlenen aan artikel 9<sup>quater</sup> Aandeelhoudersrichtlijn. Het betreft uitzonderingen voor reguliere en marktconforme transacties, het hanteren van een toepassingsdrempel, en het hanteren van een vrijstellingen-catalogus. Aan zowel artikel 9<sup>quater</sup> als aan het Duitse en Engelse recht kan inspiratie worden ontleend voor het vinden van alternatieven waarborgen voor de onthoudingsregel.

### 7.3.3 *Transacties binnen de normale bedrijfsvoering en onder gebruikelijke marktcondities*

Artikel 9<sup>quater</sup> neemt in lid 5 als uitgangspunt dat de openbaarmakings- en besluitvormingsvoorschriften niet behoeven te gelden voor transacties die worden aangegaan binnen de normale bedrijfsvoering en onder gebruikelijke marktcondities. De achtergrond hiervan lijkt logisch: indien aan deze voorwaarden is voldaan, bestaat het bijzondere risico van benadeling als gevolg van de transactie niet. Als klassiek voorbeeld geldt hier het lid van de raad van bestuur van een retailbedrijf, die zelf als klant bij concernvennootschappen zijn boodschappen doet. De uitzondering voor transacties binnen de normale bedrijfsvoering en onder gebruikelijke condities past goed als invulling van de in Nederland gehanteerde inhoudelijke en meer concrete vraag of de voorgenomen transactie een daadwerkelijk risico voor de vennootschap vormt.

Artikel 9<sup>quater</sup> brengt transacties aangegaan in de normale bedrijfsvoering en onder marktconforme voorwaarden onder een uitzondering op de hoofdregel. Het is aan het bestuur om te beoordelen of van de vrijstelling gebruik kan worden gemaakt. Het bestuur zal bij toepassing van de vrijstelling moeten kunnen verantwoorden waarom deze van toepassing werd geacht. Dit wordt versterkt door de verplichting om procedures in te richten ter controle op de naleving van de voorwaarden (artikel 9<sup>quater</sup> lid 5). De Nederlandse wettekst neemt in artikel 2:169 leden 1 en 3 BW tot uitgangspunt dat de procedurevoorschriften zien op een uitzonderingssituatie. Dit doet veronderstellen dat slechts marginale controle behoeft plaats te vinden op de beoordeling van het bestuur of sprake is van een transactie in de normale bedrijfsvoering en onder marktconforme voorwaarden.<sup>14</sup> In het bijzonder vanwege het risico van herkwalificatie als verkapte winstuitkering is in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk sprake van een meer intensieve controle op de transactievoorwaarden bij transacties met een aandeelhouder.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Par. 4.3.3.

<sup>15</sup> Par. 5.10.8, par. 6.11.5.



De uitzondering voor transacties binnen de normale bedrijfsuitoefening en tegen marktconforme voorwaarden betreft een lidstaatoptie die in Nederland vanwege de gekozen definitie van materiële transacties in artikel 2:167 lid 3 BW praktische betekenis ontbeert. Het is immers moeilijk voorstelbaar dat een transactie die wordt aangegaan zowel binnen de normale bedrijfsuitoefening als onder marktconforme voorwaarden, zou kunnen leiden tot een significante koersbeweging.<sup>16</sup> En zou zich dit niettemin voordoen, dan zou ook buiten toepassing van artikel 2:169 BW openbaarmaking en zorgvuldige besluitvorming met betrokkenheid van de raad van commissarissen aangewezen zijn. Wanneer evenwel tot wijziging van de definitie van materiële transacties wordt overgegaan, zoals hierna zal worden bepleit, dan biedt de uitzondering wel toegevoegde waarde.

### 7.3.4 Definitie van materiële transactie

Het meest opvallende onderdeel van artikel 9quater in het licht het harmonisatiedoel van Europese richtlijnen, is de lidstaatoptie om zelf een toepassingsdrempel te definiëren. De Nederlandse wetgever heeft deze mogelijkheid van alle lidstaten het meest enthousiast omarmd, door met de toepassingsdrempel aan te sluiten bij de openbaarmakingsverplichtingen voor koersgevoelige informatie volgens de Verordening Marktmissbruik. De meeste lidstaten hanteren kwantitatieve ratio's.<sup>17</sup> De gemaakte keuze wekt internationaal enige bevreemding. De gehanteerde definitie is bovendien om meerdere redenen ongelukkig gekozen, zo is de conclusie uit paragraaf 4.3.4. De hoge drempel maakt dat de voorschriften uit de implementatiewetgeving in de praktijk amper zelfstandige betekenis hebben, en miskent daarmee het doel van artikel 9quater. Bovendien biedt de aansluiting bij het koersgevoeligheds criterium een incentive om de transactie aan het zicht te onttrekken totdat een eventuele latere koersbeweging niet langer (uitsluitend) aan de transactie te relateren is. Ten slotte brengt het aanvullende onzekerheid met zich mee ten aanzien van de geldende gedragsnorm, omdat deze per saldo zal moeten worden ontleend aan jurisprudentie die in hoofdzaak is gewezen in besloten verhoudingen.<sup>18</sup>

Aanbeveling verdient daarom om de definitie van materiële transacties in artikel 2:167 lid 3 BW aan te passen en het kwalitatieve criterium te verlaten. Het hanteren van een kwantitatieve ratio, waarbij de waarde van de transactie wordt gerelateerd aan financiële parameters die voortvloeien uit de jaarrekening, biedt een herkenbaar en betrekkelijk eenvoudig uitvoerbaar criterium, dat bovendien eveneens in de verantwoording in de jaarrekening achteraf goed verifieerbaar is. Deze methode biedt meer zekerheid dan het huidige criterium. Een kwantitatief geformuleerde drempel maakt bovendien voor beleggers het daardoor maximaal te lopen risico van transacties met verbonden partijen, in ieder geval in zekere mate, in te calculeren. Dat kan bijdragen aan het vertrouwen van de markt en daarmee aan stabiliteit van de beurskoers, en vanwege de betere aansluiting bij andere EU-lidstaten, aan het vestigingsklimaat<sup>19</sup>

16 Par. 4.3.3.

17 Par. 3.2.2.3, par. 5.3.4 en 6.4.4.

18 Par. 4.3.4.

19 Over de invloed van wetgeving voor het vestigingsklimaat, zie onder meer Bootsma e.a. *Ondernemingsrecht* 2021/97.

Gekozen kan worden voor een enkelvoudige ratio, zoals in Duitsland, maar ook voor een meervoudige ratio, zoals de Class Test in het Verenigd Koninkrijk. Aansluiting bij het balanstotaal of het eigen vermogen als parameter kan bijdragen aan de bruikbaarheid. Voorbeelden hiervan zijn te vinden in de artikelen 2:107a BW en 2:164/274 BW. Welk percentage daarbij wordt gehanteerd is enigszins arbitrair. In Duitsland maakte men een calculatie gericht op een gewenste gevalsincidentie bij een bepaald percentage. Inzichten kunnen ook worden ontleend aan de criteria die in de accountantspraktijk worden gebruikt bij het bepalen wanneer sprake is van relevante informatie volgens RJ (2024) 115.205.<sup>20</sup> De te hanteren drempel dient bij voorkeur zo te worden gekozen dat deze ook in het rechtsverkeer en door beleggers wordt beschouwd als een logische en aanvaardbare drempel voor de toepassing van de voorschriften. Dat beperkt de ruimte die bestaat voor toepassing van de aanvullende werking van artikel 2:8 BW, en draagt bij aan de rechtszekerheid.

