



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Related party transactions and corporate groups : when Eastern Europe meets the West

Romashchenko, I.

Citation

Romashchenko, I. (2020, April 1). *Related party transactions and corporate groups : when Eastern Europe meets the West*. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/87193>

Version: Publisher's Version

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/87193>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Cover Page



Universiteit Leiden



The handle <http://hdl.handle.net/1887/87193> holds various files of this Leiden University dissertation.

Author: Romashchenko, I.

Title: Related party transactions and corporate groups : when Eastern Europe meets the West

Issue Date: 2020-04-01

SAMENVATTING (DUTCH SUMMARY)

Titel: De *Related Party Transaction* en het concern: Oost-Europa treft het Westen

Hoofdstuk 1. Inleiding

Dit inleidende hoofdstuk begint met de theoretische basisbeschouwingen op het gebied van transacties met verbonden partijen (Related Party Transactions – RPT's) en de daarvoor ontwikkelde strategieën. Het verdient niet de voorkeur RPT's regelrecht te verbieden of ze weg te zetten als volledig veilige instrumenten. In plaats daarvan moeten er beperkingen en eisen gesteld worden waartoe bedrijfsfunctionarissen en overige verbonden partijen zijn gehouden wanneer zij RPT's aangaan.

Het volgende gedeelte van dit hoofdstuk is gewijd aan de algemene historische, economische en juridische achtergrond van RPT's en concerns in Oekraïne. De ontwikkeling van vennootschapsrecht in Oekraïne als een onafhankelijke staat begon met de privatiseringsprocessen die beheerst worden door de Oekraïense Wet 'inzake Privatisering van Eigendom van Staatsondernemingen' en 'inzake Privatisering van Eigendom van Niet-Grote Ondernemingen (Kleine Privatisering)'. De eerste wetten die zagen op vennootschapsrechtelijke onderwerpen, waaronder de Oekraïense Wet 'inzake Economische Vennootschappen', werden aangenomen in de jaren '90. De meest gebruikte privatiseringsmethode was massaprivatisering; net als in Polen leverde dit echter niet veel inkomsten op voor de staatsbegroting en leidde dit ook niet tot een betere corporate governance voor deze geprivatiseerde ondernemingen. Daardoor raakten geprivatiseerde vennootschappen na een eerste fase van toenemende spreiding van eigendom al snel uiterst geconcentreerd. Naast de verschillende particuliere ondernemingen en natuurlijke personen, die constructies en politieke invloed gebruikten om meerderheidsaandeelhouder te worden, heeft de staat ook haar rol als grote aandeelhouder behouden: in 2016 waren 19 van de 200 meest winstgevende ondernemingen van het land staatseigendom.

Toen de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen van kracht werd in april 2009, had de agressieve concentratie van bedrijfseigendom via privatisering reeds plaatsgevonden. Het Oekraïense Burgerlijk Wetboek van 2003, dat enkele wijzigingen teweegbracht op het gebied van vennootschapsrecht, kon niet voorkomen dat er frauduleuze zakelijke praktijken ontstonden. Tunneling door middel van self-dealing werd een wijdverspreid fenomeen. Werknemers met een minderheidsbelang met steeds meer versnipperde aandelen hadden geen middelen om invloed uit te oefenen op de beslissingen van meerderheidsaandeelhouders. Destijds konden de bepalingen van de Wet inzake Kapitaalvennootschappen, waarin goedkeuringswaarborgen voor RPT's zijn opgenomen (artikel 71), niet het gewenste beschermende effect bieden voor minderheidsaandeelhouders. Beoordelingsrechten bestonden op dat moment niet in naamloze vennootschappen. Bovendien hadden minderheidsaandeelhouders de reputatie opgebouwd dat zij kennelijk ongegronde rechtsvorderingen instelden. Door dit obstakel zag de wetgever zich in 2011 genoodzaakt de bescherming van rechten van minderheidsaandeelhouders verder in te perken door afgeleide acties te verbieden.

Een nieuwe wetgevende tendens ten aanzien van RPT's en de tenuitvoerlegging daarvan ontstond in 2015, toen de Oekraïense Wet 'inzake Wijziging van Bepaalde Wetgevingshandelingen in Oekraïne ter Bescherming van Beleggers' werd aangenomen. Deze wet werd van kracht op 1 mei 2016 en daarin werden afgeleide acties formeel toegestaan voor aandeelhouders die 10 procent of meer van het aandelenkapitaal bezaten. De wijzigingen ten

aanzien van afgeleide acties betekenden slechts één rechtsmiddel: schadevergoeding voor schade toegebracht door bedrijfsfunctionarissen. Naast de introductie van afgeleide acties heeft de Wet vanaf 7 april 2015 de regulering van RPT's aangescherpt met andere belangrijke nieuwe elementen: het begrip belanghebbende, openbaarmakings- en procedurewaarborgen en regels inzake verplichte buy-outs (beoordelingsrechten).

Het hoofdstuk gaat vervolgens verder met een beschrijving en bespreking van de wettelijke regeling van RPT's in Oekraïense naamloze vennootschappen vanuit historisch en vergelijkend perspectief. Er worden drie hoofdstadia aangedragen in de ontwikkeling van wetgeving inzake RPT's in naamloze vennootschappen gedurende het bestaan van Oekraïne als onafhankelijke staat: (a) regelgeving vóór de uitvaardiging van de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen (voor 29 april 2009); (b) regelgeving na de uitvaardiging van de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen, maar vóór de uitvaardiging van de wijzigingen van 2015 (29 april 2009 - 30 april 2016); en (c) regelgeving na de uitvaardigen van de wijzigingen van 2015 (na 1 mei 2016). De wijzigingen van 2015 hebben onder meer de definitie van belanghebbenden in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen veranderd, een minimumdrempel voor de toepassing van goedkeurings- en openbaarmakingsvereisten vastgesteld en een nieuwe versie van de gevolgen van niet-naleving van de procedurevereisten geïntroduceerd. De regelgeving inzake RPT's in besloten vennootschappen in Oekraïne was onderhevig aan wijzigingen in de Oekraïense Wet inzake Vennootschappen met Beperkte Aansprakelijkheid, die in 2018 werd geïntroduceerd, in plaats van de Oekraïense Wet 'inzake Economische Vennootschappen'. De Oekraïense Wet inzake Vennootschappen met Beperkte Aansprakelijkheid bevat nieuwe bepalingen ten aanzien van belangenverstrengeling en stelt optionele regels ten aanzien van RPT's voor.

Naast de uiteenzetting van de theoretische en wettelijke uitgangspunten voor het onderzoek komen in hoofdstuk 1 de onderzoeksvragen en -methodologie aan bod, wordt de redenering achter de keuze van rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt toegelicht en wordt een beknopt overzicht van het proefschrift gegeven.

De hoofdonderzoeksvraag is: *Welke oplossingen kunnen de wetten van Duitsland, Polen, Nederland en de EU bieden om bij te dragen aan de oplossing van de problemen met RPT's binnen en buiten concerns in Oekraïne en de huidige regelgeving in Oekraïne efficiënter te maken?*

Op basis van de hiervoor aangegeven hoofdonderzoeksvraag vallen de volgende sub-onderzoeksvragen binnen het bereik van het onderzoek:

1. Wat is de betekenis van RPT's en hoe verhouden RPT's zich tot andere verwante termen?
2. Welke normen worden er in Polen, Duitsland en Nederland gehanteerd om de problemen met RPT's op te lossen? Welke van deze normen zouden moeten worden overgenomen door Oekraïne?
3. Hoe zijn concerns geregeld in Polen, Duitsland en Nederland?
4. Onder welke omstandigheden kunnen de Duitse, Poolse en Nederlandse RPT-strategieën met succes in Oekraïne worden toegepast?
5. Zijn er niet-klassieke strategieën die niet vallen onder de groepen strategieën om met RPT's om te gaan, zoals beschreven in de literatuur, en die wel nuttig zouden zijn om over te nemen in Oekraïens vennootschapsrecht?
6. Zou regelgeving niet alleen gegeven moeten worden voor RPT's, maar ook voor de ruimere 'conflicterende' transacties tussen spelers rondom vennootschappen (bijvoorbeeld transacties tussen een dochtermaatschappij van een vennootschap en derden)?
7. Wat zou het toepassingsbereik van de regels inzake RPT's in Oekraïne dienen te zijn: (1) alle aandelenvennootschappen (naamloze en besloten vennootschappen), (2) alleen naamloze vennootschappen, (3) alleen beursgenoteerde naamloze vennootschappen, of zelfs (4) grote ondernemingen en grote concerns ook al zijn ze niet beursgenoteerd, aangezien hun zakelijke inspanningen ook een belangrijke maatschappelijke impact hebben ('national champions')?

Oekraïens vennootschapsrecht dient als het uitgangspunt voor het onderzoek. Naast Oekraïne zijn de volgende rechtsgebieden voor analyse gekozen: Nederland, Duitsland, Polen en de gehele EU. Deze rechtsgebieden zijn geselecteerd om verschillende redenen, waaronder de naburigheid van hun rechtssystemen, hun historische en geografische verbondenheid en hun succesvolle prestaties in het creëren van marktvoorwaarden en afstemmen van nationale wetgeving op de vereisten van EU-wetgeving.

