

Valkuilen bij het bestrijden van tunneltjes

Ondernemingsrecht 2019/84

Column

De zogenoemde herziene Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (Richtlijn (EU) 2017/828; “Richtlijn”) moest door de wetgever op 10 juni 2019 in Nederlandse wetgeving zijn geïmplementeerd. Dat is niet gelukt. Het lijkt desalniettemin verstandig dat vennootschappen zich van deze regelgeving rekenschap geven. Bijvoorbeeld waar het gaat om transacties met verbonden partijen (*related party transactions*; “RPTs”).

Volgens de considerans van de Richtlijn kunnen RPTs “vennootschappen en hun aandeelhouders schade toebrengen omdat de verbonden partij mogelijk de gelegenheid krijgt om zich aan de vennootschap toebehorende waarde toe te eigenen”. Deze gedachte is niet nieuw. Jaap Winter stond al in 2001 in dit tijdschrift in een – nog altijd zeer lezenswaardige – column stil bij de mogelijke problematiek rondom RPTs.² In die column beschreef Winter dat het probleem bij vennootschappen met een controlerend aandeelhouder is dat deze betrokken grootaandeelhouder(s) een informatievoorsprong hebben ten opzichte van de overige (minderheids) aandeelhouders. De grootaandeelhouder kan zijn informatievoorsprong gebruiken door – bijvoorbeeld – met de vennootschap RPTs aan te gaan tegen voor hem voordelige voorwaarden. Dit wordt ook wel aangeduid als *tunneling* of ‘tunneltjes graven’.

De afgelopen jaren is de informatieverschaffing rondom RPTs verbeterd. Gegraven tunneltjes komen daardoor – als het goed is – (eerder) aan het licht. Zo zijn vennootschappen verplicht om in de toelichting op de jaarrekening verslag te doen van (van betekenis zijnde) RPTs die niet onder normale marktvoorwaarden – *at arms length* – zijn aangegaan.³ Voor beursvennootschappen geldt bovendien dat zij op grond van internationale jaarrekeningenvoorschriften (IAS 24) en de corporate governance code (best practice bepaling 2.7.4) aanvullende informatie moeten verschaffen over de RPTs die door haar zijn aangegaan. De implementatie van de Richtlijn voegt, voor beursvennootschappen, hieraan nieuwe regelingen toe. Onderscheid wordt daarbij gemaakt tussen RPTs die zijn aangegaan in het kader van de normale bedrijfsvoering en *at arms length* (reguliere RPTs) en RPTs die niet voldoen aan die voorwaarden (niet-reguliere RPTs). Voor de niet-reguliere RPTs komt te gelden dat deze moeten worden goedgekeurd en openbaar moeten worden gemaakt (het strenge RPT-regime van art. 2:169 BW). Voor reguliere RPTs kan worden volstaan met een periodieke beoordeling of aan de voorwaarden voor reguliere RPTs is voldaan (het lichte RPT-regime van art. 2:168 BW).

Voor het bestrijden van het graven van tunneltjes valt veel te zeggen.⁴ De Nederlandse wetgever heeft bij de implementatie van de Richtlijn echter enkele keuzes gemaakt die leiden tot onduidelijkheden. De eerste onduidelijkheid houdt verband met de invulling door de Nederlandse wetgever van het begrip “materieel”, zoals gebezigd in het voorgestelde art. 2:167 lid 3 BW. Een RPT is materieel als informatie over de transactie kwalificeert als voorwetenschap als bedoeld in (kort gezegd) art. 7 van de Marktmissbruikverordening.⁵ De voorwetenschapsdefinitie uit die

1 Steven Hijink en Lars in 't Veld zijn verbonden aan het Van der Heijden Instituut, Onderzoekscentrum Onderneming & Recht van Radboud Universiteit Nijmegen en werkzaam bij een advocatenkantoor te Amsterdam. Steven Hijink is redacteur van dit tijdschrift.

2 Jaap Winter, ‘Tunneltjes graven’, *Ondernemingsrecht* 2001, p. 217.

3 Art. 2:381 lid 3 BW.

4 Zie eerder A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, ‘De beurs-NV in den vreemde’, *Ondernemingsrecht* 2014/15.