### 7.3.5 Vrijstellingen

Artikel 9quater biedt lidstaten de mogelijkheid vrijstellingen in te richten voor de toepassing van de voorschriften in een aantal categorieën van gevallen waarin het het risico van benadeling door transacties met verbonden partijen afwezig of gering moet worden geacht, vanwege de aard van de transactie of vanwege de aanwezigheid van andere waarborgen. Deze vrijstellingen bieden de mogelijkheid om de reikwijdte van de voorschriften verder in te perken. De vrijstelling gericht op intragroeptransacties is daartoe in de context van transacties met een aandeelhouder het meest van belang. In het Verenigd Koninkrijk wordt geen vrijstelling gehanteerd voor intragroeptransacties.<sup>21</sup> In Nederland is bij de implementatie gekozen voor een ruime vrijstelling. Daarbij wordt, anders dan in Duitsland,<sup>22</sup> geen uitzondering gemaakt voor transacties binnen de groep waarbij sprake is van externe aandeelhouders. Nog los van de vraag of deze implementatie voldoende richtlijnconform is,<sup>23</sup> lijkt het in het licht van de jurisprudentie van de Ondernemingskamer, verstandig en gewenst ook intragroeptransacties waar de belangen van externe aandeelhouders in het geding zijn onder toepassing van de voorschriften te brengen. Als concrete aanbeveling geldt dan ook de vrijstelling voor intragroeptransacties uit 2:169 lid 5 sub a BW slechts toepasselijk te laten zijn op dochtermaatschappijen waarin geen externe aandeelhouders deelnemen.

20 Welk percentage daarbij wordt gehanteerd is enigszins arbitrair; in Duitsland maakte men een calculatie gericht op een gewenste gevalsincidentie bij een bepaald percentage; Inzichten kunnen ook worden ontleend aan de criteria die in de praktijk worden gebruikt bij het bepalen wanneer sprake is van relevante informatie volgens RJ (2024) 115.205 (“*Informatie bezit het kenmerk van relevantie, wanneer zij de economische beslissingen van gebruikers kan beïnvloeden door hen behulpzaam te zijn bij het beoordelen van vroegere, huidige of toekomstige gebeurtenissen of bij het bevestigen of corrigeren van vroegere beoordelingen.*”).

21 Par. 6.4.5.

22 Par. 5.3.5.

23 Par. 4.3.6.

### 7.3.6 Besluitvorming

#### 7.3.6.1 Invloed van de controlerend aandeelhouder op de besluitvorming

Verschillen bestaan tussen de onderzochte jurisdicties als het gaat om de feitelijke mogelijkheden voor de aandeelhoudersvergadering om invloed uit te oefenen op de gedragingen van het bestuur en/of toezichthoudend orgaan binnen het algemene governance model, zie de paragrafen 4.4.3, 5.8 en 6.5.2. Dit is van belang bij de waardering van de verschillen tussen de jurisdicties in regulering van transacties met verbonden partijen. De feitelijke instructiemacht van een controlerend aandeelhouder in een Duitse Aktiengesellschaft is binnen het daar gehanteerde model zeer beperkt. De instructiemacht die aan de aandeelhoudersvergadering toekomt in het Verenigd Koninkrijk is daarentegen relatief groot. In hoeverre een controlerend aandeelhouder feitelijk, tegen de wil van de minderheidsaandeelhouders, invloed kan uitoefenen is afhankelijk van verdere waarborgen voor onafhankelijke besluitvorming. Alle drie de corporate governance codes van de onderzochte jurisdicties bevatten voorschriften ten aanzien van onafhankelijkheid in samenstelling van het bestuur dan wel de raad van commissarissen.<sup>24</sup> De Britse corporate governance code verlangt in de vergelijking een groter aantal onafhankelijke functionarissen, maar in het licht van het one-tier bestuursmodel en de grotere instructiemacht van een controlerend aandeelhouder in het model kan het effect van dat vereiste worden genuanceerd.<sup>25</sup> Opportunistisch gedrag van een controlerend aandeelhouder wordt in het Nederlandse vennootschapsrecht verder begrensd door artikel 2:8 BW, op basis waarvan een aandeelhouder bij de uitoefening van zijn rechten de overige aandeelhouders niet onevenredig mag benadelen. Ook Duitsland kent een vergelijkbare norm ten aanzien van de uitoefening van stemrecht door controlerend aandeelhouders in de daar aangenomen Treuepflicht jegens de minderheidsaandeelhouders. In het Verenigd Koninkrijk wordt een dergelijke norm slechts in uitzonderingsgevallen aangenomen. Aan het algemene uitgangspunt dat een aandeelhouder zijn stemrecht in zijn eigen belang mag uitoefenen, wordt daar strikter vastgehouden. De mogelijkheid voor aandeelhouders om invloed te sturen in Nederland is dan ook ruimer dan in Duitsland, en beperkter dan in het Verenigd Koninkrijk. Deze observatie geeft kleur en context aan de in de navolgende paragrafen te bespreken voorschriften.

#### 7.3.6.2 Toepassing van een onthoudingsregel bij bestuur en raad van commissarissen

De wettelijke tegenstrijdig belangregeling voor bestuurders en commissarissen van een Nederlandse kapitaalvennootschap bevat een dwingendrechtelijke onthoudingsregel

<sup>24</sup> In overeenstemming met de aanbevelingen van de Europese Commissie EC 2005/162/EG.

<sup>25</sup> In Nederland dient ten minste één lid van de raad van commissarissen onafhankelijk te zijn van een aandeelhouder met een belang van 10% of meer. In Duitsland geldt een minimum van één of twee, afhankelijk van de verdere omvang van de Aufsichtsrat. In het VK geldt op basis van de toepasselijke corporate governance code een minimum van de helft van de leden van de Board, volgens een bredere onafhankelijkheidsdefinitie. Een factor is ook hoe in de praktijk wordt omgegaan met het *comply or explain* karakter van de corporate governance codes. Statistieken hierover zijn in dit onderzoek niet geraadpleegd. Interessant daarbij is de aanmoediging van de FRC in het Verenigd Koninkrijk om de code niet te strikt te lezen en vooral gebruik te maken van de mogelijkheid af te wijken met uitleg (zie paragraaf 6.5.2).

voor functionarissen met een direct of indirect persoonlijk belang dat strijdig is met het belang van de vennootschap. Bij totstandkoming van de betreffende wetsbepalingen (2:129/239 lid 6 en 2:140/250 lid 5 BW) is nadrukkelijk beoogd deze regel restrictief toe te passen. Ook artikel 9quater neemt de toepassing van een wettelijke onthoudingsregel als uitgangspunt voor zorgvuldige besluitvorming. Lidstaten mogen echter kiezen voor een alternatieve waarborg. De in Nederland bestaande onduidelijkheid over de reikwijdte van de onthoudingsregel betreft de vraag welke personen getroffen worden door de onthoudingsregel, en waarvan zij zich concreet dienen te onthouden.<sup>26</sup> Op basis van de tekst van artikel 9quater bestaat interpretatieruimte over de reikwijdte van de onthoudingsregel. Niet helemaal duidelijk is welke mate van betrokkenheid bij de transactie moet leiden tot toepassing van de onthoudingsregel. Ook is niet duidelijk hoe ver de onthoudingsregel moet strekken. Gaat het slechts om het uitbrengen van het stemrecht bij een door het betreffende orgaan te nemen besluit, of ook om de voorbereiding of uitvoering daarvan? Bij de implementatie hebben diverse jurisdicties gekozen voor een ruime toepassing van de onthoudingsregel, vooral ten aanzien van dit laatste punt.<sup>27</sup>