Een van de redenen voor juridische transplantaties vanuit deze rechtsgebieden is de structuur van bedrijfseigendom aldaar. De economieën van continentaal Europa worden gekenmerkt door steeds meer geconcentreerde blockholdings. Onder de landen waarop dit onderzoek zich richt, werd Duitsland gemeld als het land met de hoogste mate van eigendomsconcentratie in beursgenoteerde vennootschappen, waarbij het gemiddelde aandelenbezit van de grootste blockholder 57 procent bedroeg. Dit getal dateert van 2001, maar de trend in de richting van grote blockholders in grote ondernemingen is al veel eerder ontstaan. Alhoewel deze gegevens misschien veranderd zijn, is de status van familiebedrijven als invloedrijke aandeelhouders door de jaren heen hetzelfde gebleven, terwijl de rol van banken is afgenomen.

Net als Duitsland heeft Nederland een lange traditie van aandelenmarkten. Ondanks de overeenkomsten, waaronder het gebruik van medezeggenschapsmodellen ter bescherming van werknemers, heeft de Nederlandse aandelenmarkt enkele unieke kenmerken die amper in andere landen te vinden zijn. In Nederland is een concentratie van kapitaal te zien, maar deze is niet zo sterk als in Duitsland. Daarnaast is het percentage van het aandelenkapitaal dat in eigendom is van buitenlandse investeerders hoog.

Meer dan in Duitsland en Nederland geldt dat in Polen de staat één van de belangrijkste marktspelers is geweest sinds het einde van het communistisch bewind. Privatiseringsprocessen in de jaren '90 zorgden ervoor dat openbare rijkdom overging in particuliere handen en de staat langzamerhand haar positie als belangrijke aandeelhouder verloor. In 2002 was de gemiddelde grootste blockholding in Poolse beursgenoteerde vennootschappen 39-45 procent. Voor Duitsland en Nederland lagen deze cijfers op dat moment hoger (respectievelijk 57 en 43,5 procent), maar deze markten werden snel daarna meer versnipperd door verschillende factoren, waaronder internalisatieprocessen en wijzigingen in het aandelenbeleid van institutionele beleggers, waaronder banken.

Hoofdstuk 2. Belangenverstrengeling in corporate governance en soorten verstrengeling

Hoofdstuk 2 behandelt wat er wordt verstaan onder een belangenverstrengeling en welke soorten daarin kunnen worden onderscheiden. Dit deel van het werk begint met een verwijzing naar de gebieden waarin belangenverstrengeling zich kan voordoen, gaat vervolgens in op hoe belangenverstrengeling en fiduciaire plichten zich onderling verhouden en wie de belangrijkste houders van fiduciaire plichten zijn, en sluit af met een onderdeel over regelgevende oplossingen voor belangenverstrengeling.

Corporate governance en overige gebieden van belangenverstrengeling

Belangenverstrengeling kan zich voordoen op verschillende terreinen, waaronder corporate governance en financiële dienstverlening. In sommige vennootschappen vormen de genoemde twee terreinen twee lagen van verstrengeling. Zo domineren bij publiekrechtelijke kredietinstellingen de onderwerpen eigendom en zeggenschap de eerste laag (corporate governance), terwijl de relatie tussen cliënt en manager in de tweede laag (financiële dienstverlening) essentieel is.

Wanneer er in een bepaalde situatie sprake is van een belangenverstrengeling dient de ene partij een belang te hebben dat in strijd is met het belang van een andere partij namens wie de eerste partij handelt en waarvan de behartiging per definitie een negatief effect heeft op het laatstgenoemde belang. In het vennootschapsrecht vindt belangenverstrengeling haar oorsprong in eigendom en zeggenschap, zogezegd gescheiden begrippen, volgens de klassieke studie van Berle en Means. Deze twee categorieën verwijzen naar twee hoofdgroepen van stakeholders in vennootschappen: aandeelhouders en managers. Hun belang in de vennootschap staat buiten kijf; hun handelingen kunnen echter verschillende gevolgen hebben, aangezien zij de vennootschap kunnen bewegen richting welvaart, maar ook richting faillissement.

Belangenverstrengeling en fiduciaire plichten

Voor een juridisch relevante belangenverstrengeling is het niet voldoende om vast te stellen dat er in de ogen van een persoon sprake is van verstrengelde belangen. Er dient meer te zijn, namelijk een daadwerkelijke schending van een loyaliteitsplicht. Zowel managers als aandeelhouders kunnen een loyaliteitsplicht hebben als een van hun fiduciaire plichten. Een van de kernbeginselen van fiduciaire relaties is dat deze gebaseerd zijn op vertrouwen. De ambiguïteit die centraal staat in iedere fiduciaire relatie en die de begunstigde kwetsbaar maakt, is gelegen in het feit dat de fiduciair geen concrete instructies heeft over hoe te handelen. Hoe specifieker de verplichtingen van de bestuurder zijn benoemd, hoe groter de kans dat er een onderdeel over het hoofd wordt gezien. De mogelijke soorten fiduciaire misdragingen zijn net zo talrijk en onvoorzienbaar als hun tegenhangers, namelijk succesvolle zakelijke beslissingen die leiden tot gunstige resultaten.

Het onderzoek gaat uit van de vooronderstelling dat de loyaliteitsplicht en de zorgplicht beide worden aangemerkt als fiduciaire plichten. De zorgplicht ziet op de maatstaf van een zorgvuldig manager en vindt haar weerspiegeling in de regel van zakelijk oordeel. De loyaliteitsplicht is gericht op het voorkomen van belangenverstrengeling. Een bestuurder die in strijd met de zorgplicht handelt, handelt niet noodzakelijkerwijs in strijd met de loyaliteitsplicht, aangezien inefficiënte zakelijke beslissingen van bestuurders niet altijd opzettelijke worden genomen. Net als de zorgplicht is de loyaliteitsplicht een ‘maatstaf’.

Managers hebben een loyaliteitsplicht, maar het probleem is dat het niet altijd duidelijk is wie de opdrachtgever is. Er zijn twee belangrijke theorieën ten aanzien van belangen die managers zouden moeten nastreven: de theorie van de aandeelhouders en die van de stakeholders. In zowel Nederland als Duitsland ziet men dat de theorie van de stakeholders overheerst. In het Verenigd Koninkrijk en de VS daarentegen prevaleert de aandeelhouderstheorie. Beide theorieën brengen uitdagingen met zich mee ten aanzien van het omgaan met belangenverstrengeling doordat zij onder andere de lijn tussen ‘rechtmatige’ en ‘onrechtmatige’ belangen vertroebelen. De voorgestelde oplossing om het begunstigtenprobleem aan te pakken is prioriteit toe te kennen aan de doelstellingen voor waardecreatie op de lange termijn zoals geponeerd door de Long Governance-theorie, die geïmplementeerd is in de herziene Nederlandse Corporate Governance Code.

In Duitsland wordt een loyaliteitsplicht toegekend aan aandeelhouders in verschillende vennootschapsvormen, waaronder besloten vennootschappen (GmbH's) en naamloze vennootschappen (AG's), en komt voort uit de gaandeweg ontwikkelde jurisprudentie. In Nederland hebben aandeelhouders in plaats van een loyaliteitsplicht een mate van autonomie, die haar oorsprong kent in jurisprudentie en zachte wetgeving. Deze autonomie wordt beperkt door de maatstaven van redelijkheid, billijkheid en machtsmisbruik zoals uiteengezet in artikel 2:8 BW. In Oekraïense naamloze vennootschappen wordt het toepassingsbereik van de loyaliteitsplicht van aandeelhouders beperkt door het leerstuk van verplichte procedurele waarborgen voor RPT's, terwijl deze vereisten in besloten vennootschappen volledig facultatief zijn.

Regelgevende oplossingen voor belangenverstrengeling

Op EU-niveau kunnen er verschillende instrumenten worden vastgesteld die zien op belangenverstrengeling in vennootschapsrecht, waaronder de Overnamerichtlijn, Aanbeveling van de Commissie 2004/913/EG en Aanbeveling van de Commissie 2005/162/EG.

Op de grens tussen de geharmoniseerde normen in EU-verband en nationaal vennootschapsrecht wordt een speciale plek ingenomen door Corporate Governance Codes (CGC's) die specifiek zien op belangenverstrengeling van bestuurders. De grondslag voor naleving van CGC's verschilt per Lidstaat. De juridische grondslag voor naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code ligt in het BW, terwijl deze functie in Duitsland vervuld wordt door de Duitse Wet op Aandelenvennootschappen (AktG). Hoewel in Duitsland en Nederland de CGC's als afzonderlijke instrumenten bestaan die niet noodzakelijkerwijs aan een bepaalde instelling of een bepaald lichaam zijn verbonden behalve de toezichthoudende commissies die de codes herzien, is er in Polen soortgelijke regelgeving die het terrein vormt van de Effectenbeurs van Warschau en diens 'WSE Best Practice'. Terwijl de Nederlandse, Duitse en Poolse CGC's een stevige basis hebben in EU-wetgeving, missen de Oekraïense Beginselen van Corporate Governance dit kenmerk, hetgeen derhalve van invloed is op hun betekenis in de praktijk. Dit wordt bevestigd door het gebrek aan gerechtelijke uitspraken die naar voornoemde Beginselen verwijzen. Bovendien dekt de Nederlandse CGC, in tegenstelling tot de Duitse CGC en de Beginselen van Corporate Governance, een breder scala aan vennootschappelijke betrekkingen doordat zij ook aandacht besteedt aan belangenverstrengeling waarbij aandeelhouders met 10 procent of meer van het aandelenkapitaal zijn betrokken.

