

Regulering van transacties met verbonden partijen

Beperking van het risico van tunneling in rechtsvergelijkend perspectief



Wolters Kluwer

Deventer – 2025

Regulering van transacties met verbonden partijen
Beperking van het risico van tunneling in rechtsvergelijkend perspectief

ACADEMISCH PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Universiteit van Amsterdam
op gezag van de Rector Magnificus
prof. dr. ir. P.P.C.C. Verbeek
ten overstaan van een door het College voor Promoties ingestelde commissie,
in het openbaar te verdedigen in de Aula der Universiteit
op woensdag 23 april 2025, te 11.00 uur

door Irene Carla Petra Groenland
geboren te 's-Hertogenbosch

WOORD VOORAF

Op 23 april 2025 promoveerde mr. I.C.P. Groenland aan de Universiteit van Amsterdam op haar onderzoek getiteld 'Regulering van transacties met verbonden partijen. Beperking van het risico van tunneling in rechtsvergelijkend perspectief.' Als promotoren traden op prof. mr. H.J. de Kluiver en prof. mr. C. Mak. In dit proefschrift staat de vraag centraal of, en zo ja hoe, er meer concrete gedragsregels ter voorkoming van tunneling moeten komen. Het onderzoek richt zich op Nederlandse kapitaalvennootschappen met een controlerend aandeelhouder, nu het tunnelingprobleem zich daarin voor kan doen.

Het risico van tunneling bestaat in de mogelijkheid die de leden van het management en controlerende aandeelhouders hebben om met gebruikmaking van hun positie vermogen te onttrekken aan de vennootschap. Tunneling kan op verschillende manieren plaatsvinden. Het onderzoek van Groenland richt zich daarbij specifiek op één variant, namelijk het onttrekken van vermogen door of ten gunste van een controlerend aandeelhouder door middel van een activa transactie tegen niet-marktconforme voorwaarden. Daarbij vindt niet alleen benadeling van de vennootschap plaats, maar ook van (minderheids) aandeelhouders. De problematiek raakt aan belangrijke governance onderwerpen, zoals belangenconflicten, minderheidsbescherming en vermogensonttrekkingen. De benadeling in het Nederlandse ondernemingsrecht van deze problematiek, en het gebrek aan duidelijkheid ten aanzien van de te hanteren gedragsregels, heeft de laatste jaren steeds vaker aandacht gekregen in de rechtspraak. Het onderzoek is daarmee zowel relevant als actueel en levert een belangrijke bijdrage aan de rechtsontwikkeling.

Het onderzoek van Groenland is van toegevoegde waarde door de interne en externe rechtsvergelijking. De benadering van het onderwerp in Nederland wordt daarbij vergeleken met de wijze van regulering van transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde vennootschappen zoals dat is voorzien in artikel 9quater van de EU- Aandeelhoudersrichtlijn, en de wet- en regelgeving over dit onderwerp in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Beschreven wordt hoe de EU-richtlijn de ontwikkeling van het nationale recht in de onderzochte jurisdicties heeft beïnvloed (en andersom, zoals met name geldt in het Engelse recht) en welke specifieke koers het nationale recht in die landen heeft gevolgd.

De analyse van Groenland leidt mede dankzij de rechtsvergelijking tot interessante aanknopingspunten voor de verdere ontwikkeling van het Nederlandse recht, zowel in het NV-recht als in het BV-recht. De aandacht in het onderzoek voor de regeling van transacties met verbonden partijen in de context van de EU-Aandeelhoudersrichtlijn draagt bij aan verdieping van het inzicht in het onderliggende governance probleem. Groenland concludeert in dat verband dat de Nederlandse wettelijke regeling in vergelijking met

andere landen weinig bescherming biedt tegen tunneling. Dit leidt volgens haar tot ongewenste gevolgen, omdat dit enerzijds teveel ruimte geeft aan hen die van de geboden ruimte misbruik maken, en anderzijds te weinig rugdekking geeft aan hen die juist prudent dachten te handelen en (toch) geconfronteerd kunnen worden met rechterlijke toetsing achteraf. Tegen de achtergrond van de brede rechtsvergelijkende analyse, en deze centrale bevinding, sluit Groenland haar conclusie af met een aantal concrete aanbevelingen. Daartoe behoren niet alleen aanbevelingen voor de wetgever, maar ook aanbevelingen voor de rechtspraktijk. Dit maakt dat het onderzoek niet alleen interessant is voor het academisch debat, maar ook voor de rechtspraktijk waardevolle inzichten deelt waarmee het boek nuttig is in de rechtspraak, advocatuur en het notariaat. Tot slot kan dit boek guidance bieden aan bestuurders en commissarissen van BV's en NV's.

Met veel genoegen nemen wij de dissertatie van Groenland op als deel 191 in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.

INHOUDSOPGAVE

Woord vooraf / VII

Afkortingen / XVII

HOOFDSTUK 1

Inleiding / 1

- 1.1 Aanleiding / 1
- 1.2 Het risico van tunneling bij vennootschappen met een controlerend aandeelhouder / 1
- 1.3 Ontwikkeling in rechtspraak en literatuur vanaf de Intergamma-beschikking van de Ondernemingskamer / 2
- 1.4 Artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn en transacties met verbonden partijen in internationale context / 4
- 1.5 De vraag naar herkenbare gedragsregels, en deze wel of niet wettelijk te verankeren / 6
- 1.6 Doel en onderzoeksvraag / 7
- 1.7 Onderzoeksmethode / 8
 - 1.7.1 Transacties met verbonden partijen in het licht van de Aandeelhoudersrichtlijn en een vergelijking met Duitsland en het Verenigd Koninkrijk / 8
 - 1.7.2 Functionele rechtsvergelijking / 9
 - 1.7.3 Relevantie beursregels voor toepassing in besloten verhoudingen / 10
- 1.8 Afbakening onderzoek / 11
- 1.9 Gehanteerde begrippen / 12
- 1.10 Opzet van het onderzoek / 13

HOOFDSTUK 2

Transacties met verbonden partijen in het Nederlandse vennootschapsrecht / 15

- 2.1 Inleiding / 15
- 2.2 Wettelijk kader transacties met verbonden partijen / 16
 - 2.2.1 Inleiding / 16
 - 2.2.2 Transacties met verbonden partijen in boek 2 BW / 16
 - 2.2.3 Wettelijke tegenstrijdig belangregeling / 17
 - 2.2.4 Richtsnoer vennootschappelijk belang / 18
 - 2.2.5 De redelijkheid en billijkheid van 2:8 BW / 19
 - 2.2.6 Gelijke behandeling van aandeelhouders / 19
 - 2.2.7 Externe controle transactievoorwaarden / 20