Duitsland koos voor een ruime benadering van betrokkenheid, maar strikte benadering van de onthoudingsregel. De onthoudingsregel, aangeduid als *Stimmverbot*, is voor leden van de Aufsichtsrat opgenomen in §111b AktG. Het stemverbod geldt niet alleen voor hen die zelf bij de transactie betrokken zijn, maar ook indien een risico van belangenverstrengeling op andere gronden wordt aangenomen. Hiervan is onder meer sprake ten aanzien van een door of vanwege de controlerend aandeelhouder aangesteld lid van de Aufsichtsrat, indien de vennootschap een transactie met de controlerend aandeelhouder aangaat. Het gaat om een stemverbod in strikte zin: het ziet alleen op onthouding van deelname aan de stemming. Een stemverbod geldt binnen het Duitse vennootschapsrecht voor het overige slechts als een bijzondere en restrictief toe te passen regel voor directe belangenconflicten. Het deelnemen aan de stemming wordt in het kader daarvan immers als een *Pflichtrecht* wordt aangenomen. Dit vanwege de spanning die het niet deelnemen aan besluitvorming oplevert met de *Sorgfalts- und Treuepflicht* van de leden van de Aufsichtsrat jegens de vennootschap.<sup>28</sup>

De Listing Rules in het Verenigd Koninkrijk kiezen een relatief ruime benadering van het begrip betrokkenheid, en een ruime benadering van de onthoudingsregel. De onthoudingsregel geldt niet alleen voor leden van de Board die zelf in de transactie betrokken zijn, maar ook wanneer zij zijn aan te merken als *associate* of bestuurder van een bij de transactie betrokken partij. De onthoudingsregel ziet zowel op de voorbereiding van als de deelname aan de besluitvorming van transacties met verbonden partijen. Ook in het Verenigd Koninkrijk geldt op dit punt voor beursgenoteerde vennootschappen een strengere regel dan op basis van het nationale vennootschapsrecht. Onthouding van deelname aan de besluitvorming wordt daar in de kern als onwenselijk gezien in het licht van de *duty of loyalty* van de Board. Het gebruikmaken van de vennootschapsrechtelijke bevoegdheden wordt als een belangrijk onderdeel gezien van de zorgvuldige taakvervulling, waaraan

26 Par. 2.7.2.

27 Par. 3.2.3.

28 Par. 5.4.3.

men zich niet zomaar mag onttrekken. Wel kan sprake zijn van een verplichting tot onthouding opgelegd door de medebestuurders. In geval van een belangenconflict dient een bestuurder dit intern te melden, waarna het aan de overige leden van de Board is te bepalen op welke wijze de zorgvuldige besluitvorming, gegeven het belangenconflict, kan worden gewaarborgd. Die waarborg kan wel een onthoudingsregel inhouden. Ook geldt echter een algemeen geformuleerde verplichting tot het vermijden van elke (schijn van) belangenconflicten, ook bij afwezigheid van een persoonlijk belang van bestuurders. De invulling van deze verplichting kan in de uitvoering ook leiden tot een ontzegging van het recht te nemen aan voorbereiding van en deelname aan de besluitvorming. Door of vanwege een controlerend aandeelhouder aangestelde *nominee directors* kunnen daardoor beperkingen ondervinden in de uitoefening van hun bevoegdheden.<sup>29</sup>

Hieruit kan worden opgemaakt dat de in Nederland bestaande behoefte om de reikwijdte van de onthoudingsregel voor leden van het bestuur en de raad van commissarissen beperkt te houden niet uitzonderlijk is. Er is wel een belangrijk verschil in achtergrond van de zeer beperkte toepassing van een onthoudingsregel met Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. In beide landen geldt dat de betrokkenheid bij de besluitvorming een zodanig belangrijk onderdeel is van de taakvervulling van leden van de Duitse Aufsichtsrat en de Britse Board, dat het als normschending geldt wanneer zij zich daaraan onttrekken of daarvan zouden worden uitgesloten. Dit neemt niet weg dat de overige leden van het betreffende orgaan hen wel de deelname aan de beraadslaging en besluitvorming kunnen ontzeggen indien zij dit passend achten als waarborg voor zorgvuldige besluitvorming wegens de aanwezigheid van een (potentieel) belangenconflict.<sup>30</sup>

### 7.3.6.3 Alternatieven voor een onthoudingsregel

De conclusie uit de vorige paragraaf is dat een onthoudingsregel, niet alleen in Nederland, maar ook in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk niet in alle gevallen als passend wordt beschouwd. Dit onderstreept het belang van de vraag naar passende alternatieve methoden om de bij potentiële belangenconflicten vereiste zorgvuldigheid in de besluitvorming vorm te geven. Dat belangenconflicten kunnen ontstaan, is een gegeven. Ook wanneer sprake is van verschillende belangen die niet evident met elkaar in conflict zijn, zal ervoor moeten worden gewaakt een juiste afweging te maken tussen verschillende belangen.<sup>31</sup> De behoefte aan een alternatief voor de onthoudingsregel toont zich in het bijzonder bij vennootschappen met een controlerend aandeelhouder, met een of meer afgevaardigden in het bestuur of de raad van commissarissen. Een dergelijk benoemingsrecht is een veel voorkomende afspraak in *relationship agreements*, zoals deze, naar Angelsaksisch model ook wel bij Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen worden gebruikt, en waarover nader paragraaf 7.3.6.6.<sup>32</sup> De onthoudingsregel verdraagt zich daar moeilijk met het doel en de achtergrond van het benoemingsrecht. Artikel 9quater lid 4 neemt weliswaar een onthoudingsregel als uitgangspunt maar staat daarbij expliciet een alternatieve methode

29 Par. 6.5.3 en 6.9.

30 Par. 6.5.3 en 6.9.

31 Vgl. van Schilfgaarde IVOR 2017/100, par. 76, p. 231.

32 Baaijens, MvO 2021; Kersten, Ondernemingsrecht 2017/70; De Roo & Kersten, Ondernemingsrecht 2024/11.

toe. Als alternatief voor de toepassing van een onthoudingsregel wordt in de literatuur vooral gewezen op de mogelijkheid een ander orgaan bevoegd te verklaren.<sup>33</sup> Ook wordt gewezen op andere varianten waarbij echter de potentieel geconflicteerde functionaris evenmin deelneemt aan de stemming. Deze alternatieven bieden dan ook geen oplossing voor het gesignaleerde bezwaar dat het juist de bedoeling is dat de betrokken functionaris wel zijn taak kan uitoefenen.

Aanvaarding van het gebruik van een alternatief voor de onthoudingsregel in 2:169 BW verlangt wel dat dit niet wordt doorkruist door een ruime interpretatie van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling.<sup>34</sup> Dat kan als men artikel 2:169 lid 4 BW ziet als een *lex specialis*, waarvan de voorschriften gaan boven de wettelijke tegenstrijdig belangregeling van 2:129 lid 6/140 lid 5 BW als *lex generalis*.<sup>35</sup> Een beperkte interpretatie van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling als zodanig kan, bij aanvaarding van gebruik van de hierna te bespreken alternatieven, wenselijk zijn, ook in besloten verhoudingen.