Het is aantoonbaar correcter om te zeggen dat RPT's belangenverstrengeling impliceren, aangezien verbonden partijen extra voordelen van de vennootschap kunnen krijgen, dan te zeggen dat RPT's een soort belangenverstrengeling zijn, omdat gunstige RPT's ook mogelijk zijn. Dat gezegd hebbende met betrekking tot RPT's en in navolging van de analyse van CGC's, kunnen de volgende soorten belangenverstrengeling worden onderscheiden: (a) gebruik van de zakelijke mogelijkheden van de vennootschap en concurrentie met de vennootschap (in deze categorie vallen transacties die de financiën van de vennootschap raken, maar niet de transacties tussen de vennootschap en aan haar verbonden partijen); (b) gebruik van eventuele voordelen van de vennootschap en het verlenen van eventuele voordelen aan derden (ook binnen RPT's). Deze soorten belangenverstrengeling impliceren inherent de negatieve consequenties voor de vennootschap die gepaard gaan met het begrip belangenverstrengeling an sich. Bovendien geldt dat het niet uitmaakt voor de vennootschap of de bestuurder als verbonden partij voordelen van derden ontvangt, zolang dit niet schadelijk is voor de vennootschap. Dat is de reden dat ongeacht of een bestuurder een aanvullende vergoeding ontvangt, men zonder twijfel kan beweren dat zijn of haar gedrag een belangenverstrengeling betreft indien het gedrag doelgericht schadelijk is voor de vennootschap en gunstig voor een derde.

Het onderscheid tussen het verbod op het gebruik van zakelijke mogelijkheden en het concurrentieverbod is niet altijd duidelijk. Een onderscheid kan worden gevonden in de Duitse CGC, de Oekraïense Beginselen van Corporate Governance en de Nederlandse CGC. Bovendien zijn er wettelijke bepalingen inzake het concurrentieverbod te vinden in de AktG en het Poolse Wetboek van Handelsvennootschappen (KSH). In tegenstelling tot Duitsland en Polen heeft Nederland geen specifieke wettelijke regeling die het gebruik van zakelijke mogelijkheden verbiedt (anders dan de Nederlandse CGC). Ondanks het onderscheid tussen deze begrippen in de CGC's kan er voldoende bewijs worden gevonden in de literatuur en jurisprudentie om de conclusie te rechtvaardigen dat het gebruik van zakelijke mogelijkheden tevens concurrentie met de vennootschap door de belanghebbende omvat. Deze conclusie vloeit voort uit de kern van het begrip: concurrentie met de vennootschap impliceert activiteit, hetgeen dicht bij de onderneming van de vennootschap ligt. Indien zakelijke mogelijkheden zien op de activiteit in de onderneming (enge benadering), dan omvatten zij waarschijnlijk ook niet-concurrerende gedragingen. Bij een ruime benadering geldt dat, wanneer dit soort verstrengeling zowel binnen als buiten de

onderneming van de vennootschap het gebruik van zakelijke mogelijkheden omvat, er zeker bepaalde zakelijke mogelijkheden zijn die buiten het bereik van concurrerende activiteit vallen. Deze ruime benadering is bevestigd in de Duitse rechtspraak, terwijl het leerstuk van zakelijke mogelijkheden in Nederland, Polen en Oekraïne een engere toepassing heeft en zich niet uitstrekt tot de toe-eigening van zakelijke mogelijkheden voor persoonlijke doeleinden.

Er is ook sprake van enige ambiguïteit ten aanzien van concurrentie jegens de vennootschap door voormalige bestuurders na uitdiensttreding: men is het niet unaniem eens hoe betrekkingen na uitdiensttreding beter kunnen worden gekwalificeerd. Indien een arbeidsovereenkomst beperkingen vermeldt ten aanzien van het gebruik van zakelijke mogelijkheden na beëindiging van het dienstverband, zijn de gevolgen vrij duidelijk. Zo niet, dan kan de interpretatie van de betrekking een heel andere uitkomst hebben en is het grotendeels afhankelijk van het rechtsgebied. In tegenstelling tot Duitsland, bevat de Poolse, Oekraïense en Nederlandse wetgeving geen dwingende bepaling die uit dienst tredende bestuurders een concurrentieverbod oplegt, tenzij de arbeidsovereenkomst natuurlijk aldus bepaalt.

Belangenverstrengeling kan worden onderverdeeld in directe en indirecte verstrengeling. Indirecte belangenverstrengeling doet zich voor in situaties waarin het niet een bestuurder of een aandeelhouder is die betrokken is bij een transactie met de vennootschap, maar verbonden partijen van de bestuurder of de aandeelhouder, bijvoorbeeld een vennootschap waarover zij zeggenschap hebben. In Duitsland en Polen wordt in de wet minder aandacht besteed aan indirecte dan aan directe belangenverstrengeling, aangezien de wetgevers die de regels hebben opgesteld werden geleid door het rechtszekerheidsbeginsel. In Nederland wordt de indirecte belangenverstrengeling kort vermeld in de wet, maar de nadere toelichting kan worden gevonden in zaken waarover de rechter zich heeft uitgesproken. In Oekraïne bestaat de regelgeving inzake directe belangenverstrengeling naast de regelgeving inzake indirecte belangenverstrengeling, zoals vormgegeven in de procedurevereisten voor naamloze vennootschappen (in mindere mate voor besloten vennootschappen) en de ruime plichten van bedrijfsfunctionarissen van besloten vennootschappen, op grond waarvan zij verplicht worden op de hoogte te zijn van eventuele transacties van aan hen gelieerde personen die kunnen worden aangemerkt als betrekking hebbend op de nakoming van de plichten van de functionaris. Laatstgenoemde vereisten lijken nogal bezwarend te zijn. Een transactie tussen een gelieerde persoon en een derde is niet noodzakelijkerwijs schadelijk voor de vennootschap zelf, als er enkele deelkenmerken van belangenverstrengeling missen. Het verdient derhalve aanbeveling om het nadelig effect van voordeel aan de bewoording van een bepaling toe te voegen, waarbij de voordelen die door bedrijfsfunctionarissen en aan hen gelieerde personen van derden worden ontvangen worden gelijkgesteld aan belangenverstrengeling, anders legt de ruime interpretatie van belangenverstrengeling, zoals geïntroduceerd door de wet, een onevenredige last op de schouders van de bedrijfsfunctionarissen.

Hoofdstuk 3. Algemene kenmerken van RPT's

Terwijl hoofdstuk 2 zich richt op belangenverstrengeling in het algemeen, is hoofdstuk 3 meer specifiek gewijd aan RPT's, de hoofdkenmerken ervan en de betreffende regelgeving. Voor een goed begrip van RPT's in alle onderzochte rechtsgebieden is het vereist te begrijpen wat de betekenis is van een verbonden partij, en daarom gaan de eerste drie onderdelen van dit hoofdstuk uitvoerig in op wetten, CGC's en overige bronnen om te inventariseren waar het bij een verbonden partij om draait en hoe dit concept in de verschillende bronnen wordt geïnterpreteerd. Bijzondere nadruk wordt gelegd op IAS 24 als uitgangspunt voor de analyse van het concept van een verbonden partij. Onderdeel 4 van dit hoofdstuk is gericht op de voorwaarden van RPT's en onderdeel 5 is gewijd aan een vergelijkende analyse van RPT's met soortgelijke instrumenten.

Het concept 'verbonden partij' als bepaald in IAS 24 en CGC's

De beschouwingen die volgen vloeien voort uit een analyse van de IAS-grondslagen, de CGC's in de rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt en de Oekraïense Beginselen van Corporate Governance.

Ten eerste vermelden de Beginselen slechts functionarissen en hun verbonden partijen als degenen die verstrengelde belangen kunnen hebben. Zij gaan, net als de Duitse CGC, totaal voorbij aan aandeelhouders, in tegenstelling tot hoe dit probleem aangepakt wordt in de Nederlandse CGC en de WSE Best Practice.

Ten tweede maken de Beginselen slechts melding van verbonden partijen, zonder toe te lichten hoe ruim en op basis van welke criteria dit begrip dient te worden geïnterpreteerd. Het is niet geheel duidelijk of en in welke mate onder verbonden partijen tevens familieleden van functionarissen worden begrepen, of rechtspersonen waarin functionarissen zeggenschap, gezamenlijke zeggenschap of aanzienlijk invloed hebben ook aangemerkt worden als verbonden partijen en of andere bronnen, te weten de IAS-grondslagen of formele wetten die deel uitmaken van nationale wetgeving, hierbij meer helderheid kunnen verschaffen.

Ten derde gaan transacties met belangenverstrengeling als vermeld in de Beginselen niet alleen over transacties waarbij verbonden partijen strikt genomen partij zijn bij deze transacties, maar verwijzen zij ook naar transacties waarbij partijen slechts optreden als vertegenwoordigers of hulppersonen, of een vergoeding ontvangen van een partij bij een overeenkomst, oftewel transacties met belangenverstrengeling behelzen een ruimere lijst van transacties. Ze zijn niet slechts beperkt tot RPT's.

Ten slotte dienen er enkele opmerkingen te worden gemaakt over hoe IAS 24 en de CGC's zich tot elkaar verhouden. Alhoewel IAS 24 in zekere zin een engere interpretatie kent van het begrip verbonden partijen dan sommige bepalingen van de Nederlandse CGC, waarin ook verwezen wordt naar bloed- en aanverwanten tot in de tweede graad, is IAS 24 over het algemeen gedetailleerder dan de CGC en zeker duidelijker dan de Oekraïense Beginselen van Corporate Governance in de definitie van verbonden partijen. Naast natuurlijke personen als verbonden partijen, heeft het begrip ook betrekking op rechtspersonen die verbonden zijn aan de verslaggevende entiteit via verschillende vormen van verbondenheid.

