

Ministerie van Veiligheid & Justitie
Zijne excellentie mr. I.W. Opstelten
Postbus 20301
2500 EH Den Haag

Allen & Overy LLP
Apollolaan 15
1077 AB Amsterdam

Postbus 75440
1070 AK Amsterdam

Tel +31 (0) 20 674 1000
Fax +31 (0) 20 674 1111

Amsterdam, 26 mei 2014
Onderwerp **Consultatie Richtlijnvoorstel bevorderen aandeelhoudersbetrokkenheid**
Ons kenmerk /PERSONAL-RENSENG AMCO:6603202.4
Van mr. Chr. M. Stokkermans en mr. G.J.C. Rensen
Telefoon 020 - 674 1000
E-mail christiaan.stokkermans@allenovery.com en gunther.rensen@allenovery.com

Excellentie,

Met dit schrijven maakt Allen & Overy LLP gebruik van de geboden mogelijkheid om te reageren op het 'Richtlijnvoorstel bevorderen aandeelhoudersbetrokkenheid'¹ (het **Richtlijn-voorstel**). Onze reactie is toegespitst op één onderdeel: de bepaling over het toezicht van aandeelhouders op transacties die een vennootschap met verbonden partijen aangaat (**related party transactions**), zoals opgenomen in artikel 9c van het Richtlijn-voorstel.

Bij related party transactions gaat het erom dat binnen de vennootschap op een zorgvuldige manier moet worden omgegaan met tegenstrijdige belangen en dat verantwoording wordt afgelegd over de transactie en de wijze waarop daarmee is omgegaan. Het bestaande juridisch kader in Nederland voldoet wat dit betreft. Het Richtlijn-voorstel is op dit onderdeel slecht onderbouwd en pakt disproportioneel uit. Wij lichten dit graag als volgt toe.

1. Inhoud van de voorgestelde regeling

Lid 1 van het voorgestelde artikel 9c voorziet in een verplichting voor beursgenoteerde vennootschappen tot openbaar maken van related party transactions die meer dan 1% van de activa vertegenwoordigen. Ook wordt een verslag van een onafhankelijke derde voorgeschreven waarin wordt aangegeven of de transactie volgens marktconforme voorwaarden verloopt en wordt bevestigd dat zij uit het oogpunt van de (minderheids)aandeelhouders, eerlijk en redelijk is.

¹ Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2007/36/EG wat het bevorderen van de langetermijnbetrokkenheid van aandeelhouders betreft en van Richtlijn 2013/24/EU wat bepaalde onderdelen van de verklaring inzake corporate governance betreft, Brussel 9 april 2014, COM(2014) 213 final.

Lid 2 van het voorgestelde artikel 9c bepaalt dat een beursvennootschap transacties met verbonden partijen die meer dan 5% van de activa van de vennootschap vertegenwoordigen of transacties die aanzienlijke gevolgen voor de winst of omzet kunnen hebben, ter goedkeuring aan de aandeelhouders moet voorleggen. Dergelijke transacties kunnen zonder deze goedkeuring niet onvoorwaardelijk worden aangegaan. Is bij de transactie met een verbonden partij een aandeelhouder betrokken, dan wordt deze van de stemming uitgesloten.

In de toelichting op het Richtlijn-voorstel (p. 5) wordt bij artikel 9c het volgende opgemerkt:

“Transacties met verbonden partijen, dat wil zeggen transacties tussen een vennootschap en haar management, bestuurders, controlerende instanties of aandeelhouders, stellen de verbonden partij in de gelegenheid om zich ten koste van aandeelhouders, in het bijzonder aandeelhouders met een minderheidsbelang, aan de vennootschap toebehorende waarde toe te eigenen. Aandeelhouders worden op dit moment onvoldoende geïnformeerd over geplande transacties en beschikken niet over middelen om laakbare transacties tegen te houden. Aangezien institutionele beleggers en vermogensbeheerders in de meeste gevallen minderheidsaandeelhouders zijn, zouden zeggenschapsrechten ten aanzien van transacties met verbonden partijen hen beter in staat stellen hun beleggingen te beschermen.”