De vraag is welke alternatieven in aanmerking kunnen komen. Lid 4 van artikel 9<sup>quater</sup> stelt daaraan als randvoorwaarde dat de regeling erop gericht moet zijn te voorkomen dat de verbonden partij zijn positie gebruikt ten nadele van de vennootschap en haar minderheidsaandeelhouders. Hieraan is voldaan indien de verbonden partij niet in staat is een voor hem gunstig besluit af te dwingen, noch een voor hem nadelig besluit tegen te houden. Dit is een betrekkelijk eenvoudig minimumvereiste waaraan in theorie al voldaan is bij besluitvorming binnen een in meerderheid onafhankelijk orgaan. Uit de rechtsvergelijking blijkt dat de in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland geldende voorschriften in belangrijke mate steunen op interne transparantie, waarbij het tot besluitvorming bevoegde orgaan het bestaande of potentiële belangenconflict bij de beoordeling in aanmerking neemt. Voorbeelden daarvan zijn de interne meldplicht voor een conflicteerde bestuurder of commissaris en de in Duitsland ingevoerde mogelijkheid tot het instellen van een RPT-Ausschuss.

#### 7.3.6.4 Interne meldplicht

Een interne meldplicht is in het Verenigd Koninkrijk opgenomen in s177 CA 2006 en geldt in geval van een (direct) belangenconflict van een bestuurder.<sup>36</sup> In Duitsland geldt geen wettelijke interne meldplicht, maar wordt deze aangenomen op basis van de *Treuepflicht*, en is voor beursvennootschappen een interne meldplicht opgenomen in par. E van de DCGK.<sup>37</sup> Een wettelijke meldplicht is in Nederland wel bepleit, maar niet ingevoerd. Wel wordt aangenomen dat een interne melding van een belangenconflict onderdeel uitmaakt van een behoorlijke taakvervulling in de zin van artikel 2:9 BW. Voor beursgenoteerde

33 Par. 3.2.3.

34 Zie par. 2.4.

35 En dus in afwijking van wat kan worden afgeleid uit HR 17 maart 2023, ECLI:NL:HR:2023:409, JOR 2023/174, m.nt. Bartman (ME Beheer II), zie par. 2.4.

36 Par. 6.9.3.

37 Par. 5.4.3.

vennootschappen is in bpb 2.7.3 van de Nederlandse Corporate Governance Code voorzien in een verplichting tot melding aan de voorzitter van de raad van commissarissen.<sup>38</sup>

De naleving van een meldplicht bevat op zichzelf geen waarborg dat een voorgenomen transactie tegen aanvaardbare condities wordt aangegaan. Melding zorgt er wel voor dat het feit dat sprake is van een relatie met de wederpartij en de mogelijke invloed daarvan onderdeel is van de besluitvorming over de transactie. Een wettelijke meldplicht kan ook toepassing vinden bij andere gevallen met het risico van tunneling, zoals aandelenuitgiften en toe-eigening van corporate opportunities.

Een potentieel belangenconflict kan een structureel karakter hebben, wanneer de controlerend aandeelhouder een vertegenwoordiging heeft in het bestuur, en op een regelmatige basis transacties met de controlerend aandeelhouder (of diens groepsmaatschappijen) plaatsvinden. Een wettelijke meldplicht per transactie heeft daar niet steeds toegevoegde waarde. In dergelijke gevallen mag echter in ieder geval een melding worden verwacht wanneer sprake is van een transactie die, bijvoorbeeld in type en omvang, afwijkt van de gebruikelijke transacties. Van belang is dat binnen het bestuur en de raad van commissarissen consensus bestaat wanneer daarvan sprake is.

Legt men de meldplicht wettelijk vast, dan heeft dit als voordeel dat het enkele niet naleven van de meldplicht de bewijsvoering vergemakkelijkt in een enquêteprocedure en bij het instellen van een bestuurdersaansprakelijkheidsvordering.<sup>39</sup> Een wettelijke meldplicht kan daarmee worden gezien als een hygiënevoorschrift, dat kan dienen als eerste stap bij het betrachten van de vereiste extra zorgvuldigheid in de besluitvorming. Voor handhaving van de meldplicht zal ten minste enige vorm van verantwoording over de naleving daarvan moeten worden verlangd. Verantwoording kan, in aansluiting bij bpb 2.7.4 en 2.7.5 van Nederlandse corporate governance code, plaatsvinden in het bestuursverslag in de jaarrekening, of in een separate bestuursverklaring.

### 7.3.6.5 Bestuursverklaring

Het gebruik van een bestuursverklaring ter verantwoording van de omgang met een (potentieel) belangenconflict vertoont overeenkomst met de in artikel 9quater lid 3 Aandeelhoudersrichtlijn opgenomen lidstaattoptie tot verplichte openbaarmaking van een verslag. Het gaat daarbij om een verslag opgesteld door een onafhankelijke derde, het bestuurs- of toezichthoudend orgaan, de auditcommissie of een andere onafhankelijke commissie uit het bestuur of de raad van commissarissen. Artikel 9quater bevat vereisten waaraan een dergelijk verslag dient te voldoen, zie paragraaf 3.2.5. Van de betreffende lidstaattoptie is bij de implementatie door de lidstaten nauwelijks gebruik gemaakt.

Een dergelijke verplichting is echter wel onderdeel van de voorschriften in het Verenigd Koninkrijk. Op basis van UKLR (2024) dient een bestuursverklaring te worden opgesteld en openbaar gemaakt waarin moet worden verantwoord *dat en waarom* de transactie *fair*

<sup>38</sup> Par. 2.7.3.

<sup>39</sup> Op basis van HR 29 november 2002, ECLI:NL:HR:2002:AE7011, NJ 2003/455, (Berghuizer Papierfabriek).

*and reasonable* is, en tevens dat dit door een Sponsor is bevestigd.<sup>40</sup> In Duitsland kan een dergelijke verklaring worden herkend in het jaarlijks op te stellen Abhängigkeitsbericht bij het faktische Konzern. Het betreft hier een jaarlijks door het bestuur achteraf op te stellen verklaring, die door een accountant wordt gecontroleerd en door de Aufsichtsrat moet worden goedgekeurd.<sup>41</sup> Door de vastlegging en ondertekening nemen de betreffende functionarissen uitdrukkelijk verantwoordelijkheid voor de inhoud, en zijn daar dan ook op aan te spreken.<sup>42</sup> Het verslag zoals bedoeld in artikel 9quater, de bestuursverklaring op basis van de UKLR (2024) en het Abhängigkeitsbericht in het Duitse concernrecht dienen alle te zijn voorzien van meer gedetailleerde informatie dan die op basis van de jaarrekeningvoorschriften dient te worden verstrekt.<sup>43</sup>

Het verslag als bedoeld in de lidstaatoptie uit artikel 9quater lid 3 Aandeelhoudersrichtlijn dient voorafgaand aan de transactie voor publicatie beschikbaar te zijn (zie paragraaf 7.3.8.2). Dit geldt ook voor de bestuursverklaring die op basis van de UKLR (2024) in het Verenigd Koninkrijk wordt verlangd. Een verplichting tot verantwoording van transacties met verbonden partijen achteraf bestaat al voor beursgenoteerde vennootschappen, namelijk de verantwoording in de jaarrekening op basis van IAS 24 en de Nederlandse Corporate Governance Code (paragrafen 3.2.4.2 en 4.5).<sup>44</sup> Voor niet-beursgenoteerde, grote vennootschappen geldt een verplichting tot vermelding van transacties van betekenis met verbonden partijen in de toelichting op de jaarrekening op basis van 2:381 lid 3 BW.