Het concept 'verbonden partij' ingevolge Oekraïens recht

In onderdeel 3.3 worden Oekraïense wetten nader bekeken om een uitgebreid overzicht te geven van de manier waarop RPT's zijn geregeld in Oekraïne. De volgende wetten zijn in grote lijnen uiteengezet en bestudeerd: de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen, de Oekraïense Wet inzake Vennootschappen met Beperkte Aansprakelijkheid, het Oekraïense Wetboek van Belastingrecht, het Oekraïense Wetboek van Economisch Recht, de faillissementswetten en de nationale verslaggevingsregels. De Oekraïense wetgeving hanteert geen op zichzelf staande eenvormige definitie van verbonden partijen, maar benut verschillende begrippen, waaronder belanghebbenden en gelieerde personen, met verschillende betekenissen afhankelijk van de context en doeleinden. Het begrip dat het nauwst verbonden is met vennootschapsrecht is het begrip belanghebbende, zoals gebruikt in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen, de Oekraïense Wet inzake Vennootschappen met Beperkte Aansprakelijkheid en in de wet inzake faillissementsprocedures. Op hun beurt zijn verbonden partijen onderworpen aan regelgeving van verslaggevings- en belastingrecht. Ondanks de aandacht die is besteed aan de gebruikte formulering, of de vorm van de begrippen, is de inhoud ervan van grotere zorg. Ten aanzien van de inhoud van de begrippen is er namelijk geen uniformiteit.

Het concept belanghebbende ingevolge het Oekraïens Wetboek inzake Faillissementsprocedures is veel ruimer dan het concept dat wordt beschreven in de Oekraïense

Wetten inzake Kapitaalvennootschappen of Vennootschappen met Beperkte Aansprakelijkheid. Belanghebbenden aan de kant van de schuldenaar zijn niet beperkt tot verwanten van de schuldenaar, functionarissen van de instellingen van de schuldenaar, partijen die zeggenschap hebben over de schuldenaar, waarin de schuldenaar zeggenschap heeft of waarin een derde zeggenschap heeft die ook zeggenschap heeft over de schuldenaar. Hieronder vallen alle oprichters en aandeelhouders van de schuldenaar (indien de schuldenaar een rechtspersoon is), rechtspersonen die zijn opgericht door of eigendom zijn van de schuldenaar en de hoofdaccountant van de schuldenaar – zowel de huidige accountant als eventuele hoofdaccountant die drie jaar voorafgaand aan de faillissementsprocedure is ontslagen. Bovenal geldt dat dit geen uitputtende lijst is, en als er redelijke gronden bestaan om een bepaalde partij als belanghebbende aan te merken, zij dan ook zo worden beschouwd. Volgens het Wetboek inzake Faillissementsprocedures kan een transactie met belang nietig worden verklaard door de economische rechtbank indien deze gedurende de drie jaar voorafgaand aan het begin van de faillissementsprocedure is aangegaan. In dit geval staat de mogelijkheid tot het vernietigen van een transactie met belang die is aangegaan met een belanghebbende niet noodzakelijkerwijs in redelijke verhouding tot de onduidelijke en overmatig ruime criteria waarop de definitie van een belanghebbende is gebaseerd.

De volgende verschillen komen naar voren bij de vergelijking van de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen en IAS 24 ten aanzien van de vraag of natuurlijke personen kunnen worden erkend als verbonden partijen.

Ten eerste geldt dat de begrippen ‘zeggenschap’ en ‘invloed van betekenis’ in het kader van IAS 24 en IAS 28 kunnen worden geïnterpreteerd als aandelenbezit met tenminste 20 procent van de stemrechten of 20 procent van het aandelenkapitaal indien het ‘één aandeel-één stem’-principe geldt, dat momenteel in Oekraïne wordt gehanteerd. In de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen is deze drempel 25 procent of meer van het aandelenkapitaal.

Ten tweede kan ‘invloed van betekenis’ conform de vereisten van IAS 24 niet alleen worden gebaseerd op vennootschappelijke of officiële plichten, maar ook op de wet of een overeenkomst. De Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen noemt geen gevallen, althans niet expliciet, waarin een persoon wordt beschouwd als belanghebbende ingevolge de vereisten in de wet of voorwaarden van een overeenkomst.

Ten derde geven IAS 24 en de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen verschillende opsommingen van nauwe verwanten. Het unieke van IAS 24 ligt in het feit dat deze verwijst naar partners, hun kinderen en afhankelijke familieleden als naar naaste familieleden, maar geen uitputtende lijst bevat. Op haar beurt bepaalt de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen dat naaste familieleden tevens ouders (en adoptieouders), voogden, broers, zussen en echtgenotes (echtgenoten) van kinderen omvatten.

Over het algemeen verwijzen alle in dit onderzoek geanalyseerde wetten van Oekraïne recht gewoonlijk naar de echtgenoot/echtgenote en kinderen van de persoon als verbonden (d.w.z. belanghebbende) partijen. Zowel de echtgenote/echtgenoot als de kinderen kunnen gemakkelijk invloed uitoefenen op beslissingen van die persoon en hem of haar ertoe kunnen bewegen om op een bepaalde manier te handelen. Om die reden is het logisch om transacties met echtgenoten/-s of kinderen van een persoon te behandelen als transacties met de persoon zelf. Op andere punten bestaat er minder unanimiteit over het aanmerken van bepaalde personen als verwant of verbonden. Broers en zussen worden niet altijd gezien als verbonden partijen. Broers en zussen hebben bloedbanden met een bepaalde persoon, maar deze banden zijn van zijdelingse aard en zijn geen rechtstreekse relaties, zoals bijvoorbeeld te zien is bij relaties tussen ouders en kinderen. Zijlijnen hebben eerder een horizontale dan verticale strekking, hetgeen de reden zou kunnen zijn dat er minder vaak naar verwezen wordt in de wetgeving. In horizontale relaties hebben mensen niet altijd de macht om hun wil op te leggen aan de andere deelnemer in deze relatie.

In het kader van procedurele waarborgen ingevolge de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen wordt onder Belanghebbenden geen zeggenschap hebbende personen

(uiteindelijk gerechtigden) begrepen. Tegelijkertijd omvatten gelieerde personen van belanghebbenden wel zeggenschap hebbende personen. Het concept zeggenschap in de zin van de Oekraïense Wet ‘inzake Bescherming van Economische Concurrentie’ en zoals gebruikt in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen, vereist dat moet worden vastgesteld wie de personen zijn die beslissende invloed hebben op de governance en activiteiten van de vennootschap, maar legt desalniettemin voornamelijk nadruk op de formele criteria. Het volgt niet duidelijk uit het laatstgenoemde concept dat de uiteindelijk gerechtigden moeten worden vastgesteld. Onder deze omstandigheden kunnen zich anekdotische situaties voordoen, waarin een persoon die zeggenschap heeft in een vennootschap via andere middelen dan aandelenbezit niet gezien wordt als verbonden partij in de zin van de procedurele waarborgen. Dit hypothetische bewijs toont aan dat het begrip belanghebbende in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen grotendeels voorbijgaat aan zeggenschap hebbende partijen als verbonden partijen, behalve in situaties waarin de zeggenschap gebaseerd is op aandelenbezit.

Voorwaarden van RPT's

Onderdeel 3.4 neemt afstand van het subjectieve element en beweegt zich richting het meer inhoudelijke aspect van RPT's; het gaat namelijk in op de voorwaarden van RPT's en soorten RPT's. In tegenstelling tot IAS 24 leggen de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen en de wetten van de Nationale Beleggings- en beurscommissie (NSSMC) niet verder uit welke soorten transacties gedekt worden door hun vereisten en verwijzen eenvoudigweg naar transacties inzake de levering van goederen of diensten of betaling van gelden. De procedurele waarborgen die zijn opgenomen in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen (goedkeuring door de raad van commissarissen of de algemene vergadering van aandeelhouders) zijn alleen van toepassing wanneer de waarde van de transactie meer bedraagt dan 1 procent van het vermogen van de vennootschap volgens de jaarrekening van de vennootschap. Het verbinden van procedurele vereisten voor RPT's aan het minimuminkomen kan echter inefficiënt blijken in situaties waarin het minimuminkomen door snelle inflatie en een neergaande economie achter zou blijven bij de daadwerkelijke economische omstandigheden, waardoor het te laag zou zijn om gebruikt te kunnen worden als een eerlijke indicator.

Nog een factor naast de transactiewaarde die van belang is met het oog op het toezicht op de verbonden partij is de aard van de transactie. Er kan bijvoorbeeld worden aangevoerd dat sommige van deze overeenkomsten, namelijk transacties om onroerend goed te verkrijgen of goederen of diensten te genieten, waarbij geen wederzijdse prestatie wordt verwacht, in wezen schadelijk zijn voor een vennootschap.

RPT's en soortgelijke instrumenten

Onderdeel 3.5 bespreekt andere constructies die vergelijkbaar met RPT's lijken te zijn, maar die kenmerken hebben waardoor ze niet gelijkgesteld kunnen worden met RPT's. Deze constructies, die een bijzondere regeling vergen en niet binnen het bereik van dit onderzoek vallen, zijn interne verrekenprijzen en handel met voorkennis. Sommige begrippen zijn onlosmakelijk verbonden met RPT's of worden vaak gezien als synoniemen, zoals transacties met zichzelf (self-dealing), tunneling, propping, transacties met zelfbelang en transacties met belang.