2.2.8	Verantwoording in de jaarrekening / 20
2.3	De invulling van de bijzondere zorgvuldigheidsplicht en zorgplicht op basis van de rechtspraak / 20
2.4	De Linders/Hofstee-norm / 21
2.5	De Zwagerman-norm / 26
2.6	Gedragsregels ontwikkeld op basis van de Linders/Hofstee-norm en de Zwagerman-norm / 29
2.7	Gedragsregels ten aanzien van zorgvuldige scheiding van belangen / 30
2.7.1	Corporate governance code / 30
2.7.2	De onthoudingsregel / 30
2.7.3	Alternatieven voor de onthoudingsregel / 31
2.8	Transparantie en informatie / 32
2.9	'Zo nodig' betrekken van deskundigen / 35
2.10	Ook bij beursgenoteerde vennootschappen? / 35
2.11	Tunneling bij Xeikon NV / 36
2.11.1	Inleiding / 36
2.11.2	Overdracht van het Accentis Belang door Punch International aan Xeikon / 36
2.11.3	Oordeel van de Ondernemingskamer inzake Xeikon / 37
2.11.4	Evaluatie Xeikon-casus en beschikking / 38
2.12	Vermoeden van tunneling bij Fortuna Entertainment Group NV / 41
2.12.1	Inleiding / 41
2.12.2	Overdracht van Roemeense deelnemingen door Fortbet aan Fortuna / 41
2.12.3	Oordeel Ondernemingskamer Fortuna I / 42
2.12.4	Oordeel Ondernemingskamer Fortuna II / 43
2.12.5	Evaluatie Fortuna-casus en beschikkingen / 44
2.13	Vermoeden van tunneling bij ICTS International NV: informatieplicht en zorgvuldigheid bij uitgifte van aandelen door raad van commissarissen / 46
2.13.1	Inleiding / 46
2.13.2	Oordeel van de Ondernemingskamer bij ICTS / 47
2.13.3	Evaluatie ICTS -casus en beschikking / 49
2.14	Samenvatting en conclusie / 50

HOOFDSTUK 3

Transacties met verbonden partijen en artikel 9quater Richtlijn (EU) 2017/828 / 53

3.1	Achtergrond en totstandkomingsgeschiedenis van artikel 9quater / 53
3.1.1	Inleiding / 53
3.1.2	Actieplan Europese Commissie (2003 en 2012) / 53
3.1.3	De conceptversie van artikel 9quater en frictie met het Rijnlands model / 55
3.1.4	Invoering lidstaatopties ter bevordering inpassing in eigen jurisdictie / 55
3.1.5	Marktregulering of corporate governance vraagstuk? / 56
3.1.6	Rechtseconomische benadering van transacties met verbonden partijen / 57
3.1.7	Transacties met verbonden partijen en de anti-self-dealing index / 61
3.1.8	Transacties met verbonden partijen in bredere internationale context / 64

- 3.2 Artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn / 67
 - 3.2.1 Inleiding / 67
 - 3.2.2 Definities en toepassingsbereik artikel 9quater / 69
 - 3.2.2.1 Bepierking tot EU -kapitaalvennootschappen met notering binnen EU / 69
 - 3.2.2.2 Definitie transacties met verbonden partijen / 69
 - 3.2.2.3 Materiële transacties / 71
 - 3.2.2.4 Transacties in de normale bedrijfsvoering en onder normale markcondities / 73
 - 3.2.2.5 Vrijstellingen / 73
 - 3.2.3 Wijze van besluitvorming / 76
 - 3.2.4 Openbaarmaking / 78
 - 3.2.4.1 Inhoud, methode en tijdstip van de openbaarmaking / 78
 - 3.2.4.2 Verhouding tot andere verplichtingen tot openbaarmaking / 79
 - 3.2.5 Verslag / 81
- 3.3 Conclusie achtergrond en inhoud artikel 9quater / 82

HOOFDSTUK 4

Implementatie van artikel 9quater aandeelhoudersrichtlijn in Nederland / 85

- 4.1 Inleiding / 85
- 4.2 Algemeen implementatie / 86
- 4.3 Definities en toepassingsbereik / 87
 - 4.3.1 Welke vennootschappen / 87
 - 4.3.2 Verbonden partijen / 87
 - 4.3.3 Transacties onder marktconforme voorwaarden en in de normale bedrijfsvoering / 87
 - 4.3.4 Materiële transacties / 89
 - 4.3.5 Samentelling / 92
 - 4.3.6 Vrijstellingen / 93
- 4.4 Besluitvorming / 94
 - 4.4.1 Inleiding / 94
 - 4.4.2 Hoofdregel: goedkeuring raad van commissarissen / 94
 - 4.4.3 Onafhankelijkheid / 95
 - 4.4.4 Onthoudingsregel bestuurders en commissarissen / 96
 - 4.4.5 Goedkeuring algemene vergadering / 96
 - 4.4.6 Onthoudingsregel voor aandeelhouders / 97
- 4.5 Openbaarmaking / 98
- 4.6 Externe controle / 99
- 4.7 Systematische inbedding / 99
 - 4.7.1 Inleiding / 99
 - 4.7.2 Belangenconflicten / 100
 - 4.7.3 Minderheidsbescherming / 100
 - 4.7.4 Kapitaal- en vermogensbescherming / 103
- 4.8 Samenvatting en conclusie regulering van transacties met verbonden partijen in Nederland / 104

HOOFDSTUK 5

Regulering van transacties met verbonden partijen in Duitsland / 107

- 5.1 Inleiding / 107
- 5.2 Algemeen ARUG II / 108
- 5.3 Definities en toepassingsbereik / 109
 - 5.3.1 Welke vennootschappen / 109
 - 5.3.2 Verbonden partijen / 109
 - 5.3.3 Transacties in de normale bedrijfsvoering en onder marktconforme voorwaarden / 109
 - 5.3.4 Materiële transacties / 111
 - 5.3.5 Vrijstellingen / 113
- 5.4 Besluitvorming / 115
 - 5.4.1 Hoofregel: toestemming Aufsichtsrat / 115
 - 5.4.2 Onafhankelijkheidsvereisten ten aanzien van leden van de Aufsichtsrat / 116
 - 5.4.3 Onthoudingsregel (stemverbod) leden Aufsichtsrat / 117
 - 5.4.4 RPT-Ausschuss / 119
 - 5.4.5 Goedkeuring aandeelhoudersvergadering / 121
 - 5.4.6 Onthoudingsregel (stemverbod) aandeelhouders / 122
- 5.5 Openbaarmaking / 123
- 5.6 Externe controle / 125
- 5.7 Samenvatting implementatie in Duitsland / 125
- 5.8 Belangenconflicten / 125
- 5.9 Minderheidsbescherming / 128
 - 5.9.1 Inleiding minderheidsbescherming / 128
 - 5.9.2 Inleiding Duits concernrecht / 128
 - 5.9.3 Herrschende Unternehmen & Abhängige Unternehmen §17 AktG / 129
 - 5.9.4 Vertragskonzern / 130
 - 5.9.4.1 Unternehmensverträge / 130
 - 5.9.4.2 Materiële bescherming minderheidsaandeelhouders bij Vertragskonzern / 131
 - 5.9.4.3 Procedurele bescherming minderheidsaandeelhouders bij het Vertragskonzern / 132
 - 5.9.5 Faktisch Konzern (§311 e.v. AktG) / 132
 - 5.9.5.1 Materiële bescherming van minderheidsaandeelhouders in het faktische Konzern: Ausgleich (§311 AktG) / 133
 - 5.9.5.2 Verantwoording in jaarlijks Abhängigkeitsbericht (§312 AktG) / 133
 - 5.9.5.3 Accountantscontrole van het Abhängigkeitsbericht (§313 AktG) / 135
 - 5.9.5.4 Controle door de Aufsichtsrat (§314 AktG) / 135
 - 5.9.5.5 Sonderprüfung (§315 AktG) / 136
 - 5.9.5.6 Schadeplicht bij niet nakoming verplichting uit §311 AktG (§317 en 318 AktG) / 136
 - 5.9.6 Schadeplicht vanwege benadelende beïnvloeding vennootschapsleiding §117 AktG / 137