Een verantwoording achteraf in de jaarrekening draagt niet alleen bij aan transparantie, maar verzekert ook de betrokkenheid van de accountant als onafhankelijke derde bij de beoordeling van de transactie. Voorwaarde voor effectiviteit daarvan is dat de in de jaarrekening te verstrekken informatie voldoende concreet is om op basis daarvan het risico van tunneling te beoordelen. Bij de behandeling van de jaarrekening in de jaarvergadering kunnen aandeelhouders met gebruikmaking van hun recht op informatie op basis van 2:107a BW eventuele nadere vragen stellen. Verplichte verantwoording achteraf kan ongewenste vormen van tunneling niet voorkomen. Wel kan disciplinerende werking worden verwacht van de verplichte verantwoording, zowel aan de accountant in het kader van de accountantscontrole, als aan aandeelhouders in de aandeelhoudersvergadering. Hoe sterk het disciplinerend effect daarvan is, zal afhangen van de ruimte die bestuur en raad van commissarissen zien om vragen niet of alleen summier te beantwoorden. Het disciplinerend effect kan negatief worden beïnvloed indien een beroep op vertrouwelijkheid van informatie gemakkelijk wordt aanvaard. Hetzelfde geldt indien, onder verwijzing naar bestuursautonomie en het ontbreken van specifieke regels,

40 Zie paragrafen 6.5.1 en 6.7.

41 Zie par. 5.9.5.2, 5.9.5.3, 5.9.5.4.

42 Vgl. het doel van het vereiste tot ondertekenen van de jaarrekening onder meer Van de Sandt & Hijink VDHI 2022/164.5, par. 5.2 en Saleminck & Nieuwe Weme VDHI 2022/164.12, par. 12.5 en 12.6.

43 Zie voor de te verstrekken informatie par. 3.2.4.2, Groenland, VDHI 2022/164.33.

44 Verantwoording achteraf in de jaarvergadering, met aandeelhoudersgoedkeuring, sluit aan bij de reeds voor invoering van artikel 9quater in Frankrijk geldende regulering van transacties met verbonden partijen, zie Conac RDF 2014, HELLERINGER 2019.



geen verantwoording aan de aandeelhouders nodig wordt geacht,<sup>45</sup> of indien met een beroep op het concernbelang (te) gemakkelijk kan worden verdedigd dat de transactie het belang van de vennootschap dient.

#### 7.3.6.6 *Relationship agreement*

In de praktijk wordt bij beursgenoteerde vennootschappen met een controlerend aandeelhouder ook in Nederland gebruik gemaakt van relationship agreements naar Angelsaksisch model. De veel voorkomende afspraken in relationship agreements dragen kenmerken van de vereisten ten aanzien van de controlling shareholder agreement onder de oude, tot juli 2024 geldende, Listing Rules.<sup>46</sup> Het onderdeel van de voorheen verplichte controlling shareholder agreement dat in deze context van belang is, is de verbintenis die de vennootschap en de controlerend aandeelhouder op zich nemen om te waarborgen dat transacties met de controlerend aandeelhouder onder marktconforme voorwaarden worden aangegaan. Onder de voorheen geldende Listing Rules diende de naleving van die afspraak jaarlijks achteraf te worden verantwoord in het jaarverslag. Bovendien viel de naleving onder de controlebevoegdheid van de FCA. Indien door een vennootschap die niet is genoteerd aan de LSE een vergelijkbare afspraak wordt opgenomen in een vrijwillig aangegane relationship agreement, dan biedt de betreffende afspraak alleen extra waarborgen tegen tunneling wanneer op enigerlei wijze is voorzien in een enige vorm van externe controle. Het ontbreken van een effectieve controlemogelijkheid op de naleving van de CSA in het gewijzigde stelsel van UKLR 2024 vormde dan ook de reden dit vereiste uit de beursregels in het Verenigd Koninkrijk te laten vervallen.<sup>47</sup> Het voorschrijven van een relationship agreement zal vanwege het ontbreken van effectieve methoden voor handhaving weinig bijdrage kunnen leveren aan de bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen tunneling door een controlerend aandeelhouder. Wel kan van toegevoegde waarde zijn dat de controlerend aandeelhouder zich contractueel verbindt bij het aangaan van transacties zakelijke voorwaarden te hanteren. Publicatie van de overeenkomst op de website van de vennootschap biedt bovendien de mogelijkheid om de inhoud en naleving van de relationship agreement onderdeel te maken van de verantwoording in de aandeelhoudersvergadering.

#### 7.3.6.7 *RPT-commissie*

Een van de bezwaren tegen een ruime toepassing van een onthoudingsregel is dat aan een controlerend aandeelhouder gelieerde bestuurders en commissarissen in de uitoefening van hun taak te vaak daardoor getroffen zouden worden, en daardoor hun functie niet zouden kunnen vervullen als beoogd. Een nader te verkennen alternatief voor die gevallen is het mogelijk maken van een RPT-commissie naar het model van de RPT-Ausschuss in Duitsland (§107 lid 3 AktG), als besproken in paragraaf 5.4.4. De RPT-Ausschuss betreft een commissie binnen de Aufsichtsrat met als specifieke functie de controle op transacties

45 Vgl. de restrictieve toepassing het goedkeuringsrecht van de algemene vergadering uit 2:107 BW op basis van HR 13 juni 2007, ECLI:NL:HR:2007:BA7972, NJ 2007/434, m.nt. Maeijer (ABN AMRO).

46 Baaijens, MvO 2021; Kersten, Ondernemingsrecht 2017/70; De Roo & Kersten, Ondernemingsrecht 2024/11.

47 Par. 6.5.4.

met verbonden partijen. De RPT-Ausschuss volgens de Duitse implementatiewetgeving kan ad hoc worden samengesteld, maar ook als vaste commissie worden ingesteld. Een dergelijke vaste commissie is met name zinvol in de situatie dat op een regelmatige basis transacties met een verbonden partij plaatsvinden. Dit is iets wat zich in het bijzonder kan voordoen bij een vennootschap met een controlerend aandeelhouder met een strategisch belang.

De Duitse RPT-Ausschuss dient in meerderheid (dus niet uitsluitend) te bestaan uit van de verbonden partij onafhankelijke leden van de Aufsichtsrat. De niet-onafhankelijke leden van de Aufsichtsrat mogen daarin wel deelnemen aan de stemming over een transactie met de verbonden partij. Voorwaarde is slechts dat zij geen doorslaggevend stem kunnen uitoefenen.<sup>48</sup> Deze methode komt tegemoet aan de behoefte een aan de controlerend aandeelhouder gelieerd lid van Aufsichtsrat bij het overleg over de transactie betrokken te houden. De waarborg voor de zorgvuldige besluitvorming is hierbij gelegen in het feit dat de overige, en in meerderheid onafhankelijke, leden van de commissie zich bewust zijn van het (potentiële) belangenconflict. Zij kunnen dit bij de besluitvorming in aanmerking nemen, en zorgdragen voor passende waarborgen om benadeling van de vennootschap en haar overige aandeelhouders te voorkomen. In dat opzicht vertoont dit alternatief een parallel met de hiervoor in paragraaf 7.3.6.4 besproken interne meldplicht. Net als bij de meldplicht geldt dat de effectiviteit van een verplichting tot voorafgaande toetsing door een RPT-commissie mede afhankelijk zal zijn van de wijze waarop de betreffende commissie verantwoording aflegt en of de leden ervan kunnen worden aangesproken wanneer de commissie onvoldoende kritisch is geweest.<sup>49</sup>

Het instellen van een dergelijke commissie binnen de raad van commissarissen kan ook zonder specifieke wettelijke bepaling. De commissie heeft dan uitsluitend een voorbereidende taak ten aanzien van de besluitvorming binnen de raad van commissarissen. Overwogen kan worden om in artikel 2:169 lid 3 op te nemen dat de statuten kunnen bepalen dat de vereiste goedkeuring kan worden verleend door een RPT-commissie, in plaats van goedkeuring van de raad van commissarissen (of door het bestuur bij het monistische bestuursmodel).