Self-dealing en tunneling hebben een negatieve betekenis en worden gebruikt om situaties te beschrijven waarin bestuurders en/of meerderheidsaandeelhouders bedrijfsvermogen naar zichzelf wegsluizen in plaats van deze ten gunste te laten komen van andere stakeholders. Er zijn twee belangrijke standpunten over hoe self-dealing en tunneling inhoudelijk met elkaar verbonden zijn.

Het eerste standpunt houdt in dat self-dealing een ruimere term is. In deze benadering, doet tunneling zich hoogstwaarschijnlijk voor in de vorm van transacties. Naast tunneling betreft self-dealing ook andere vormen van opportunisme op bestuurs- of aandeelhoudersniveau, met name verwatering van aandelen door middel van herkapitaliseringen, fusies en uitkoopacties. Het tweede standpunt, zoals neergelegd in een gevierd artikel van Simon Johnson, Rafael La Porta en anderen, kent een minder restrictieve interpretatie van tunneling. De auteur stelt dat het zowel rechtstreekse overdrachten van activa (d.w.z. self-dealing transacties, regelrechte diefstal, buitensporige vergoeding en ontneming van zakelijke mogelijkheden) en het indirect afdwingen van voordelen door middel van uitgifte van verwaterde aandelen, uitkoop van minderheden, handel met voorkennis en overige verdachte transacties omvat. Beide standpunten zijn het erover eens dat tunneling de vorm kan aannemen van buitensporige vergoeding, interne verrekenprijzen, gesubsidieerde leningen, niet-zakelijke overeenkomsten en zelfs diefstal.

Hoofdstuk 4. RPT's in concerns

In hoofdstuk 4 worden de kenmerken van concerns onderzocht om te begrijpen hoe concerns worden gevormd. Onderwerpen die hierin worden geanalyseerd zijn juridische en economische standpunten over concerns, hoe concerns worden behandeld ingevolge nationale en regionale (d.w.z. op EU-niveau) wetten, de uitdagingen op het gebied van verbondenheid en de redenen om concerns op te richten. Het tweede onderdeel van het hoofdstuk bespreekt de soorten RPT's binnen concerns, met een bijzondere nadruk op groepsleningen en cash pooling.

Het concept 'concern' en regelgeving ten aanzien van concerns

Wanneer we de grenzen van groepen formuleren en vaststellen welke soorten verbondenheid irrelevant zijn in concerns, doen zich een aantal uitdagingen voor: (a) het inzicht in een groep als een reeks afzonderlijke rechtspersonen tegenover de groeiende behoefte aan economische realiteit; (b) het gebruik van formele en soms oneerlijke criteria tegenover inhoudelijke criteria die niet duidelijk zijn en vaak verbonden zijn aan beleidsoverwegingen; en (c) verticale groepen tegenover horizontale groepen.

Er zijn verschillende redenen om concerns te creëren: (a) onmiddellijke toegang tot middelen, arbeidskracht en potentieel, zonder dat verdere interne ontwikkeling van de vennootschap nodig is; (b) verdeling van risico's tussen meerdere afzonderlijke entiteiten; en (c) verwerving van feitelijke zeggenschap.

Het hoofdstuk analyseert vervolgens hoe verschillende nationale wetten groepskwesaties reguleren en of het begrip groepsbelang erkend wordt in de rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt. In tegenstelling tot hoe Duitsland groepen reguleert, hebben Polen en Nederland geen soortgelijke geavanceerde reeks regels ten aanzien van concerns. Zoals te zien is in het Nederlandse voorbeeld, is het concernrecht echter wel duidelijk aanwezig, zowel in de wet als in de jurisprudentie. Jurisprudentie in Nederland voorziet momenteel in de erkenning van het groepsbelang en heeft de gevolgen van die erkenning uitgewerkt. Het is echter belangrijk dat men zich realiseert dat de mate waarin het groepsbelang in aanmerking wordt genomen in Nederland grotendeels afhangt van de bepalingen van de statuten van de dochtermaatschappij: hoe minder gedetailleerd de oprichtingsakte van de dochtermaatschappij, des te moeilijker het wordt het gedrag van het bestuur van de dochtermaatschappij als legitiem te erkennen indien het schadelijk is voor de dochtermaatschappij maar gunstig voor de groep. Eigenlijk doet deze regeling denken aan op overeenkomsten gebaseerde groepen in Duitsland, waarbij de moedermaatschappij bevoegd is in het groepsbelang bindende aanwijzingen te geven. Tegelijkertijd zou erkenning van het begrip groepsbelang op EU-niveau, zoals voorgesteld in de Actieplannen van de Europese Commissie, voor feitelijke groepen in zowel Duitsland als Nederland duidelijkheid en

voorspelbaarheid bieden. Dit geldt des te meer voor Polen, waar het begrip groepsbelang erkend wordt in de jurisprudentie.

Oekraïne heeft niet dezelfde geavanceerde regels ten aanzien van concerns als Duitsland. Dit betekent allereerst dat op overeenkomsten gebaseerde groepen niet relevant zijn voor het Oekraïense rechtsgebied. Zelfs indien twee vennootschappen een overeenkomst aangaan die vanwege alle afzonderlijke kenmerken doet denken aan een zeggenschapsovereenkomst of een overeenkomst van winstoverdracht, zijn er geen regels ten aanzien van bedrijfsovereenkomsten in Oekraïens vennootschapsrecht en geen soortgelijke juridische gevolgen als de gevolgen die beschreven zijn in de AktG. Dat is de reden dat deze overeenkomsten, indien aangegaan in het rechtsgebied Oekraïne, zijn onderworpen aan algemeen verbintenissenrecht, waaronder de bepalingen ten aanzien van de totstandkoming, nakoming en geldigheid van overeenkomsten. Ten tweede zijn er ook geen regels inzake feitelijke groepen ingevolge Oekraïens recht, zoals die wel te vinden zijn in Duitsland, en alhoewel het zinloos zou zijn het bestaan van concerns in Oekraïne te ontkennen, brengt de totstandkoming ervan niet dezelfde vergoedingsverplichtingen als in Duitsland teweeg.

Oekraïens recht erkent het begrip groepsbelang niet zoals Nederland dat wel doet, en er zijn ook geen regels inzake op overeenkomsten gebaseerde groepen zoals in Polen te vinden zijn. Alhoewel Oekraïens vennootschapsrecht gunstig staat tegenover het leerstuk van de rechtspersoon en vereist dat bestuurders uitsluitend in het belang van de vennootschap handelen, houdt dit niet noodzakelijkerwijs in dat een extern orgaan geen aanwijzingen kan geven aan het bestuur of de raad van commissarissen van de dochtermaatschappij en dat deze organen aansprakelijk kunnen worden gesteld voor het opvolgen van deze aanwijzingen. Ten eerste kunnen de aanwijzingen in het belang van de vennootschap zijn en dan is er geen conflict tussen de moedermaatschappij en de dochtermaatschappij of tussen de dochtermaatschappij en haar schuldeisers. Ten tweede, indien het bestuur of de raad van commissarissen op een manier handelt die in strijd is met de belangen van de vennootschap door de aanwijzingen van een extern orgaan op te volgen, dient de vennootschap die schadevergoeding eist van de bedrijfsfunctionarissen aan te tonen dat er sprake is van verschillende omstandigheden die hun oorsprong vinden in het recht inzake onrechtmatige daad: onrechtmatige handelingen aan de zijde van de schuldenaar die in strijd zijn met de belangen van de vennootschap; benadeling in de vorm schade aan de vennootschap; een verband tussen de handelingen van de schuldenaar en de schade; schuld aan de zijde van de schuldenaar. Met andere woorden: de aanwijzingen van een extern vennootschapsorgaan zijn slechts een factor die de rechter in overweging neemt wanneer deze de overige omstandigheden vaststelt.

RPT's binnen concerns

Het onderzoek beschrijft vervolgens de soorten en specifieke eigenschappen van RPT's binnen concerns, dat wil zeggen intragroepstransacties. Terwijl er in zekere mate aandacht wordt besteed aan de verschillende soorten intragroepstransacties, wordt er in dit onderdeel voornamelijk ingegaan op groepsleningen en regelingen inzake cashpooling, tegenover leningen die gezien worden als RPT's, maar die geen groeps-element hebben. Intragroepstransacties ingevolge Oekraïens recht worden geanalyseerd ten opzichte van het Duitse, Nederlandse en Poolse regime.

Wat Duitsland, Polen en Nederland gemeen hebben is dat deze rechtsgebieden de vereisten die gelden voor onrechtmatige uitkeringen niet alleen laten doorwerken in naamloze vennootschappen (AG, NV en S.A.), maar ook in besloten vennootschappen (GmbH, BV en sp. z.o.o.), alleen met enigszins flexibelere vereisten. Oekraïne kent niet dezelfde mate van kapitaalbescherming en concernrechtelijke regels als de andere rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt. Uitkeringen op basis van upstream- of downstreamleningen zijn onderworpen aan een minder strenge regeling in Oekraïne, waar uitkeringen slechts zijn beperkt tot de restricties ten aanzien van dividenduitkeringen. Tegelijkertijd hangen wettelijke pre-insolventievereisten in aanzienlijke mate samen met de overige nationale wetgeving. Bovendien

maken de meest recente wijzigingen in de faillissementsregelgeving van Oekraïne het mogelijk dat RPT's die binnen een termijn van drie jaar 'voorafgaand aan insolventie' zijn aangegaan nietig worden verklaard, hetgeen veel strikter is dan de termijn van één jaar, die in Duitsland en Nederland wordt gehanteerd.