- 5.9.7 Aktionärsforum §127a AktG / 138
- 5.9.8 Bindende instructie tot instellen aansprakelijkheidsvordering §147 AktG / 138
- 5.9.9 Afgeleide actie: Klagezulassungsverfahren §148 AktG / 139
- 5.9.10 Sonderprüfung / 140
- 5.9.11 Samenvatting en conclusie minderheidsbescherming / 140
- 5.10 Kapitaal- en vermogensbescherming / 141
 - 5.10.1 Inleiding / 141
 - 5.10.2 Verbod op Einlagerückgewähr §57AktG / 141
 - 5.10.3 Verdeckte Gewinnausschüttung / 142
 - 5.10.4 Controle op transactievoorwaarden / 142
 - 5.10.5 Gevolgen overschrijden verbod: terugbetalingsverplichting / 143
 - 5.10.6 Sonderprüfung §142-146 AktG / 144
 - 5.10.7 Aansprakelijkheid van functionarissen / 146
 - 5.10.8 Samenvatting en conclusie kapitaal- en vermogensbescherming / 147
- 5.11 Samenvatting en conclusie regulering transacties met verbonden partijen in Duitsland / 147

HOOFDSTUK 6

Regulering van transacties met verbonden partijen in het Verenigd Koninkrijk / 151

- 6.1 Inleiding / 151
- 6.2 Algemeen regulering via FCA Handbook / 152
- 6.3 Herziening Listing Rules / 153
 - 6.3.1 Implementatie van artikel 9quater / 153
 - 6.3.2 Lord Hill Review en UKLR (2024) / 153
- 6.4 Definities en toepassingsbereik UKLR 2024 (8) / 157
 - 6.4.1 Welke vennootschappen / 157
 - 6.4.2 Verbonden partijen / 157
 - 6.4.3 Transacties in de normale bedrijfsvoering en onder marktconforme voorwaarden / 158
 - 6.4.4 Materiële transacties / 159
 - 6.4.5 Vrijstellingen / 159
- 6.5 Besluitvorming / 159
 - 6.5.1 Besluit van de Board en bestuursverklaring / 159
 - 6.5.2 Onafhankelijkheidsvereisten / 160
 - 6.5.3 Onthoudingsregel / 163
 - 6.5.4 Goedkeuring algemene vergadering / 163
 - 6.5.5 Onthoudingsregel voor aandeelhouders / 164
- 6.6 Openbaarmaking / 165
- 6.7 Externe controle / 167
- 6.8 Samenvatting beursregulering in het Verenigd Koninkrijk / 168
- 6.9 Belangenconflicten / 169
 - 6.9.1 Inleiding / 169
 - 6.9.2 Duty to avoid conflicts of interest, s175 CA 2006 / 171
 - 6.9.3 Duty to declare interests, s177 en s182 CA 2006 / 173
 - 6.9.4 Duty to exercise independent judgement, s173 CA 2006 / 174

	6.9.5	Belangenconflicten bij substantial property transactions (s190 CA) / 175
	6.9.6	Gevolgen schending director's duties / 177
	6.9.7	Bekrachtiging door aandeelhoudersvergadering / 178
	6.9.8	Controlerend aandeelhouder als de facto director of shadow director / 178
	6.9.9	Samenvatting en conclusie belangenconflicten / 179
6.10		Minderheidsbescherming / 180
	6.10.1	Inleiding / 180
	6.10.2	Director's duties / 180
	6.10.3	Derivative claim / 181
	6.10.4	Unfair Prejudice Claims / 183
	6.10.5	Ontbindingsverzoek / 184
	6.10.6	Samenvatting en conclusie minderheidsbescherming / 185
6.11		Kapitaalbescherming en verkapte dividenduitkeringen/unlawful distributions / 185
	6.11.1	Inleiding / 185
	6.11.2	Basis kapitaalbescherming / 185
	6.11.3	Dividenduitkeringen / 187
	6.11.4	Verkapte winstuitkering / 187
	6.11.5	Samenvatting en conclusie kapitaal- en vermogensbescherming / 189
6.12		Samenvatting en conclusie regulering van transacties met verbonden partijen in het Verenigd Koninkrijk / 190

HOOFDSTUK 7

Een ander perspectief op het risico van tunneling in Nederland / 193

7.1		Inleiding / 193
	7.1.1	Onderzoeksvraag / 193
	7.1.2	Functie van het ondernemingsrecht – reguleren of faciliteren? / 193
7.2		Risico van tunneling: hiaat in de Nederlandse vennootschapswetgeving / 194
7.3		Transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde vennootschappen / 197
	7.3.1	Ex ante versus ex post regulering / 197
	7.3.2	Definitie van verbonden partijen / 198
	7.3.3	Transacties binnen de normale bedrijfsvoering en onder gebruikelijke marktcondities / 199
	7.3.4	Definitie van materiële transactie / 200
	7.3.5	Vrijstellingen / 201
	7.3.6	Besluitvorming / 202
	7.3.6.1	Invloed van de controlerend aandeelhouder op de besluitvorming / 202
	7.3.6.2	Toepassing van een onthoudingsregel bij bestuur en raad van commissarissen / 202
	7.3.6.3	Alternatieven voor een onthoudingsregel / 204
	7.3.6.4	Interne meldplicht / 205
	7.3.6.5	Bestuursverklaring / 206
	7.3.6.6	Relationship agreement / 208
	7.3.6.7	RPT-commissie / 208
7.3.7		Goedkeuring aandeelhoudersvergadering en MoM regel / 209

7.3.8	Informatieverstreking: Inhoud, timing en methode / 211
7.3.8.1	Vereiste van aanvullende informatieverstreking / 211
7.3.8.2	Inhoud en timing / 212
7.3.8.3	Methode / 213
7.3.9	Waardebepaling en deskundigenoordeel / 214
7.4	Het risico van tunneling in het Nederlandse vennootschapsrecht / 215

HOOFDSTUK 8

Conclusie / 217

8.1	Relatief grote ruimte voor tunneling vraagt aandacht / 217
8.2	Onnodig terughoudende wijze van implementatie artikel 9quater / 217
8.3	Conflicterende belangen anders belicht / 218
8.4	Transparantie en informatieverstreking / 219
8.5	Controle op transactievoorwaarden / 219
8.6	Transacties met verbonden partijen in besloten verhoudingen / 219
8.7	Wel of niet wettelijk reguleren / 221
8.8	Aanbevelingen / 222
8.9	De kunst van de wetgeving / 223

Samenvatting / 225

Summary / 233

BIJLAGE 1

Artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn / 241

BIJLAGE 2

Implementatie artikel 9quater Nederland (Stb, 2019, 423) / 245

BIJLAGE 3

Gezetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie (ARUG II), 12 Dezember 2019, BGB 2019 I (50) 2637 / 249