### 7.3.7 Goedkeuring aandeelhoudersvergadering en MoM regel

In het Verenigd Koninkrijk gold onder de tot juli 2024 geldende Listing Rules voor transacties met verbonden partijen boven een bepaalde omvang de verplichting het besluit voor te leggen aan de aandeelhoudersvergadering, waarbij de aandeelhouder die bij de transactie betrokken was uitgesloten was van deelname aan de stemming (*Majority of Minority* ofwel MoM regeling). Een zodanig vereiste was eveneens opgenomen in de eerste conceptversie van artikel 9quater. In de eindversie van artikel 9quater is de het verlangen van aandeelhoudersgoedkeuring met een MoM-regeling opgenomen als lidstaatoptie. Van deze lidstaatoptie is bij implementatie door de lidstaten nauwelijks

48 Uitzondering geldt wanneer zij zelf als geconflicteerd gelden, Zie par. 5.4.4.

49 In Duitsland zullen transacties aangegaan met een controlerend aandeelhouder tevens onderworpen zijn aan de voorschriften betreffende het feitelijke Konzern, en vindt dan ook verantwoording plaats via het Abhängigkeitsbericht (par. 7.3.6.5).

gebruik gemaakt. Ook Nederland en Duitsland kozen niet voor deze lidstaatoptie. Inmiddels is het vereiste ook in het Verenigd Koninkrijk niet meer teruggekomen in UKLR (2024).<sup>50</sup> De rechtsvergelijking levert dan ook geen basis op om te pleiten voor verplichte aandeelhoudersgoedkeuring met een MoM-regeling bij transacties met verbonden partijen. Een MoM-regeling maakt wel onderdeel uit van artikel 2:169 lid 4 BW. Deze ziet alleen op de, vermoedelijk theoretische, situatie dat een transactie voorligt waarbij sprake is van een tegenstrijdig belang van alle commissarissen. In dat geval kan de escalatieregeling uit 2:140 lid 5 BW ertoe leiden dat de transactie niet door de raad van commissarissen maar door de algemene vergadering, en mag de aandeelhouder die als verbonden partij bij de transactie is betrokken niet deelnemen aan de besluitvorming.

Voor het overige kent het Nederlandse vennootschapsrecht geen beperking van stemrecht voor een geconflieeerde aandeelhouder. Het kan zijn dat een transactie met een verbonden partij op grond van andere wettelijke of statutaire bepalingen aan de goedkeuring van de algemene vergadering zijn onderworpen. Een voorbeeld daarvan in Nederland is een goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering op grond van artikel 2:107a BW. De in paragraaf 2.12 besproken Fortuna-casus toont dat de mogelijkheid voor een controlerend aandeel om een voor hem gunstig goedkeuringsbesluit door te drukken, toch tenminste vragen oproept. Er geldt dan geen onthoudingsregel voor de geconflieeerde aandeelhouder. Hierop wordt gecorrigeerd door de zorgvuldigheidsnorm van artikel 2:8 BW. Het ontbreken van een onthoudingsregel voor een geconflieeerde aandeelhouder, versterkt echter vooral de verantwoordelijkheid van bestuur en raad van commissarissen bij hun besluitvorming de belangen van de minderheidsaandeelhouders te waarborgen.<sup>51</sup>

De rechtsvergelijking toont overigens dat in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk in enkele specifieke gevallen geconflieeerde aandeelhouders uitgesloten zijn van stemrecht. Het gaat daarbij om onder meer aandeelhoudersbesluiten in de context van aansprakelijkheid en décharge.<sup>52</sup> Het gaat daarbij om het voorkomen van, wat in het Verenigd Koninkrijk wordt aangeduid als *wrongdoer control*.<sup>53</sup> Gedachte is dat het niet aangaat dat functionarissen die tevens aandeelhouder zijn in die hoedanigheid zouden kunnen voorkomen dat zij aansprakelijk worden gesteld. In het Nederlandse vennootschapsrecht kennen wij een dergelijke regeling niet. Déchargebesluiten waarbij de te dechargeren bestuurder of commissaris zelf een meerderheid in de aandeelhoudersvergadering heeft zijn daardoor in beginsel geldig. De jurisprudentie toont echter diverse voorbeelden van gevallen waarin de vernietiging van een dergelijk besluit wordt gevorderd of een beroep wordt gedaan op de corrigerende werking van de redelijkheid en billijkheid.<sup>54</sup> In Nederland kennen wij voor dergelijke gevallen een statutaire uitsluitingsmogelijkheid op basis van artikel 2:12 BW (zie par. 2.7.2). Deze wordt echter in de praktijk zelden tot nooit toegepast. Uit oogpunt van minderheidsbescherming kan een stemuitsluiting voor de aandeelhouder-bestuurder ten aanzien van besluiten tot décharge wel passend zijn,

50 Par. 3.1.1, 3.2.3, 4.4.5, 5.4.5, 6.5.4.

51 Vgl. HR 10 februari 2023, ECLI:NL:HR:2023:199, NJ 2023/166, m.nt. H.J. de Kluiver (Bab/Cordial).

52 Par. 5.4.6, 6.5.5, 6.9.7.

53 Zie paragraaf 6.10.3.

54 Vgl. de dissertatie van Pham, Pham IVOR 2017/101.

met name in asymmetrische verhoudingen. Ook zonder dat de wet wordt aangepast, kan dit op basis van 2:12 BW onderdeel zijn van (maatwerk-)statuten.

### 7.3.8 Informatieverstrekking: Inhoud, timing en methode

#### 7.3.8.1 Vereiste van aanvullende informatieverstrekking

Openbaarmaking van transacties met verbonden partijen vormt niet alleen een verplichte waarborg op basis van artikel 9quater, maar wordt in elk van de onderzochte jurisdicties van belang geacht. De openbaarmakingsverplichting voor beursgenoteerde vennootschappen is bij de implementatie in Nederland opgenomen in artikel 2:169 lid 2 BW. De in Nederland in besloten verhoudingen aangenomen verplichting tot actieve informatieverschaffing buiten de algemene vergadering om, als besproken in paragraaf 2.8, kan worden gezien als een equivalent van de openbaarmakingsverplichting op basis van artikel 9quater lid 2. Een dergelijke vergaande actieve informatieverplichting, die ontwikkeld is in de jurisprudentie in besloten verhoudingen, wordt in beginsel niet aangenomen jegens aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen.<sup>55</sup> De overwegingen van de Ondernemingskamer in de in paragraaf 2.13 besproken ICTS-beschikking laten echter ruimte om aan te nemen dat een dergelijke verplichting ook daar bestaat. De aanvullende werking van de redelijkheid en billijkheid kan meebrengen dat wat betreft de inhoud, timing en methode van openbaarmaking meer vereist kan zijn dan vereist op basis van artikel 2:169 lid 2 BW, zie daarover paragrafen 7.3.8.2 en 7.3.8.3.

Transparantie over het bestaan van een (potentieel) belangenconflict en de wijze waarop daarmee is omgegaan is van belang in het licht dat het bewaken van integriteit niet aan de handelende persoon zelf behoort te worden overgelaten (zie paragraaf 7.2). In de tweede fase beschikking inzake Estro oordeelde de Ondernemingskamer dat het bestuur zichzelf de mogelijkheid had ontzegd tot tegenspraak en reflectie, bij het verstrekken van onvolledige informatievoorziening aan de werknemersvertegenwoordiging.<sup>56</sup> Het organiseren van ruimte voor tegenspraak en reflectie mag ook meer algemeen worden gezien als uitvoering van zorgvuldig bestuur. Adequate informatieverstrekking speelt daarbij een vitale rol. Dit geldt in ieder geval in de verhouding tussen bestuur en raad van commissarissen, maar mag ook worden aangenomen bij verantwoording aan de aandeelhouders.