Hoofdstuk 5. Strategieën voor RPT's

Hoofdstuk 5 onderzoekt de trends die zijn gelanceerd een welbekend leerboek.¹⁸⁰⁹ Hierin wordt voornamelijk ingegaan op de noodzaak om strategieën voor RPT's te ontwikkelen. Zoals hiervoor reeds is opgemerkt, zouden RPT's niet moeten worden beschouwd als absoluut veilige marktinstrumenten. De behoefte aan strategieën ten aanzien van RPT's vloeit voort uit de risico's die gepaard gaan met RPT's en de daarmee samenhangende opportunistische praktijken. Tegelijkertijd is het niet mogelijk een van de twee tegenstrijdige theorieën voor RPT's (hypothese van belangenverstrengeling of hypothese van efficiënte transacties) volledig te accepteren en de andere te verwerpen. RPT's kunnen de waarde van de onderneming zowel vernietigen als vergroten. Daarom is het essentieel dat de risico's en voordelen ervan moeten worden gekwalificeerd in regelgeving.

In dit hoofdstuk worden de volgende hoofdstrategieën geanalyseerd: procedurele waarborgen voor RPT's; informatierechten en openbaarmaking van RPT's; en de normenstrategie voor RPT's. Bij het bestuderen van deze strategieën worden de kenmerken die verband houden met het bestaan van concerns beschreven en de ervaringen in Duitsland, Polen en Nederland onderzocht. In dit hoofdstuk wordt ook gezocht naar andere strategieën die mogelijk niet vallen onder de paraplu van de traditionele strategieën: bepalingen ten aanzien van kapitaalbescherming, regelgeving op het gebied van concernrecht, regelgeving inzake faillissementen en bescherming van minderheidsaandeelhouders. Het laatste onderdeel van het hoofdstuk gaat over de meest recente ontwikkelingen in EU-recht in verband met strategieën voor RPT's.

Procedurele waarborgen voor RPT's

Alle onderzochte rechtsgebieden maken gebruik van procedurele waarborgen die van toepassing zijn op RPT's, waarbij in Oekraïne vooral veel waarde wordt gehecht aan procesregeling. Deze waarborgen krijgen gestalte in twee sub-strategieën: stimulansen voor tussenpersonen en besluitvormingsrechten. De strategie van de stimulansen voor tussenpersonen is gebaseerd op de regel dat het bestuur een bewindvoerder is van de aandeelhouders en bevoegd is namens de aandeelhouders en ten behoeve van de vennootschap te handelen, terwijl de strategie van besluitvormingsrechten de last op de schouders van aandeelhouders legt.

Zoals dit onderzoek aantoont, hanteert Duitsland het beginsel goedkeuring van het bestuur om alleen de belangenverstrengeling van bestuurders te voorkomen of te beperken; de belangenverstrengeling van aandeelhouders wordt niet onder deze strategie gevangen. Hetzelfde geldt voor Pools recht voor zover het de wettelijke bepalingen (het Poolse Wetboek van Handelsvennootschappen) betreft. Op grond van de WSE Best Practice kan de goedkeuring van de raad van commissarissen echter verlangd worden voor belangrijke RPT's met aandeelhouders die meer dan 5 procent van het aandelenkapitaal houden. Een dergelijke bepaling is niet opgenomen in de Duitse CGC; daar is het toepassingsbereik slechts beperkt tot belangenverstrengeling van bestuursleden en commissarissen. De regulering van RPT's in Nederland is vergelijkbaar met die in Polen. Terwijl het BW procedurele waarborgen alleen hanteert voor de belangenverstrengeling van leden van het bestuur en de raad van commissarissen, trekken de bepalingen van de Nederlandse CGC het toepassingsbereik van het

¹⁸⁰⁹ Kraakman R c.s., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3e editie, Oxford University Press 2017), 145-169.

goedkeuringsvereiste van de raad van commissarissen door naar RPT's met aandeelhouders die tenminste 10 procent van het aandelenkapitaal houden.

In tegenstelling tot in Duitsland, Polen en Nederland, is het in Oekraïne de wet die voorziet in de goedkeuring van RPT's met aandeelhouders door de raad van commissarissen. Evenals enkele andere rechtsgebieden uit dit onderzoek, hanteert Oekraïne een systeem dat meer weg heeft van het dualistisch stelsel van corporate governance, in de zin dat alle beursgenoteerde naamloze vennootschappen en niet-beursgenoteerde naamloze vennootschappen met meer dan 10 aandeelhouders een raad van commissarissen dienen te hebben. Goedkeuring van belangeloze bestuurders, zoals beschreven in het BW, is geen kenmerk van het bestuur van naamloze vennootschappen in Oekraïne. De rol van het bestuur is teruggebracht tot het in ontvangst nemen van informatie over RPT's van potentiële verbonden partijen en het doorgeven daarvan aan de raad van commissarissen. De Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen bevat uiterst gedetailleerde regels voor de procedure van goedkeuring van RPT's door het bestuur, in vergelijking met de regels inzake RPT's in de wetten van de overige hier geanalyseerde rechtsgebieden en vergeleken met de Beginselen van Corporate Governance die van kracht zijn in Oekraïne. Iedere schending van de procedurele vereisten is reden voor een vordering tot vernietiging. Een alternatief voor het rechtsmiddel tot vernietiging van de RPT die door partijen in gerechtelijke procedures werd gebruikt is een vordering tot ongeldigverklaring van de beslissingen van vennootschapsorganen die de RPT's goedkeuren. Deze rechtsmiddelen zijn zwaar indien ze worden gebruikt voor de kleinste procedurele schending, maar werken als afschrikmiddel voor veel efficiënte transacties. Er bestaat bijvoorbeeld geen redelijke rechtvaardiging voor de vernietiging van RPT's die buiten de formele termijn zijn goedgekeurd. Tegelijkertijd kan in de hiërarchie van procedurele schendingen het niet verkrijgen van een verklaring omtrent de getrouwheid (fairness opinion) niet als verwaarloosbaar gezien worden, maar zou dit negatieve gevolgen teweeg moeten brengen.

De besluitvormingsstrategie verplaatst het goedkeuringsvereiste van de functionarissen van de vennootschap naar de algemene vergadering van aandeelhouders. Als gevolg daarvan wordt de procedure kostbaarder en omslachtiger. Het zou desalniettemin onachtzaam zijn dit soort waarborg volledig te verwerpen: het is met name nuttig voor situaties waarin ofwel het bestuur uitsluitend bestaat uit belanghebbende leden ofwel het bestuur onwillig is om een besluit te nemen over een transactie. De goedkeuring van aandeelhouders is relatief minder wijdverspreid als de goedkeuring van een bestuur en is bestemd voor belangrijke transacties, waarbij de verbonden partijen meestal zeggenschap hebbende partijen zijn of waarbij de rechten van aandeelhouders worden geschaad. Naast de goedkeuring van een RPT door uitsluitend een raad van commissarissen, een belangeloos orgaan of de algemene vergadering van aandeelhouders, is er een andere optie om RPT's te onderwerpen aan de goedkeuring van meerdere vennootschapsorganen. In Nederland is er bijvoorbeeld geopperd dat artikel 2:107a van het BW de algemene vergadering van aandeelhouders het recht geeft invloed te hebben in beslissingen van het bestuur ten aanzien van RPT's.

Zowel de strategie inzake stimulansen voor tussenpersonen als de strategie inzake besluitvormingsrechten met betrekking tot RPT's zijn ontwikkeld voor Oekraïense naamloze vennootschappen. Strenge regels voor goedkeuring van RPT's gaan hand in hand met de door rechters gehanteerde formalistische benadering, waarbij RPT's die in strijd met de procedurele vereisten zijn aangegaan ongeldig worden verklaard.

De procedurele waarborgen kunnen worden aangemerkt als efficiënt indien zij met succes tunneling als het belangrijkste destructieve gevolg van onrechtmatige RPT's voorkomen, zonder in de weg te staan aan waardecreërende transacties. Ten eerste dient het mechanisme alleen risicovolle transacties te onderwerpen aan de procedurele waarborgen en gunstige en onbelangrijke transacties onaangeroerd te laten. Dit wordt gedaan door middel van de definitie van een verbonden partij en door gepaste materialiteitscriteria (drempels) vast te stellen. Ten tweede geldt dat wanneer een transactie wordt onderworpen aan een controle door interne organen van

een vennootschap, deze organen de kenmerken dienen te bezitten die tot een efficiënt resultaat leiden. Onder deze vereiste kenmerken valt onder meer onafhankelijkheid. Dit betekent echter niet dat onafhankelijke bestuurders een universele oplossing zijn voor familiebedrijven zonder externe aandeelhouders of dat zij kunnen worden beschouwd als wondermiddel voor beursgenoteerde vennootschappen.

Informatierechten en openbaarmaking van RPT's

Dit onderdeel gaat over de nationale regels inzake openbaarmaking van RPT's, waaronder wetten en CGC's, d.w.z. wat specifieke Lidstaten naast de vereisten te bieden hebben. Er zijn twee soorten openbaarmakingsregels: verplichtingen van verbonden partijen om informatie over RPT's openbaar te maken (vaak als onderdeel van een algemenere verplichting om belangenverstrengeling openbaar te maken), en verplichtingen van de vennootschap om informatie inzake RPT's openbaar en beschikbaar te maken aan bepaalde stakeholders, waaronder de openbaarmakingsverplichtingen die zijn toegekend aan specifieke vennootschapsorganen.

De rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt verplichten bedrijfsfunctionarissen veelal hun belangenverstrengeling openbaar te maken, waaronder de belangenverstrengeling die voortkomt uit RPT's. Aandeelhouders hebben doorgaans geen verplichting vennootschapsorganen in kennis te stellen van eventuele RPT's, behalve zoals opgelegd in de regeling van transacties met belang in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen. Ingevolge de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen zijn aandeelhouders die 25 procent of meer van het aandelenkapitaal van de vennootschap houden en hun gelieerde partijen verplicht het bestuur in kennis te stellen van toekomstige transacties met belang en de betreffende informatie en documenten te verstrekken.

Zoals blijkt uit het overzicht van wetten en zachte wetgeving in de onderzochte rechtsgebieden, verleent geen van de rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt aandeelhouders een bijzonder recht van toegang tot informatie inzake RPT's. De openbaarmaking van RPT's wordt eerder uitgeoefend binnen een algemeen kader van rechten en bijbehorende plichten. Deze afwezigheid van specifieke machtigingsbepalingen wordt gecompenseerd door het feit dat sommige RPT's onderhevig zijn aan informatietoezicht in deze rechtsgebieden.

Openbaarmaking is essentieel voor het beheren van belangenverstrengeling en het omgaan met RPT's. De problematiek ligt derhalve niet in de behoefte aan openbaarmaking, maar in de grenzen van openbaarmaking. Zo geldt bijvoorbeeld dat niet-beursgenoteerde vennootschappen niet op dezelfde manier zouden moeten worden gezien als beursgenoteerde vennootschappen voor openbaarmakingsdoeleinden. Beursgenoteerde vennootschappen moeten voldoen aan strengere eisen van openbaarmaking, waarbij de bijzondere categorie van minderheidsaandeelhouders in aanmerking wordt genomen. Ten aanzien van niet-beursgenoteerde vennootschappen geldt dat openbaarmaking van RPT's als een mogelijk schadelijke techniek uitsluitend gerechtvaardigd is voor vennootschappen die door hun omvang of aantal werknemers een openbaar belang vertegenwoordigen.

Normenstrategie met betrekking tot RPT's

Naast de omschrijving van de houders van een loyaliteitsplicht, gaf onderdeel 2.2 een uiteenzetting van de voornaamste begunstigden van die plicht, een vergelijking tussen de theorie van de aandeelhouders en die van de stakeholders, hoe zij in verhouding staan tot de zorgplicht en wat de betekenis is van de regel van het zakelijk oordeel. Het onderhavige onderdeel geeft een meer specifieke analyse van normen als middel om het hoofd te bieden aan RPT's, zonder zich te richten op andere uitingen van belangenverstrengeling, zoals in hoofdstuk 2.

In vergelijking tot Duitsland, Polen en Nederland is het gebruik van normen in Oekraïne minder ontwikkeld. Zoals aangetoond in de voorgaande onderdelen, vallen RPT's in Oekraïense naamloze vennootschappen onder een gedetailleerd stelsel van toezicht op procedures en informatie. Rechters zijn geneigd om RPT's ongeldig te verklaren die zijn aangegaan in strijd met procedurele vereisten. Dit geldt voor de vernietiging van besluiten van vennootschapsorganen die RPT's goedkeuren. In september 2019 zijn er wijzigingen in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen aangenomen die het nu mogelijk maken transacties met belang nietig te verklaren indien zij zijn aangegaan onder voorwaarden die minder gunstig zijn dan marktconforme voorwaarden. Naast die wijzigingen voorziet het Oekraïense Burgerlijk Wetboek ook in een middel om RPT's ongeldig te verklaren op algemene gronden, namelijk de rechtsbeginselen (artikel 3 en 509(3)) en morele gronden (artikel 203(1)). De laatste route heeft in de praktijk echter weinig betekenis.

Naast het voornamelijk ineffectieve gebruik van normen in de vernietiging van RPT's of goedkeuringsbesluiten, voorziet de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen ook in de aansprakelijkheid van een persoon met een belang in een transactie voor schade die aan de vennootschap wordt toegebracht in verband met een schending van een vastgelegde procedure. In de praktijk kent dit rechtsmiddel aanzienlijke hindernissen. Ten eerste, vermits de verbonden partij een persoonlijke band met de functionarissen of grootaandeelhouders van de vennootschap kan hebben, is het twijfelachtig dat de vennootschap een vordering tegen die verbonden partijen zou instellen. Ten tweede vormt de bewijslast zoals die van oudsher van toepassing is in schadevergoedingszaken - waaronder het vereiste om bewijs te leveren van een onwettige handeling of tekortkoning van een verbonden partij, het negatieve effect (schade) van een RPT en het causale verband tussen die twee - een andere aanzienlijke hindernis bij het verkrijgen van een toekenning van schadevergoeding jegens een verbonden partij.

De flexibiliteit van de normenstrategie is prachtig. Het succes ervan is voornamelijk afhankelijk van de handhavers wiens taak het is om schadelijke transacties te signaleren en hierop toezicht te houden. Het probleem ligt hem in de vraag hoe de handhaver waardecreërende transacties zou moeten scheiden van hun destructieve tegenhangers. Rechters in Duitsland en Nederland kennen een lange geschiedenis van padafhankelijke toetsing van RPT's door middel van cultuurgebonden normen: concernrecht (Konzernrecht) in Duitsland versus de rechtsbeginselen van redelijkheid en billijkheid in Nederland. De benadering in Polen daarentegen kent een meer casuïstisch karakter, terwijl de normenstrategie in Oekraïne nog in de kinderschoenen staat.

Ondanks de schaduwzijden van een normenstrategie ben ik er absoluut niet van overtuigd dat deze strategie ongepast is. Integendeel, het zou wenselijk zijn efficiënte instellingen te hebben die zaken beslissen met maximale gebruikmaking van hun intellectuele middelen zodat redelijkheid gewaarborgd wordt in transacties tussen verbonden partijen. In de realiteit is dit helaas niet altijd praktisch. In sommige rechtsgebieden zijn rechtbanken niet voldoende ontwikkeld om met complexe bedrijfsspecifieke oplossingen te worden belast, waar insiders het beter en slimmer zouden doen. De Oekraïense rechter is beter in het beslissen van zaken waarvoor geen diepgaande wezenlijke beoordeling vereist is. Desalniettemin betekent dit niet vanzelfsprekend dat de normenstrategie geen kans op succes heeft in Oekraïne. De Oekraïense rechtsmacht, die zwaar leunt op trust- en besluitvormingsstrategieën ten aanzien van RPT's, bevindt zich op een kruispunt in de ontwikkeling daarvan. Dit betekent niet dat de normenstrategie de toekomst is van RPT-gerelateerde strategieën in Oekraïne. Ik zou eerder stellen dat de normenstrategie, indien geïmplementeerd in Oekraïne, dient te worden ingevoerd in combinatie met institutionele ontwikkeling en rekening dient te houden met de landspecifieke vereisten, zoals bijvoorbeeld passende toewijzing van bewijslast bij vorderingen tot schadevergoeding. Een analyse van die institutionele ontwikkeling zou de grenzen van dit onderzoek echter aanzienlijk uitbreiden. De factoren die in aanmerking dienen te worden genomen bij het ontwerp van de juiste strategie ten aanzien van RPT's in Oekraïne worden verder besproken in hoofdstuk 6.

Ontwikkeling van strategieën voor RPT's in de EU

Tenslotte worden in onderdeel 5 de laatste wijzigingen in de EU-wetgeving ten aanzien van RPT's besproken om inzicht te geven in hoe de verschillende ontwerpen van SRD II zich hebben ontwikkeld tot de Richtlijn in haar huidige vorm. Naast de ontwikkeling van SRD II geeft onderdeel 5 een korte beschrijving van de procedurele en informatie-gerelateerde waarborgen, die zijn neergelegd in andere bronnen van EU-wetgeving. Procedurele verplichtingen ten aanzien van RPT's komen onder andere voort uit artikel 52 van Richtlijn 2017/1132 en Aanbeveling van de Commissie van 15 februari 2005. Openbaarmakingsvereisten zijn te vinden in de Jaarrekeningrichtlijn, de Transparantierichtlijn en de Richtlijn marktmisbruik.

SRD II, zoals aangenomen op 17 mei 2017, is het resultaat van diverse jaren van verhitte debatten en discussies tussen de opstellers ervan, beroepsbeoefenaars en academici, en breidt de bepalingen van SRD I aanzienlijk uit. Het ontwerp voor SRD II in haar huidige vorm is voorafgegaan door een reeks ontwerpvoorstellen, die in dit onderdeel worden geanalyseerd: (a) het eerste voorstel van 9 april 2014; (b) de Compromistekst Italiaanse Voorzitterschap van 10 november 2014 en 5 december 2014; (c) de Compromistekst Letse Voorzitterschap van 14 januari 2015 en een verder gewijzigde versie van 20 maart 2015; (d) het besprekingsdocument van het Europees Parlement, gepubliceerd op 22 juli 2015; (e) de Compromistekst Slovaakse Voorzitterschap van 22 november 2016; en (f) de ontwerpversie van SRD II van 2 december 2016.