BIJLAGE 4

UKLR (2024) 8 Equity shares (commercial companies): related party transactions Listing Rules (2024) / 253

Literatuur / 261

Jurisprudentie / 277

Wet- en regelgeving / 281

Overige / 285

Dankwoord / 289

Inleiding

1.1 Aanleiding

Dit onderzoek richt zich op de benadering van transacties van de vennootschap met een controlerend aandeelhouder in de context van de invoering van de artikelen 2:167-170 BW, betreffende transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde vennootschappen. Deze artikelen werden in 2019 in Boek 2 BW ingevoerd ter implementatie van artikel 9quater van de Aandeelhoudersrichtlijn.¹ De daarin voorgeschreven wijze van regulering van transacties met verbonden partijen richt zich op het governance probleem dat in de internationale juridische literatuur wordt aangeduid als het risico van ‘tunneling’.²

1.2 Het risico van tunneling bij vennootschappen met een controlerend aandeelhouder

Bij veel ondernemingen met meerdere aandeelhouders, zowel in besloten verhoudingen als bij beursgenoteerde vennootschappen, is sprake van ongelijke verhoudingen tussen de aandeelhouders. Veel voorkomend is de situatie dat een van de aandeelhouders formeel of feitelijk een controlerende zeggenschap heeft in de aandeelhoudersvergadering, al dan niet gecombineerd met een afvaardiging in het bestuur of de raad van commissarissen. In dergelijke verhoudingen kan spanning ontstaan vanwege de dominante invloed en bevoorrechte informatiepositie van de controlerend aandeelhouder.

Voor een minderheidsaandeelhouder wordt vanuit rechtseconomisch perspectief aangenomen dat deze tot op zekere hoogte voordeel geniet van de aanwezigheid van de meerderheidsaandeelhouder. De veronderstelling is dan dat deze meerderheidsaandeelhouder extra inspanningen verricht in de controle op de gedragingen van het bestuur om zijn controlerend belang te beschermen, en dat de minderheidsaandeelhouder daarvan proportioneel meeprofiteert, zonder daarvoor zelf inspanning te leveren en kosten te maken voor het uitoefenen van controle. De positie van een controlerend aandeelhouder brengt

- 1 Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen PbEU 2007, L 184. Artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn kwam tot stand bij Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, Pb EU 2017, L 132, inwerkingtreding 9 juni 2017.
- 2 Johnson e.a. NBER (2000) 7523, waarin wordt toegelicht dat de term verwijst naar het via tunnels wegsluizen van activa.

echter ook een risico mee. Dit risico wordt gerekend tot wat in de rechtseconomische literatuur wordt aangeduid als het risico van ‘tunneling’,³ in de Nederlandse ondernemingsrechtelijke literatuur ook wel vertaald als ‘tunneltjes graven’.⁴ Het gaat daarbij om de mogelijkheid die de leden van het management en controlerend aandeelhouders hebben om met gebruikmaking van hun positie vermogen te onttrekken aan de vennootschap. Tunneling kan zich, behalve door middel van activa transacties met verbonden partijen ook op andere wijzen voordoen. Daarvan kan bijvoorbeeld ook sprake zijn bij financiële steunverlening aan een (controlerend) aandeelhouder, uitgifte van aandelen tegen een te lage waarde en het onrechtmatig toe-eigenen van corporate opportuniteiten.⁵

Het risico van tunneling is geen nieuw fenomeen: het leidde, onder meer in de vorm van tegenstrijdig belang-transacties met bestuurders en het gebruik van corporate opportuniteiten al bij de VOC tot spanningen in de governance.⁶ Een voorbeeld van tunneling door een bestuurder aan het eind van de 19^e eeuw is de Pincoffs-affaire, beschreven door De Jongh, waar Pincoffs, als bestuurder van de Rotterdamsche Handels Vereeniging, vermogen aan deze onderneming had onttrokken door het verstrekken van leningen aan een aan hem gelieerde en ernstig verlieslijdende andere onderneming.⁷

1.3 Ontwikkeling in rechtspraak en literatuur vanaf de Intergamma-beschikking van de Ondernemingskamer

Bij de start van dit onderzoek stond het risico van tunneling extra in de aandacht naar aanleiding van de Intergamma-beschikking van de Ondernemingskamer in december 2017.⁸ De casus betrof een transactie met een grootaandeelhouder, waarbij drie van de zeven commissarissen van de vennootschap door de betreffende aandeelhouder waren benoemd.⁹ De Ondernemingskamer oordeelde dat de betreffende commissarissen zich van deelname aan de beraadslaging en besluitvorming hadden moeten onthouden. De Ondernemingskamer baseerde het oordeel op de open norm van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW. Dit oordeel kwam niet alleen voor de commissarissen van Intergamma, maar ook voor hun adviseurs als een verrassing. De betreffende commissarissen hadden namelijk geen persoonlijk belang bij de transactie.¹⁰ Volgens de destijds heersende opvatting vond in dat geval de onthoudingsregel als opgenomen in de wettelijke tegenstrijdig belangregeling geen

3 Johnson e.a. NBER (2000) 7523; Enriques 2015; Tarde, Diss. 2018, p. 1922; zie ook Conclusie A-G Assink (ECLI:NL:PHR:2020:450), par. 3.1, voor HR 6 november 2020, ECLI:NL:HR:2020:1745, JOR 2021/108, m.nt. Bulten (Sirowa).

4 Winter, Ondernemingsrecht 2001.

5 Johnson e.a., NBER (2000) 7523, p.3, p. 10; ten aanzien van tunneling bij uitgifte van aandelen tegen een te lage waarde (*‘cheap-stock tunneling’*), zie Vos, Diss. 2021; Vos, MvO 2022, en de in paragraaf 2.13 te bespreken casus inzake ICTS.

6 De Jongh, Diss. IVOR 2014/94, par 2.3.1, nr. 57; Frentrop 2002, p. 70-73; Skog, ECFR 5/2021, voetnoot 3.

7 De Jongh, Oratie EUR 2019, p. 9-10; De Jongh, Diss. IVOR 2014/94, par. 5.13, nr. 108.

8 Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210, m.nt. Bulten (Intergamma).

9 Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210, m.nt. Bulten (Intergamma), r.o. 2.2.

10 Hof Amsterdam (OK) 22 december 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:5354, JOR 2018/210, m.nt. Bulten (Intergamma), r.o. 3.34.

toepassing.¹¹ De Intergamma-beschikking van de Ondernemingskamer werd dan ook hevig bekritiseerd in de juridische literatuur. Geconstateerd werd dat door de door de Ondernemingskamer gehanteerde gedragsregel naast de wettelijke tegenstrijdig belangregeling een nieuwe regel was ontstaan voor ‘enquêterechtelijk tegenstrijdig belang’, hetgeen leidde tot onduidelijkheid over hoe deze regels zich tot elkaar verhoudten.¹² De onthoudingsregel uit de wettelijke tegenstrijdig belangregeling was nog maar recent (per 1 januari 2013) opgenomen in de artikelen 2:129/239 lid 6 en 2:140/250 lid 5 BW, waarbij nadrukkelijk was beoogd de reikwijdte daarvan beperkt te houden. De onthoudingsregel zou slechts gelden wanneer sprake was van een persoonlijk belang van de betreffende functionaris, en alleen wanneer het belang ook echt als tegenstrijdig met dat van de vennootschap kon worden gezien. Kwalitatief tegenstrijdige belangen, en parallelle belangen zouden daarom niet moeten leiden tot toepassing van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling.¹³ De beperkte reikwijdte van de wettelijke tegenstrijdig belang regeling werd gewenst geacht omwille van de rechtszekerheid voor het bestuur en de raad van commissarissen.¹⁴ Dat de Ondernemingskamer in de Intergamma-beschikking tot een ruimere toepassing van de onthoudingsregel kwam, sloot niet aan bij deze uitgangspunten.