Bij de beoordeling hoe gedetailleerd de te verstrekken informatie dient te zijn en wanneer deze dient te worden verstrekt, is van belang te onderscheiden met welk doel de informatie dient te worden verstrekt. Een vergaande informatieplicht jegens aandeelhouders bestaat in ieder geval indien het gaat om een transactie waarover de aandeelhoudersvergadering dient te besluiten, bijvoorbeeld omdat het gaat om een transactie in de zin van artikel 2:107a BW. In dat geval dient alle informatie te worden verschaft die voor een afgewogen oordeel bij de besluitvorming door de aandeelhouders van belang is.<sup>57</sup>

55 Par. 2.5.

56 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, JOR 2023/207, m.nt. Kaemingk (Estro), r.o. 3.8.7.

57 Vgl. de in par. 2.12 besproken Fortuna-casus.

Waar de aandeelhoudersvergadering niet betrokken is bij de besluitvorming over de transactie zelf, is voor de vraag welke informatie concreet verstrekt dient te worden relevant of de informatieverstrekking aan de aandeelhouders een verantwoordings- of waarschuwingsfunctie heeft.

In paragraaf 2.8 kwam aan de orde dat in joint venture verhoudingen onder omstandigheden een doorlopende informatieplicht kan worden aangenomen. De achtergrond van het aannemen van een zo vergaande informatieplicht jegens aandeelhouders verschilt echter zodanig dat niet eenzelfde vuistregel voor zowel besloten verhoudingen als beursgenoteerde vennootschappen kan worden aangenomen. Ook buiten besloten verhoudingen is vroegtijdige en complete informatieverstrekking bij transacties met verbonden partijen noodzakelijk. Gewezen wordt op het belang van beleggers bij tijdige beschikbaarheid van volledige informatie, als voorwaarde voor het tot stand komen van een reële marktprijs volgens de efficiënte markttheorie (zie paragraaf 3.1.2). Voldoende zekerheid ten aanzien van de openbaarmaking op basis van artikel 2:169 lid 1 BW kan worden verkregen bij aanpassing van de definitie van materiële transacties zoals bepleit in paragraaf 7.3.4.

### 7.3.8.2 Inhoud en timing

Artikel 9quater lid 2 voorziet in vereisten voor wat betreft de inhoud van de in de openbaarmaking op te nemen informatie. Deze zijn bij implementatie in Nederland overgenomen in artikel 2:169 lid 2 BW.<sup>58</sup> Uit de wettekst valt niet op te maken hoe gedetailleerd de te verstrekken informatie dient te zijn. Is de informatie primair gericht op beleggersbescherming in een beursgenoteerde vennootschap, en heeft deze dus een marktorderingsdoel, dan lijkt alleen informatie die relevant is voor de koersontwikkeling van belang. Is de informatie tevens bedoeld om aandeelhouders in de gelegenheid te stellen om zo nodig actie te ondernemen, dan kan meer gedetailleerde, maar ook andersoortige informatie van belang zijn. Bij een te ondernemen actie kan in het bijzonder worden gedacht aan acties ter voorkoming van de transactie, zoals een verbodsvordering bij de voorzieningenrechter of een verzoek om onmiddellijke voorzieningen bij de Ondernemingskamer.

Een verplichting tot informatieverstrekking achteraf is onderdeel van het jaarrekeningrecht.<sup>59</sup> Artikel 9quater lid 2 verplicht, in aanvulling daarop, tot openbaarmaking vooraf, althans 'tenminste' op het moment van het sluiten van de transactie. In Nederland bepaalt artikel 2:169 lid 1 BW dat openbaarmaking dient te geschieden op het moment dat de transactie *is aangegaan*, zonder dat de duiding 'tenminste' of 'uiterlijk' is overgenomen. Dit suggereert dat openbaarmaking ook niet op een eerder moment behoeft te geschieden, of (bij strikte lezing) zelfs niet zou mogen. Een redelijke interpretatie lijkt toch dat publicatie in een vroeg stadium de voorkeur verdient. Het instellen van een procedure ter voorkoming van de transactie zal immers bij openbaarmaking op het moment van sluiten van de transactie meer mogelijk zijn. Ook voor de vennootschap kan een vroegtijdige informatieverstrekking van belang zijn. Leidt de openbaarmaking tot een opvallende reactie

<sup>58</sup> Par. 3.2.4.2.

<sup>59</sup> Zie par. 3.2.4.2.

op de aandelenmarkt, dan bestaat nog een mogelijkheid tot wijziging indien de transactie juist nog niet is voltooid. Aanpassing van de wettekst, zodanig dat openbaarmaking op een eerder moment kan plaatshebben, kan daarom nuttig zijn.

Overigens is ook in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk een vroegtijdige openbaarmaking niet vereist. In Duitsland kan de openbaarmaking op basis van §111c AktG zelfs op een (iets) later moment geschieden, namelijk onverwijld na het voltooiën van de transactie (te weten de uitvoeringshandeling, niet reeds de obligatoire overeenkomst), en dat deze termijn daar als een richtlijnconforme uitwerking wordt beschouwd.<sup>60</sup> In het Verenigd Koninkrijk geldt het voorschrift dat de openbaarmaking zo spoedig mogelijk dient te geschieden nadat overeenstemming is bereikt over de transactievoorwaarden.<sup>61</sup> Dat kan ertoe leiden dat de openbaarmaking pas na de voltooiing van de transactie openbaar wordt gemaakt.

### 7.3.8.3 Methode

In artikel 2:169 BW wordt geen methode voor openbaarmaking voorgeschreven, maar uit de parlementaire behandeling blijkt dat plaatsing van de informatie op de website van de vennootschap als voldoende kan worden beschouwd.<sup>62</sup> De plaatsing van informatie op een website, past bij de methoden om het beleggend publiek, dus niet alleen de zittende aandeelhouders in een beursvennootschap te bereiken. In het Verenigd Koninkrijk en Duitsland wordt de enkele plaatsing op de website niet als afdoende beschouwd.<sup>63</sup> De door hen gekozen methode sluit meer herkenbaar aan bij het doel van de openbaarmaking. Daar geschiedt de openbaarmaking op dezelfde wijze als die waarop voor het overige belangrijke aankondigingen worden gedaan voor beursgenoteerde vennootschappen.

In Duitsland is daartoe nadrukkelijk overwogen dat het de verantwoordelijkheid van de vennootschap is te zorgen dat de informatie de aandeelhouders bereikt, en hun bekendheid met de informatie niet afhankelijk is van een door de aandeelhouders zelf te ondernemen actie. Deze overweging vertoont gelijkenis met de in verplichting voor het bestuur om aandeelhouders actief te informeren, zoals op basis van de zorgplicht jegens (minderheids-) aandeelhouders in de Nederlandse jurisprudentie wordt aangenomen. In het Verenigd Koninkrijk geschiedt de openbaarmaking middels een externe partij, hetgeen leidt tot een externe controle op naleving van de vereisten omtrent inhoud en timing van de openbaarmaking. Bij plaatsing op de website van de vennootschap, zoals in Nederland formeel als enige vereiste geldt, heeft de vennootschap zelf praktisch gezien de mogelijkheid de informatie te wijzigen of te verwijderen op een door haar gekozen moment.