2. Bestaande regeling inzake besluitvorming

Op het vlak van tegenstrijdige belangen kent Nederland reeds een adequate wettelijke regeling in artikel 2:129 lid 6 BW. Deze wettelijke regeling schrijft voor dat een beursvennootschap bij de besluitvorming omtrent het aangaan van een related party transactie zorgvuldig te werk moet gaan. De bestuurder die een tegenstrijdig belang bij een related party transaction heeft, bijvoorbeeld omdat de vennootschap een transactie met zijn personal holding aangaat, moet zich binnen het bestuur onthouden van deelname aan de beraadslaging en besluitvorming over dit onderwerp. Hebben alle bestuurders een tegenstrijdig belang, dan verschuift de bevoegdheid om over de transactie te besluiten naar de raad van commissarissen. Indien ook alle commissarissen een tegenstrijdig belang hebben, is de algemene vergadering bevoegd het desbetreffende besluit te nemen.

Ook de Nederlandse Corporate Governance Code kent een soortgelijke regeling inzake tegenstrijdige belangen.

Van een tegenstrijdig belang in de zin van deze regelingen is kort gezegd sprake wanneer het aangaan van een transactie de schijn van belangenverstremgeling zou opleveren. In geval van twijfel dient buiten de potentieel geconflicteerde bestuurder of commissaris om te worden beoordeeld of diens persoonlijk belang bij de transactie moet worden aangemerkt als een tegenstrijdig belang.

Aan dit systeem ligt de gedachte ten grondslag dat slechts in de situatie dat er geen enkele niet-geconflicteerde bestuurder of commissaris is, de algemene vergadering tot besluitvorming bevoegd is. In de praktijk betekent dit dat bij een beursgenoteerde vennootschap met een adequaat vormgegeven corporate governance voor related party transactions geen goedkeuring van de algemene vergadering vereist is. Bij een adequaat vormgegeven corporate governance hoort immers dat er onafhankelijke commissarissen zijn en dat bij twijfel die onafhankelijke commissarissen beslissen hoe met mogelijke tegenstrijdige belangen moet worden omgegaan.

3. Bestaande regeling inzake transparantie

Transparantie rondom transacties waarbij tegenstrijdige belangen een rol spelen, wordt in de Nederlandse Corporate Governance Code bereikt met de verplichting om dergelijke transacties in het jaarverslag te melden. Het jaarverslag is voor eenieder toegankelijk via de website van de vennootschap of de Kamer van Koophandel. Op grond van de *International Accounting Standards* (IAS 24.18) moeten alle transacties met verbonden partijen worden vermeld (waaronder de aard van de relatie met de verbonden partij) in de jaarrekening en toegelicht opdat gebruikers van de jaarrekening de mogelijke invloed van de relatie op de jaarrekening kunnen begrijpen. Daarnaast schrijft artikel 2:381 lid 3 BW voor dat transacties die zijn verricht

met verbonden partijen² die van betekenis zijn en die niet onder normale marktvoorwaarden³ zijn geschied, worden vermeld in de toelichting op de jaarrekening. De omvang van de transactie, de aard van de betrekking met de verbonden partij en andere informatie over die transacties die nodig is voor het verschaffen van inzicht in de financiële positie van de vennootschap moeten worden vermeld. Een uitzondering is opgenomen voor 100%-dochtermaatschappijen. Deze regels voorzien derhalve in transparantie achteraf, hetgeen volstaat omdat bestuurders en commissarissen aldus over hun handelwijze ter zake verantwoording afleggen. Voor zover aandeelhouders naar aanleiding van de jaarrekening vraagtekens plaatsen bij het optreden van bestuurders en commissarissen in related party transactions staan hen verschillende middelen ter beschikking om daartegen te ageren, zowel binen als buiten het verband van de algemene vergadering.

Verder moeten op grond van best practice-bepaling II.3.4 van de Nederlandse Corporate Governance Code *alle* transacties waarbij tegenstrijdige belangen van bestuurders spelen (waaronder ook transacties die minder dan 1% van de activa vertegenwoordigen), worden aangegaan onder de in de branche gebruikelijke condities en – indien de transactie van materiële betekenis is voor de vennootschap en of de desbetreffende bestuurders – worden goedgekeurd door de raad van commissarissen. Door het pas-toe-of-leg-uit-beginsel, dat ten aanzien van de Code geldt, is het voor de aandeelhouders op voorhand kenbaar wat op dit punt van de vennootschap kan worden verwacht.