5 Verordening (EU) nr. 596/2014. Daarnaast dient sprake te zijn van het aangegaan zijn van de transactie tussen de vennootschap en een verbonden partij.

verordening is echter niet beperkt tot informatie die betrekking heeft op, en een significante invloed kan hebben op de koers van, (financiële instrumenten van) de beursvennootschap die de transactie met de verbonden partij is aangegaan. Die voorwetenschapsdefinitie is ruimer, omdat deze zich ook uitstrekt tot informatie die – mede of alleen – betrekking heeft op (financiële instrumenten van) *andere* beursvennootschappen dan de vennootschap die de transactie is aangegaan. Het gevolg hiervan is dat indien informatie over de RPT – slechts – een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van een of meer andere beursvennootschappen, de desbetreffende RPT al zou voldoen aan het criterium van “materieel” in art. 2:167 lid 3 BW én (dus) een van de nieuw geïntroduceerde RPT-regimes van art. 2:168 of 2:169 BW van toepassing zou zijn. Dat kan niet de bedoeling van de (Europese) wetgever zijn geweest. Van een beursvennootschap kan immers niet worden verwacht dat deze onder alle omstandigheden in staat zal zijn te beoordelen of het door hem aangaan van een RPT kan leiden tot voorwetenschap bij een andere beursvennootschap. Om die reden moet de voorwetenschapsdefinitie in art. 2:167 lid 3 BW naar onze mening dan ook beperkt worden uitgelegd.

Een tweede onduidelijkheid is te vinden in het voorgestelde lichte RPT-regime van art. 2:168 BW. In dat artikel wordt gesproken over “transacties” zonder het adjectief “materieële”. Art. 2:168 BW beoogt de bepalingen uit de Richtlijn voor reguliere RPTs te implementeren. Voor dergelijke RPTs dient de raad van commissarissen (of het bestuur bij een *one tier board*) periodiek te beoordelen of – inderdaad – aan de vereiste voorwaarden voor de kwalificatie als reguliere RPT is voldaan. Tijdens de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel is de vraag opgeworpen of in art. 2:168 BW niet moet worden verduidelijkt dat het (uitsluitend) gaat om *materiële* transacties (transacties als bedoeld in art. 2:167 lid 3 BW, die voldoen aan de voorwetenschapsdefinitie). Op die suggestie heeft de minister afwijzend gereageerd door op te merken dat die verduidelijking ook niet in de Richtlijn zou zijn te vinden.⁶ Deze uitleg van de minister is niet bepaald overtuigend. In de Richtlijn kan wel degelijk een verwijzing naar “materieële” transacties worden gelezen. De uitleg van de minister zou bovendien tot gevolg hebben dat, gegeven de bewoordingen van art. 2:168 BW, *alle* transacties – materieel én niet-materieel, RPT of niet – die in het kader van de normale bedrijfsvoering en *at arms length* door beursvennootschappen worden aangegaan aan een beoordeling door de raad van commissarissen (of het bestuur bij een *one tier board*) zouden moeten worden onderworpen. Daargelaten dat dit verder gaat dan de bedoeling van de Europese wetgever zal dit voor beursvennootschappen nog een hele kluit worden.

En er zijn meer onduidelijkheden. Bijvoorbeeld in de voorgestelde uitzonderingsbepaling van art. 2:169 lid 5 BW, waarin de onbedoelde prikkel lijkt te zijn gelegen om bijzondere categorieën RPTs (moeder-dochtertransacties en bezoldigings-transacties) niet *at arms length* aan te gaan, omdat deze transacties daardoor *niet* zullen kwalificeren als reguliere RPTs en (dus) aan een lichter (lees: geen) RPT-regime zijn onderworpen dan moeder-dochtertransacties en bezoldigingstransacties die *wel* onder die voorwaarden zijn aangegaan. Ook dat kan niet de bedoeling zijn geweest van de (Europese) wetgever.

Kortom: het tegengaan van tunneltjes graven in de Nederlandse implementatiewetgeving heeft een aantal valkuilen opgeleverd. Het is te hopen dat bij het ministerie nog wat zand voorhanden is om deze gaten in de implementatiewetgeving (tijdig) te dichten voordat er ongelukken gebeuren.

6 Kamerstukken II 2018/19, 35058, 6, p. 11.