De door de Ondernemingskamer in de Intergamma-beschikking gehanteerde lijn is nadien voortgezet. De toepassing van artikel 2:8 BW, in vergelijkbare gevallen veelal geduid als een bijzondere zorgvuldigheidsplicht of zorgplicht en leidend tot verscherpte gedragsregels,¹⁵ geldt (inmiddels) als vaste rechtspraak. Als kernjurisprudentie in deze context hebben te gelden de Linders/Hofstee beschikking van de Ondernemingskamer uit 1984¹⁶ en het Zwagerman-arrest van de Hoge Raad uit 2001.¹⁷ De aan deze kernjurisprudentie ontleende gedragsnormen richten zich op transparantievereisten, waarborgen voor scheiding van belangen, en het eventueel betrekken van deskundigen. De gedragsnormen zijn in hoofdzaak ontwikkeld in besloten verhoudingen, maar zijn ook te herkennen in jurisprudentie over beursgenoteerde ondernemingen.¹⁸

- 11 Zie daarover par. 2.4. De wettekst (in dit geval 2:250 lid 5 BW) verwijst naar een persoonlijk belang. Mede op basis van HR ME Beheer II (HR 17 maart 2023, ECLI:NL:HR:2023:409, JOR 2023/174 m.nt. Bartman) kan hierover (inmiddels) anders worden gedacht, zie Bartman in zijn noot bij ME Beheer II, par. 13; Lafarre & Den Dunnen, O&F 2024, p. 19.
- 12 Zie onder meer de annotatie van C.D.J. Bulten bij OK Intergamma in JOR 2018/210, Croiset van Uchelen, Kort Juridisch 2018; De Kluiver, NJB 2018; Koelemeijer, TvOB 2018; de annotatie van Leijten bij Hof Amsterdam (OK) 31 augustus 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:3532 in JOR 2018/41 (Staphorst Ontwikkeling); Asser 2-IIb 2019/223 en de daar aangehaalde bronnen; ondersteunend ten aanzien van de Intergamma-beschikking echter: Bartman & Dorresteyn, AAe 2018.
- 13 Zie onder meer Kamerstukken II (2008/09), 31763, nr. 6, p. 18 inzake de bedoeling ook een kwalitatief tegenstrijdig belang buiten de werkingssfeer van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling te houden.
- 14 Voor de context zie in het bijzonder de rechtspraak in de opmaat naar het Bruil-arrest (HR 29 juni 2007, NJ 2007/420), vanaf het Mediasafe-arrest (HR 11 september 1998, NJ 1999/171, Mediasafe II) en de totstandkoming van de wettelijke tegenstrijdig belangregeling op basis van de wet bestuur en toezicht naamloze en besloten vennootschappen (Kamerstukken dossier 31763, Stb. 2011, 275). Zie daarover onder meer Asser 2-IIb 2019/219-221.
- 15 In de jurisprudentie wordt zowel verwezen naar een bijzondere zorgvuldigheidsplicht als naar een zorgplicht. Zie daarover nader Hoofdstuk 2.
- 16 Hof Amsterdam (OK) 26 mei 1983, ECLI:NL:GHAMS:1983:AC8007, NJ 1984/481, opnieuw geannoteerd in JOR 2022/56 m.nt. Leijten (Linders/Hofstee).
- 17 HR 1 maart 2002, ECLI:NL:HR:2002:AD9857, NJ 2002/296 m.nt. Maeijer (Zwagerman Beheer).
- 18 Zie de in Hoofdstuk 2 te bespreken jurisprudentie inzake Xeikon, Fortuna en ICTS.

Het belangrijkste bezwaar tegen de ruime interpretatie is de rechtsonzekerheid die wordt veroorzaakt door de open norm van artikel 2:8 BW en de wijze waarop daaraan in de rechtspraak invulling wordt gegeven. Diverse publicaties naar aanleiding van de recente jurisprudentie van de Ondernemingskamer geven blijk van een behoefte in de praktijk aan meer zekerheid vooraf over welke gedragsregels ter invulling van de gedragsnormen in specifieke gevallen hebben te gelden.¹⁹ Dit geldt om te beginnen voor de toepassing van een onthoudingsregel, als invulling van de zorgvuldigheid bij de besluitvorming, zoals in de Intergamma-casus. Ook geldt dit voor aanvullende verplichtingen tot informatieverstrekking ter invulling van het transparantievereiste, en voor de vraag in welke gevallen en met welk doel (onafhankelijke) deskundigen dienen te worden betrokken. Onduidelijkheid bestaat in het bijzonder als het gaat om gedragingen waarbij niet een belangenconflict, maar minderheidsbescherming grond is voor het aannemen van een zorgplicht op basis van artikel 2:8 BW.

Het belang van meer rechtszekerheid ten aanzien van de toepassing van de normen wordt ook door de Ondernemingskamer erkend. Vink, in zijn hoedanigheid van voorzitter van de Ondernemingskamer, verwoordde dit in het in 2022 gehouden IVO-Congres aldus dat de Ondernemingskamer tracht de open norm terug te brengen tot *halfopen normen*,²⁰ met '*gezichtspunten en vuistregels die inzichtelijk maken waar de Ondernemingskamer in concrete situaties aan toetst en wat er van partijen wordt verwacht*.' Hij sprak daarbij de voorkeur uit '*deze catalogus aan gezichtspunten en vuistregels in voortdurende dialoog met de praktijk verder te ontwikkelen*'.²¹

1.4 Artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn en transacties met verbonden partijen in internationale context

Voor de verdere ontwikkeling van de te hanteren gedragsregels kan inspiratie worden gezocht in internationale context. Het risico van tunneling betreft immers een internationaal algemeen erkend governance probleem. Dit is onder meer te zien in de centrale aandacht in de G20/OECD Principles of Corporate Governance²² en in de rechtseconomische literatuur voor transacties met verbonden partijen, aangeduid als *related party transactions* (afgekort: *RPTs*).²³ Direct relevant voor het Nederlandse ondernemingsrecht is daarbij de in 2017 tot stand gebrachte wijziging van de Europese Aandeelhoudersrichtlijn²⁴ bij richtlijn

¹⁹ Zie Hoofdstuk 2.

²⁰ De term *halfopen norm* is daarbij ontleend aan de door Timmerman in datzelfde congres gehouden voordracht, zie Timmerman IVOR 2023/130, zie par. 1.5.