In de huidige definitie van materiële transacties zal de openbaar te maken informatie ook steeds moeten voldoen aan de vereisten volgens de Verordening Marktmissbruik. Bij aanpassing van de definitie van materiële transacties, zoals bepleit in paragraaf 7.3.4,

60 Par. 5.5.

61 Par. 6.6.

62 Par. 4.5.

63 Par. 5.5 en 6.6.

verkrijgt aandacht voor de methode van informatieverstrekking meer relevantie. De enkele melding op de website van de vennootschap lijkt onvoldoende bij te dragen aan het doel van de te betrachten transparantie. Dit doel verlangt ten minste dat de vennootschap actief eraan bijdraagt dat de informatie de aandeelhouders ook daadwerkelijk bereikt. Het uitgangspunt dat vermelding op de website als wijze van openbaarmaking voldoende is, verdient daarom heroverweging.

### 7.3.9 Waardebepaling en deskundigenoordeel

Een benadelende transactie ten gunste van een aandeelhouder leidt tot een onttrekking van vermogen aan de vennootschap, waarbij het uitgangspunt dat een aandeelhouder als *residual claimholder* een achtergestelde positie heeft in de vennootschap wordt geschonden. De controlerend aandeelhouder die middels een transactie een voordeel geniet ten nadele van de vennootschap, kruipt daarmee voor, niet alleen ten opzichte van zijn medeaandeelhouders, maar (juist) ook ten opzichte van de contractspartijen en crediteuren van de onderneming. Het uitgangspunt dat het niet aangaat dat een aandeelhouder buiten de daarvoor geldende voorschriften vermogen onttrekt, behoort tot de basis van het vennootschapsrecht. De in paragraaf 6.11.4 besproken jurisprudentie uit geeft blijk van dit beginsel in het Verenigd Koninkrijk. Dit uitgangspunt geldt ook in het Nederlandse vennootschapsrecht.<sup>64</sup>

Artikel 9quater lid 3 biedt als lidstaattoptie de verplichting om de openbaarmaking vergezeld te laten gaan van een verslag over de transactie waarin de redelijkheid van de transactie wordt beoordeeld met een toelichting op de methode die bij de beoordeling is gehanteerd. Het kan gaan om een verslag opgesteld door een onafhankelijke deskundige, door het bestuur of de raad van commissarissen, danwel een in meerderheid onafhankelijke commissie. Nederland en Duitsland hebben bij de implementatie, net als de meeste andere lidstaten van deze optie geen gebruik gemaakt.<sup>65</sup> In het Verenigd Koninkrijk geldt op basis van UKLR (2024) de verplichting een Sponsorverklaring te overleggen met betrekking tot de transactie. In Duitsland is ten aanzien van transacties met een controlerend aandeelhouder voorzien in een andere wijze van externe controle, namelijk de betrokkenheid van de accountant bij het Abhängigkeitsbericht in het faktische Konzern.<sup>66</sup> Transacties met een waardeverschil ten gunste van aandeelhouders zijn bovendien in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk aan extra controle onderworpen aangezien een transactie tegen een te lage waarde wordt gezien als een verkapte winstuitkering, en dus valt onder de toepassing van het kapitaalbeschermingsrecht, dat mede gericht is op bescherming van minderheidsaandeelhouders.<sup>67</sup>

Het Nederlandse vennootschapsrecht voorziet niet in bijzondere grondslagen voor controle op transactievoorwaarden bij een transactie met een aandeelhouder. De voorschriften

64 Relevant daarbij is dat de zeggenschap die een aandeelhouder heeft in een vennootschap, gerechtvaardigd wordt door diens achtergestelde positie. Zie over dit fundamentele punt in de context van aandeelhoudersleningen: De Weijs Tvl 2023/6 en de daarin aangehaalde literatuur.

65 Par. 4.6, 5.6 en 6.7.

66 Par. 5.9.5.3.

67 Par. 5.10 en 6.11.

van kapitaal- en vermogensbescherming kennen een beperkte toetsing, en worden restrictief uitgelegd, zoals toegelicht in paragraaf 4.7.4. De uitleg geschiedt uitsluitend in het licht van crediteurenbescherming. Daarbij geldt dat een beursnotering niet alleen mogelijk is voor de NV, maar ook voor de BV waar de kapitaalbeschermingsvoorschriften in 2012 tot een minimum zijn beperkt. De kapitaalbeschermingsvoorschriften maken geen onderdeel uit van de schakelbepaling van 2:187 BW.

Anders dan in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, wordt minderheidsbescherming in het Nederlandse vennootschapsrecht niet beschouwd als doel van de kapitaalbeschermingsvoorschriften. In de literatuur is bepleit, zo kwam aan de orde in paragraaf 4.7.4, om transacties met een aandeelhouder waarin een bevoordeling ligt besloten, te beschouwen als dividenduitkering in natura.<sup>68</sup> Gevolg daarvan is dat dan ook de besluitvorming over een dergelijke transactie dient te geschieden met inachtneming van de daarvoor geldende vereisten uit 2:216 BW. Ook leidt herkwalificatie als verkapt dividend tot meer transparantie omdat de transactie dan tevens als winstuitkering wordt verantwoord in de jaarrekening.<sup>69</sup> Deze gedachte sluit aan bij de *substance over form* benadering van dividenduitkeringen in het Aktiengesetz en de Companies Act 2006.<sup>70</sup>

De door Bier en Van der Zanden bepleitte benadering zou een belangrijk deel van het in paragraaf 7.2 geconstateerde hiaat dichten. Immers zou dit ertoe leiden dat de aandeelhoudersvergadering betrokken zou moeten worden bij de besluitvorming, de aandeelhouders vanwege hun recht op informatie in de algemene vergadering aanspraak kunnen maken op gedetailleerde informatie, de jaarrekening de bevoordeling uit de transactie expliciet dient te vermelden en de accountant in het kader van de jaarverslaggeving nauwer betrokken dient te zijn. Aanscherping van de kapitaalbeschermingsvoorschriften zou echter, in ieder geval ten tijde van dit onderzoek, ingaan tegen de heersende opvatting in het Nederlandse vennootschapsrecht over het doel van de kapitaal- en vermogensbeschermingsregels, en tegen de politieke wens van minimale regulering en maximale flexibiliteit. De hiervoor in paragraaf 7.3.6.5 beschreven bestuursverklaring kan worden overwogen als minder ingrijpend alternatief.

## 7.4 Het risico van tunneling in het Nederlandse vennootschapsrecht

De voorgaande analyse is gebaseerd op de bevindingen uit het onderzoek naar de inhoud en achtergrond van artikel 9quater van de Aandeelhoudersrichtlijn en een rechtsvergelijking met Duitsland en het Verenigd Koninkrijk voor beursgenoteerde vennootschappen van het NV-type. De onderzoeksvraag richt zich op de onzekerheid die wordt ervaren in het Nederlandse vennootschapsrecht ten aanzien van de geldende gedragsnormen, welke zich (juist) ook manifesteert in besloten verhoudingen. Als toegelicht in Hoofdstuk 2 verschilt de benadering van het risico van tunneling in de rechtspraak van de Ondernemingskamer ten aanzien van beursgenoteerde vennootschappen niet fundamenteel van ten aanzien van besloten verhoudingen. De conclusies naar aanleiding van de analyse die

68 Bier 2023, par. 9.2.

69 Par. 4.7.4; c.

70 Par. 5.10 en 6.11.



is uitgevoerd in dit hoofdstuk zijn, voor zover deze niet strikt de wijze van implementatie van artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn betreffen, mede relevant en van toepassing op kapitaalvennootschappen in besloten verhoudingen.