4. Beoordeling

Het Richtlijn-voorstel gaat wat betreft de besluitvormingsvereisten in een aantal opzichten aanzienlijk verder dan de bestaande regelingen. Het Richtlijn-voorstel gaat ervan uit dat elke related party transaction een tegenstrijdig belang oplevert voor alle bestuurders en commissarissen én voor de betrokken aandeelhouder. Dit is niet het geval. Er zijn veel situaties denkbaar waarin bij de transactie aantoonbaar helemaal geen tegenstrijdige belangen spelen, bijvoorbeeld omdat duidelijk is dat de transactie *at arm's length* wordt aangegaan, ook zonder dat aan alle extra vereisten van het Richtlijn-voorstel wordt voldaan.

Het Richtlijn-voorstel vereist in artikel 9c lid 2 goedkeuring van de algemene vergadering in gevallen waarin binnen bestuur en raad van commissarissen zorgvuldig met tegenstrijdige belangen is omgegaan. Dit is een wezenlijke en ons inziens ongerechtvaardigde aantasting van de wettelijke bevoegdheidsverdeling, een beperking van de zelfstandigheid van het bestuur en de raad van commissarissen die juist de taak hebben te handelen in het belang van de vennootschap. De organisatie van een algemene vergadering van een beursgenoteerde vennootschap vergt bovendien veel tijd en geld.

Ook de in artikel 9c lid 1 van het Richtlijn-voorstel voorziene *fairness* opinie leidt tot een aanzienlijke lastenverzwaring voor beursvennootschappen, omdat zij accountants, bankiers of anderen zullen moeten inschakelen voor het afgeven van dergelijke opinies. In gevallen waarin op zorgvuldige wijze met tegenstrijdig belang is omgegaan, is deze lastenverzwaring disproportioneel.

Volgens artikel 9c lid 2 van het Richtlijn-voorstel mag de betrokken aandeelhouder niet meestemmen over het goedkeuringsbesluit. Dit is een fundamentele beperking van de bevoegdheid van de aandeelhouder, die alleen in bijzondere gevallen gerechtvaardigd is. Een dergelijke rechtvaardiging bestaat ons inziens in het algemeen niet. Indien bij de transactie daadwerkelijk een tegenstrijdig belang speelt én de transactie niet wordt gedragen door niet-geconflicteerde bestuurders en commissarissen (bijvoorbeeld omdat er geen onafhankelijke commissarissen zijn) zal de vennootschap, zo kan worden afgeleid uit jurisprudentie⁴, op straffe van wanbeleid zorgvuldigheid moeten betrachten ten aanzien van de belangen van (minderheids)aandeelhouders. Ook in een dergelijke situatie is de in het Richtlijn-voorstel opgenomen regeling niet nodig om de belangen van (minderheids)aandeelhouders te beschermen.

² De wet verwijst voor de interpretatie van dit begrip naar de International Accounting Standards (IAS). Aldus wordt hiermee hetzelfde bedoeld als met 'verbonden partijen' in het Richtlijn-voorstel, dat in art. (voorgesteld) 1 sub j immers ook naar de IAS verwijst.

³ De Raad voor de Jaarverslaggeving beveelt aan om alle transacties van betekenis met verbonden partijen te vermelden (RJ 330.201).

⁴ Vgl. bijvoorbeeld HR 1 maart 2002, NJ 2002/296.

De toelichting stelt haar vertrouwen in institutionele aandeelhouders. In de praktijk zijn er tal van verschillende aandeelhouders die vooral hun eigen belangen nastreven en niet opkomen voor het belang van de vennootschap. Dat is ook niet hun wettelijke taak. Uit een algemeen oogpunt van corporate governance is een betrekkelijk willekeurige groep aandeelhouders dus niet het juiste gremium om dit soort vraagstukken op te lossen.

Het bovenstaande overziend menen wij dat, ervan uitgaande dat de corporate governance op het niveau van het bestuur en de raad van commissarissen van een beursgenoteerde vennootschap in lijn is met de wet en de Nederlandse Corporate Governance Code:

- (i) de in artikel 9c lid 1 van het Richtlijn-voorstel opgenomen openbaarmakingsverplichting en *fairness* opinie zijn overbodig en leiden enkel tot lastenverzwaring; en
- (ii) de in artikel 9c lid 2 van het Richtlijn-voorstel voorziene goedkeuring van de algemene vergadering van related party transactions is niet gerechtvaardigd en de daar bedoelde uitsluiting van de betrokken aandeelhouder van het stemrecht is dat ook niet.

Wij bepleiten dan ook dat art. 9c Richtlijn-voorstel integraal wordt geschrapt.

Hoogachtend,

Christiaan Stokkermans

Partner/notaris

Günther Rensen

Kandidaat-notaris/PSL