²¹ Vink IVOR 2023/130.9, par. 9.5. Daarbij deed hij nadrukkelijk niet de toezegging dat eenmaal in de jurisprudentie van de Ondernemingskamer voorkomende gezichtspunten en vuistregels als geldende gedragsregel kunnen worden aangenomen: hij hield het publiek voor dat 'herschrijving van hoofdstukken' en 'plotwendingen' in het lopende verhaal niet uit te sluiten zijn (IVOR 2023/130 par 9.6).

²² G20/OECD Principles of Corporate 2023, zie onder meer Principle II.F.1, waarover nader par. 3.1.8.

²³ Zie onder meer L. Enriques e.a., Hoofdstuk 6 '*Related party Transactions*' in: Kraakman e.a. 2017.

²⁴ Richtlijn 2007/36/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 juli 2007 betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen PbEU 2007, L 184.

EU 2017/828 in mei van dat jaar.²⁵ Onderdeel van die wijziging was de introductie van artikel 9quater, inhoudende een verplichting tot regulering van transacties met verbonden partijen bij beursvennootschappen. De tekst van artikel 9quater,²⁶ is opgenomen in Bijlage 1. De door artikel 9quater voorgeschreven wijze van regulering omvat een verplichting tot vroegtijdige openbaarmaking van voorgenomen transacties met verbonden partijen en dwingende besluitvormingsvoorschriften betreffende dergelijke transacties. Verbonden partijen zijn in deze context partijen die in een bijzondere relatie staan tot de vennootschap zelf en/of de leden van het bestuur of toezichthoudend orgaan.²⁷ Artikel 9quater is geïmplementeerd in de artikelen 2:167-170 en 2:187 BW, welke op 1 december 2019 in werking zijn getreden.²⁸

Bij de implementatie van artikel 9quater is de Nederlandse wetgever terughoudend te werk gegaan. Als uitgangspunt is bij implementatie van Europese regels gehanteerd dat *goldplating* wordt vermeden.²⁹ In het kader van de flexibilisering van het BV-recht waren bovendien zo veel mogelijk dwingende wetsbepalingen aangepast om maatwerkopties mogelijk te maken,³⁰ en ook een vereenvoudiging van het NV-recht stond op de wetgevingsagenda.³¹ Het formuleren van extra procedurevoorschriften stond haaks op de politieke ambitie om administratieve lasten voor het bedrijfsleven terug te brengen. Het formuleren van *hard and fast rules* paste evenmin in de meer algemene benadering van governance onderwerpen in het Nederlandse vennootschapsrecht.³² Wanneer gedragsregels worden geformuleerd, dan wordt de voorkeur gegeven aan sectorale gedragsregels in soft law, zoals de Nederlandse Corporate Governance Code voor beursgenoteerde vennootschappen. Gevolg van de terughoudende wijze van implementatie is dat de invoering van de artikelen 2:167-170 BW voor beursvennootschappen tamelijk geruisloos kon geschieden, zonder dat deze ondernemingen belangrijke aanpassingen behoeften te maken in hun procedures en protocollen.³³

Gedurende de implementatietermijn van artikel 9quater werd in de juridische literatuur in ruime mate aandacht besteed aan de hierboven beschreven ontwikkeling van de rechtspraak. Hoewel zowel de Intergamma-beschikking als de doelstelling en achtergrond van artikel 9quater betrekking hebben op het risico van tunneling, werd in de literatuur

25 Richtlijn (EU) 2017/828 van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2017 tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft, Pb EU 2017, L 132, inwerkingtreding 9 juni 2017.

26 Artikel 9quater is in andere taalversies aangeduid als artikel 9c.

27 Gebruik wordt gemaakt van de definitie van verbonden partijen uit het jaarrekeningrecht (IAS 24), zie nader paragraaf 3.2.2.2.

28 Staatsblad 2019, 423 resp. Staatsblad 2019, 436.

29 Vgl. Aanwijzingen 9.4 en 9.5 in: Aanwijzingen voor de regelgeving (Circulaire van de Minister-President van 18 november 1992).

30 Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht, Stb 2012, 299.

31 Kamerstukken dossier 29 752, modernisering van het ondernemingsrecht.

32 Vgl. De Jongh, Ondernemingsrecht 2011/124.

33 Zie nader daarover hoofdstuk 4.

amper aandacht besteed aan deze thematische parallel tussen beide onderwerpen.³⁴ Dit is opvallend omdat ook de voorgestane methoden tot beperking van het risico van tunneling in belangrijke mate overeenkomen. Bij beide worden de gewenste waarborgen gezocht in informatieverstrekking, nadere vereisten aan de wijze van besluitvorming, en controle op transactievoorwaarden.

1.5 De vraag naar herkenbare gedragsregels, en deze wel of niet wettelijk te verankeren

De parallellen tussen de rechtspraakontwikkeling na de Intergamma-beschikking van de Ondernemingskamer enerzijds en artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn anderzijds zijn dan wel evident, er is ook een belangrijk verschil tussen beide. Dit bestaat in het verschil tussen het ex post karakter van de toetsing door de rechter en het ex ante karakter van de voorschriften uit artikel 9quater. Uit de literatuur kan, in ieder geval in besloten verhoudingen, een voorkeur worden afgeleid voor het vasthouden aan het verder ontwikkelen van de zorgplicht op basis van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 BW door de rechter, een ex post benadering, boven de vastlegging van ex ante gerichte procedurevoorschriften. De voordrachten van Timmerman en Vink in het eerder aangehaalde IVO-congres 2022³⁵ kunnen als zodanig worden beschouwd. Beiden benadrukken dat rechtspraak ter invulling van open normen zoals artikel 2:8 BW niet zodanig casuïstisch behoeft te zijn dat dit tot rechtsonzekerheid leidt. De jurisprudentie dient volgens Timmerman de open norm van de redelijkheid en billijkheid van artikel 2:8 in te vullen, aan de hand van het proportionaliteitsbeginsel, het zorg(vuldigheids)beginsel en het loyaliteitsbeginsel als subnormen. De jurisprudentie kan ook leiden tot gezichtspunten als richtingwijzers voor de rechtspraak. Op die wijze draagt de rechter, aldus Timmerman, bij aan het omvormen van een open norm tot een halfopen norm, waarmee een balans wordt bereikt tussen flexibiliteit en rechtszekerheid.³⁶ Deze benadering sluit aan bij de in het slot van paragraaf 1.3 weergegeven benadering van Vink, zij het dat Vink als voorzitter van de Ondernemingskamer, (daarnaast) de dialoog met de praktijk wil aangaan voor de nadere invulling in de rechtspraak.

Meent men, al dan niet in afwachting van verdere rechtspraak, dat het omwille van de rechtszekerheid de voorkeur verdient dat gedragsregels wel concreet worden gedefinieerd, dan is een vervolgvraag in welke vorm de gedragsregels kunnen of moeten worden gegoten: *hard law* of *soft law*, (dan wel *smart mixes*),³⁷ dwingend recht of regelend recht. De wijze van vastlegging van de gedragsregels betreft in belangrijke mate een vraag van

34 Voor een voorbeeld zie de korte verwijzing naar de artikelen 2:167-170 BW in Asser-IIb 2019/236 uit het (toen nog) wetsvoorstel van de implementatiewet. Het betreft een enkele vermelding van de wetbepalingen zonder verdere inhoudelijke verbinding met de in dezelfde paragraaf uitvoerig besproken bepalingen uit de corporate governance code, noch met de daarvoor in Asser 2-IIb 2019/219-235 besproken benadering van tegenstrijdige belangen en belangenconflicten. Als uitzondering kan gelden De Jongh, Ondernemingsrecht 2019/160.

35 Zie paragraaf 1.3, voordrachten opgenomen in congresbundel: Open normen IVOR 2023/130.

36 Timmerman, IVOR 2023/130, par. 1.11.

37 Olaerts, TvOB 2019-2.

wetgevingsmethodiek, die mede berust op rechtspolitieke keuzes, waarbij rechtstheoretische inzichten, zoals uit de rechtseconomie, rechtssociologie en rechtsfilosofie, een rol spelen.³⁸

Dit onderzoek gaat primair om de identificatie van de gewenste gedragingen bij het beteugelen van de risico's van tunneling door middel van transacties met verbonden partijen. Niet wordt beoogd rechtspolitieke keuzes te evalueren of sturen. De visie op het recht die aan het onderzoek ten grondslag ligt, is echter niet zuiver instrumenteel: enige morele lading is onvermijdelijk bij een onderwerp dat in essentie gaat over goed ondernemingsbestuur en integriteit, zoals het voorwerp van dit onderzoek. Witteveen richt zich in zijn postuum verschenen boek *De Wet als Kunstwerk* op het belang van goede wetgeving, vanuit een rechtsfilosofische invalshoek. Hij wijst daarin op het respect en de waardering die wetgeving verdient als kunstwerk dat aandacht, onderhoud en vakmanschap vergt.³⁹ Het is mooi als dit onderzoek een bijdrage kan leveren aan dat kunstwerk en de instandhouding van de interne moraal die daarin besloten ligt.⁴⁰

1.6 Doel en onderzoeksvraag

Het doel van het onderzoek is om, in aansluiting op de bestaande benadering, te komen tot een identificatie van gedragsregels, die meer concreet van aard zijn dan de (half-) open normen die in de rechtspraak zijn ontwikkeld en als zodanig meer rechtszekerheid bieden voor het bestuur en de raad van commissarissen bij het aangaan van transacties met een controlerend aandeelhouder.

Beoogd wordt aan de hand van de inhoud, achtergrond en wijze van de implementatie van artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn bij te dragen aan de discussie over de te hanteren gedragsregels. De in het kader van de totstandkoming en implementatie van artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn verschenen literatuur biedt de gelegenheid een ander perspectief in te brengen. Het gaat daarbij niet alleen om de inhoud en achtergrond van artikel 9quater zelf: deze richtlijnbeepaling bevat een groot aantal lidstaatopties, die de lidstaten de mogelijkheid bieden om de voorschriften zo goed mogelijk in te passen in het eigen governance model. De keuzes die bij implementatie zijn gemaakt ten aanzien van die lidstaatopties kunnen daarom inzicht geven in de governance benadering van tunneling in de lidstaten.

Dit leidt tot de volgende onderzoeksvraag:

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

38 De keuzes hangen mede samen met de visie die men heeft op het vennootschapsrecht. Timmerman onderscheidt, zij het in een 'postmodernistische' benadering, een dogmatische visie, een organisatievisie, een ondernemingsvisie en een geschilvisie: Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2024/15.

39 Witteveen 2014, p. 14; De volledige titel van het boek luidt: *'De wet als kunstwerk, Een andere filosofie van het recht, hoe de filosofen de wetgevers de maat nemen'*.

40 Het belang van aandacht voor de interne moraal van het recht bij het ontwikkelen van wetgeving ontleent Witteveen aan de Amerikaanse rechtsfilosoof Lon Fuller, Witteveen 2014, onder meer p. 33-38.

de verdere ontwikkeling van concrete gedragsregels en/of wetgeving ter voorkoming van tunneling bij Nederlandse kapitaalvennootschappen met een controlerend aandeelhouder?

Deze onderzoeksvraag valt uiteen in de volgende deelvragen:

1. *Hoe wordt het risico van tunneling bij vennootschappen in de context van de Aandeelhoudersrichtlijn benaderd, en welke voorschriften worden in artikel 9quater Aandeelhoudersrichtlijn gehanteerd om dit risico te beperken?*
2. *Hoe wordt het risico van tunneling in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk benaderd, en in hoeverre sluit de gekozen wijze van regulering van transacties met verbonden partijen voor beursvennootschappen aan bij daar gehanteerde algemene vennootschapsrechtelijke benadering van tunneling?*
3. *Leveren de besproken wijzen van benadering van het risico van tunneling en regulering andere perspectieven op welke kunnen bijdragen aan de verdere ontwikkeling van concrete gedragsregels in het Nederlandse ondernemingsrecht?*

1.7 Onderzoeksmethode

1.7.1 *Transacties met verbonden partijen in het licht van de Aandeelhoudersrichtlijn en een vergelijking met Duitsland en het Verenigd Koninkrijk*

Het onderzoek betreft een rechtsvergelijkend onderzoek waarbij betrokken wordt de door artikel 9quater van Richtlijn (EU) 2017/828 voorgestane wijze van regulering van transacties met verbonden partijen en de benadering in wet- en regelgeving van transacties met een controlerend aandeelhouder in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk.

De keuze voor vergelijking met het Verenigd Koninkrijk is om te beginnen gemaakt omdat het eerste concept voor artikel 9quater oorspronkelijk is gebaseerd op de voorschriften voor vennootschappen met een notering aan het Premium Segment van de London Stock Exchange (LSE). Dit gegeven heeft relevantie voor het duiden van de achtergrond en de totstandkomingsgeschiedenis van artikel 9quater, mede vanwege de veronderstelde frictie die de regeling zou kunnen opleveren bij het Rijlands model vanwege de Angelsaksische herkomst van de voorschriften.⁴¹ Gedurende de implementatietermijn van Richtlijn (EU) 2017/828 vond de uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de EU plaats. Na Brexit vond in het Verenigd Koninkrijk daarnaast een brede heroverweging van alle uit de EU afkomstige wetgeving plaats.⁴² In dat verband bestond ook bijzondere aandacht voor het vestigingsklimaat voor ondernemingen, en voor het verbeteren van de aantrekkingskracht van de LSE voor beursgenoteerde ondernemingen. Hoewel het Verenigd Koninkrijk aanvankelijk wel verplicht was tot implementatie, en daartoe is overgegaan, zijn de Listing Rules van de LSE na Brexit grondig herzien. De nieuwe beursvoorschriften (UKLR 2024) zijn per 29 juli 2024 van kracht geworden. In het onderzoek zal niet de oorspronkelijke implementatie van artikel 9quater worden besproken, maar de inhoud van de in 2024 ingevoerde voorschriften. De diverse publicaties die rondom de totstandkoming van de herziene Listing Rules zijn verschenen, geven inzicht in de in het Verenigd Koninkrijk

⁴¹ Waarover paragraaf 3.1.3 inzake *legal transplants/legal irritants*.

⁴² Zie o.m. Retained EU Law (Revocation and Reform) Act 2023 van 29 juni 2023.

gehanteerde benadering van transacties met verbonden partijen bij beursgenoteerde vennootschappen en de achtergrond van de daarbij gemaakte keuzes.

De keuze voor Duitsland heeft als achtergrond dat daar bij de implementatie nadrukkelijk aandacht is besteed aan de systematische inbedding. Dit is voor Nederland met name interessant omdat het Nederlandse ondernemingsrecht net als Duitsland de Rijnlandse traditie kent, en in de literatuur in Duitsland in het totstandkomingsproces van artikel 9quater en bij de latere implementatie nadrukkelijk aandacht is besteed aan de wens te voorkomen dat de Angelsaksische achtergrond van de voorschriften het eigen model zou verstoren. Dit gegeven verhoogt de kans dat in Duitsland gehanteerde overwegingen bij implementatie van artikel 9quater ook in Nederland toepasbaar zijn.

Ten slotte heeft bij de keuze voor beide jurisdicties een rol gespeeld dat bij de benadering van corporate governance onderwerpen bij beursgenoteerde vennootschappen in de laatste decennia in Nederland een ontwikkeling gaande is (geweest) van een meer op het Duitse model aansluitende benadering naar een Angelsaksische benadering.⁴³

1.7.2 Functionele rechtsvergelijking

Voor de rechtsvergelijking wordt gekeken naar het geheel van de voorschriften die gelden voor beursgenoteerde vennootschappen bij het aangaan van transacties met verbonden partijen, met focus op de positie van de controlerend aandeelhouder. Het betreft een functionele rechtsvergelijking, betreffende de wet- en regelgeving die in de onderzochte jurisdicties bijdraagt aan het voorkomen van tunneling.⁴⁴ Daarbij wordt niet alleen gekeken naar de specifieke regels voor beursgenoteerde vennootschappen, maar ook naar de meer algemeen geldende regels ter voorkoming van het risico van tunneling, om de specifieke voorschriften in context te kunnen plaatsen. De aandacht voor de meer algemeen geldende regels is van belang om te kunnen beoordelen welke andere voorschriften (kunnen) bijdragen aan de bescherming tegen het risico van tunneling.

Onder de aanduiding *transacties met verbonden partijen* valt een brede categorie van rechtshandelingen van de vennootschap die gelden als *transactie* en een evenzo brede categorie van partijen die zijn aan te merken als verbonden partij.⁴⁵ Om het onderzoek op een overzichtelijke manier te kunnen uitvoeren ligt de focus bij de rechtsvergelijking op één type transactie, te weten een activa transactie en één type verbonden partij, namelijk de controlerend aandeelhouder. In kaart wordt gebracht welke regels gericht op beperking van het risico van tunneling van toepassing zijn in elk van de onderzochte jurisdicties. Om de overeenkomsten en verschillen te kunnen duiden wordt getracht inzichtelijk te krijgen hoe de specifieke regels voor transacties met verbonden partijen voor beursgenoteerde vennootschappen zich systematisch en conceptueel verhouden tot de meer algemene governance benadering van tunneling in de onderzochte jurisdicties. Deze algemene governance benadering wordt afgeleid uit de voorschriften ten aanzien

⁴³ Zie Overkleef Diss, IVOR 2017/103, p. 518.

⁴⁴ Over de functionele methode van rechtsvergelijking onder meer Oderkerk 2015.

⁴⁵ Zie paragraaf 3.2.2.2.

van drie bij het risico van tunneling relevante onderwerpen van corporate governance: belangenconflicten, minderheidsbescherming en kapitaal- en vermogensbescherming. Getracht is de benadering van tunneling zo objectief mogelijk te beschrijven, al kunnen daarin sociaal-culturele, economische en politieke verschillen tussen de verschillende jurisdicties herkenbaar zijn. De bruikbaarheid van de wijze van regulering van transacties met verbonden partijen in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk voor het Nederlandse ondernemingsrecht, wordt beoordeeld in het licht van de vraagstukken die in Nederland uit het juridische debat kunnen worden afgeleid, als beschreven in Hoofdstuk 2.

1.7.3 *Relevantie beursregels voor toepassing in besloten verhoudingen*

De rechtsvergelijking in dit onderzoek beperkt zich tot de regels voor kapitaalvennootschappen van het NV-type, dus de Nederlandse naamloze vennootschap, de Duitse Aktiengesellschaft en de Engelse public company. In Duitsland en het Verenigd Koninkrijk is beursnotering slechts toegestaan voor dit type kapitaalvennootschappen en dat rechtvaardigt dat bij de rechtsvergelijking voor de beschrijving van het Nederlandse hoofdstuk uitsluitend aandacht wordt besteed aan de NV. Dat beursnotering in Nederland ook mogelijk is voor een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid krijgt enige aandacht in de analyse in Hoofdstuk 7.

Vanwege de keuze voor aansluiting bij inhoud, achtergrond en wijze van implementatie van de Aandeelhoudersrichtlijn, wordt de rechtsvergelijking toegepast op de wet- en regelgeving voor beursgenoteerde vennootschappen. Het belang daarvan voor dit onderzoek ligt niet in de regels zelf, maar welke governance overwegingen ten grondslag liggen aan de gemaakte keuzes bij de vaststelling van deze wetgeving. Deze governance overwegingen hebben ook relevantie voor NV's en BV's in besloten verhoudingen. Daaraan ligt ten grondslag de opvatting dat algemene uitgangspunten van corporate governance gelden voor alle kapitaalvennootschappen. Voor het analyseren van een specifieke vraagstukken van corporate governance geeft de benadering bij beursgenoteerde vennootschappen een zuiverder inzicht. Governance problemen worden immers in meer geprononceerde vorm zichtbaar bij beursgenoteerde vennootschappen. In besloten vennootschappen bestaan veelal zowel tussen bestuurders en aandeelhouders als tussen de aandeelhouders onderling ook andere verhoudingen die de wederzijdse verwachtingen en verplichtingen beïnvloeden. Zo zal het vaker voorkomen dat enkele of alle aandeelhouders tevens bestuurder zijn. Aandeelhouders in besloten verhoudingen hebben vaak bewust gekozen voor een samenwerking, die al dan niet is vastgelegd in een (aandeelhouders-)overeenkomst. Ook familieverhoudingen tussen aandeelhouders kunnen de wederzijdse verwachtingen en de onderlinge relatie kleuren. De aanwezigheid van dergelijke onderliggende verbanden in besloten vennootschappen is vaak inherent aan de beslotenheid van de samenwerking. Voor beursvennootschappen geldt dit niet. De integriteit van het governance model staat daar voorop, ter bescherming van de beleggers in de beursgenoteerde aandelen. Indien persoonlijke of zakelijke verbanden bestaan tussen aandeelhouders enerzijds en bestuur en raad van commissarissen anderzijds, of tussen aandeelhouders onderling, gelden deze in de kern als een verstoring van het model. In wet- en regelgeving, rechtspraak en literatuur bestaat dan ook bij beursgenoteerde vennootschappen meer nadrukkelijk dan in besloten verhoudingen geïsoleerd aandacht voor het risico van verstoring van