De uiteindelijke versie van SRD II verschilt van het eerste voorstel dat werd uitgegeven tijdens het Griekse Voorzitterschap van de Raad in april 2014. Een analyse van het eerste voorstel van 9 april 2014 en de compromistekst van het Italiaanse Voorzitterschap biedt genoeg bewijs om te kunnen beargumenteren dat de laatstgenoemde versie van het ontwerp een verschuiving laat zien in de richting van een flexibelere regulering van RPT's in beursgenoteerde vennootschappen. In vergelijking tot de bepalingen van het eerste voorstel van 9 april 2014 bood het latere ontwerp Lidstaten vrijheid om de materialiteitscriteria vast te stellen teneinde RPT's te onderwerpen aan de aankondigings-, meldings- en goedkeuringsvereisten, om een specifiek vennootschapsorgaan te machtigen om RPT's goed te keuren en vrijstellingen van de vereisten te bepalen.

Alhoewel de compromistekst van het Italiaanse Voorzitterschap de grondslagen legde voor het begrip van waar en hoe de aankondigings-, meldings- en goedkeuringsmechanismen dienen te worden geactiveerd, mag de inbreng gedurende de Letse en Slovaakse Voorzitterschappen niet worden onderschat. Het was de tekst van de Raad van 20 november 2015 onder het Letse Voorzitterschap, waarin de meeste vrijstellingen en specifieke bepalingen voor transacties tussen de verbonden partijen van een vennootschap en haar dochtermaatschappijen voor het eerst naar voren kwamen. Deze bepalingen bleven in de compromistekst onder het Slovaakse Voorzitterschap behouden en werden later ook opgenomen in de uiteindelijke Richtlijn.

Op basis van een bestudering van het Duitse, Poolse en Nederlandse vennootschapsrecht is de conclusie gerechtvaardigd dat de bestaande goedkeuringsprocedures voor RPT's van beursgenoteerde vennootschappen in deze rechtsgebieden soepeler zijn dan de nieuwe EU-regelgeving. Hierdoor waren Lidstaten gedwongen stappen te nemen teneinde SRD II te kunnen implementeren. Een analyse van het conceptwetsontwerp dat door de Nederlandse regering werd ingediend toont een flexibele benadering voor vennootschappen en een hoge mate van harmonisatie met de bepalingen van SRD II, met uitzondering van de delen betreffende de definitie van een materiële transactie. In deze delen heeft de wetgever besloten onduidelijke abstracte bewoordingen te gebruiken en gebruik te maken van een interpretatie van de bepalingen van de Richtlijn die weliswaar letterlijk is, maar ook nauwkeurig genoemd zou kunnen worden.

Oekraïne is geen Lidstaat van de EU en alhoewel SRD I een van de Richtlijnen is die moet worden geïmplementeerd ingevolge de Associatieovereenkomst tussen Oekraïne en de EU, strekt deze verplichting zich niet uit tot recent aangenomen instrumenten van de EU. Als zodanig heeft

Oekraïne louter het recht, en niet de verplichting, de nieuwe regels te implementeren. Interessant is echter dat de reeds bestaande procedurele waarborgen voor naamloze vennootschappen en (mogelijk) voor besloten vennootschappen in Oekraïne lijken op wat overwogen wordt in SRD II. In beide gevallen moeten RPT's bijvoorbeeld een goedkeuringsprocedure door een belangeloos bevoegd vennootschapsorgaan doorlopen, onderworpen worden aan een verklaring van getrouwheid door een externe expert en publiekelijk aangekondigd worden. Een ander punt dat de twee regimes gemeen hebben, is het gebruik van materialiteitscriteria in zowel de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen als SRD II. Het verschil zit hem in de mate van hoe abstract deze criteria zijn: de materialiteitscriteria in SRD II zijn niet meer dan richtlijnen voor Lidstaten om te overwegen en te interpreteren in hun nationale wetgeving, terwijl de criteria in Oekraïne veel specifiek zijn. De Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen bepaalt dat waarborgen alleen van toepassing zijn op RPT's die een waarde vertegenwoordigen van meer dan 1 procent van het vermogen van de vennootschap, waarbij goedkeuring van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist is voor RPT's die 10 procent of meer van het vermogen van de vennootschap vertegenwoordigen.

De bepalingen ten aanzien van RPT's in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen en SRD II verschillen in de volgende opzichten: (a) het toepassingsbereik van regelgeving: alleen beursgenoteerde vennootschappen in SRD II versus alle naamloze vennootschappen ingevolge de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen; (b) een ruimer begrip van transacties met belang in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen versus het begrip RPT in SRD II; (c) een ruimer begrip van verbonden partijen, gebaseerd op IAS 24, in SRD II versus het begrip verbonden partij zoals bepaald in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen; (d) een speciale vrijstelling in SRD II voor RPT's die verricht worden onder normale marktomstandigheden en in de normale uitoefening van een bedrijf, waarvoor een interne procedure dient te worden ingesteld; (e) verschillende lijsten met vrijstellingen; (f) opeenstapeling van RPT's ten behoeve van waarborgen in SRD II versus geen specifiek accumulatievereiste voor RPT's in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen; (g) een langere lijst met personen die bevoegd zijn een verklaring van getrouwheid te verstrekken ingevolge SRD II; (h) in tegenstelling tot SRD II: geen beperkingen op voor transacties tussen de dochtermaatschappij van een vennootschap en haar verbonden partijen Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen.

Hoofdstuk 6. Strategiekeuze voor RPT's in Oekraïne

Terwijl hoofdstuk 5 een overzicht geeft van de verschillende strategieën die worden gebruikt in de EU en de nationale rechtsgebieden waarop het onderzoek zich richt of die in het algemeen worden erkend in de vennootschapsrechtelijke theorie, richt hoofdstuk 6 zich op het bepalen van de juiste strategie (of strategieën) voor Oekraïne. Dit hoofdstuk beschrijft eerst de factoren die bepalend zijn voor de strategiekeuze, bespreekt vervolgens de implementatie van strategieën voor RPT's in Oekraïne en eindigt tenslotte met de vooruitzichten en oplossingen voor de ontwikkeling van een Oekraïens regime ten aanzien van RPT's op basis van de eerder beschreven factoren en achtergrond.

Factoren die de strategiekeuze beïnvloeden

Onderdeel 6.1 analyseert de factoren die in acht dienen te worden genomen bij de keuze van de juiste strategie voor RPT's. Onderdeel 6.1.2 bekijkt hoe strategieën voor RPT's kunnen worden geïmplementeerd. De structuur van aandelenbezit in vennootschappen uit de drie besproken rechtsgebieden laat zien dat vennootschappen in die rechtsgebieden stakeholders lijken te hebben die effectief toezicht kunnen uitoefenen op RPT's. De drie rechtsgebieden hanteren zowel ex ante als ex post rechtsmiddelen om RPT's aan te pakken. In Nederland zijn de bepalingen van het recht

inzake onrechtmatige daad in combinatie met de beginselen van redelijkheid en billijkheid gebruikt om wangedrag van aandeelhouders met succes strafbaar te stellen. Daarnaast hebben Duitsland, Polen en Nederland regelingen voor kapitaalbescherming, die gebruikt kunnen worden tegen aandeelhouders die proberen vermogen aan een vennootschap te onttrekken. Tegelijkertijd besteden wetten in Duitsland, Polen en Nederland niet veel aandacht aan de toetsing van procedures en informatie ten aanzien van transacties met aandeelhouders of aan hen verbonden partijen. De nadruk ligt voornamelijk op het wangedrag van bestuurders, commissarissen en aan hen verbonden partijen.

Het laatste deel van onderdeel 6.1 gaat over belangrijke factoren die in overweging genomen dienen te worden bij het ontwerp van strategieën voor RPT's. De manier waarop aandelenkapitaal in vennootschappen is opgebouwd geeft informatie waarmee kan worden vastgesteld wie de hoofdspelers op de markt zijn en wat de context van hun corporate governance is. Naast aandelenbezit, dat voornamelijk in continentaal Europa geconcentreerd is, dienen er ook andere factoren in overweging genomen te worden: de algemene toestand van de economie van het land en het niveau van de rechtssysteem; padafhankelijkheid, waardoor universeel toepasselijke regels mogelijk worden; de balans tussen vrijheid en dwang; de keuze tussen ex ante en ex post waarborgen; het verschil tussen 'law on paper' en 'law in action'; en het algehele klimaat voor RPT's.

Implementatie van RPT-gerelateerde strategieën in Oekraïne

Gelet op het feit dat het onderzoek tot doel heeft de beste oplossingen te vinden voor RPT's in Oekraïne, wordt in onderdeel 6.2 de implementatie van RPT-gerelateerde strategieën in combinatie met de in het vorige onderdeel beschreven factoren onderzocht.

Alhoewel de uit privatisering resulterende naamloze vennootschappen belangrijk zijn voor de Oekraïense economie, is hun rol niet overweldigend: van de 200 meest winstgevende vennootschappen in 2016 waren meer dan 120 besloten vennootschappen, vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid en soortgelijke ondernemingsvormen. De meerderheid van de vennootschappen heeft geconcentreerde eigendom. Concerns zijn ook duidelijk zichtbaar in het Oekraïense vennootschapslandschap. Deze samenstelling van marktspelers vormt de belangrijkste uitdaging op het gebied van de hervorming van het vennootschapsrecht: hoe kunnen we beleggers beter beschermen zonder grote aandeelhouders te ontmoedigen.

Andere relevante kenmerken van het Oekraïens vennootschapsrecht en de realiteit van het land bestaan onder andere uit de volgende aspecten: een Romaans-Germaans continentaal rechtssysteem; succesvolle voorbeelden van juridische transplantaties vanuit de onderzochte rechtsgebieden; een verplichting tot het implementeren van EU-wetgeving ingevolge de Associatieovereenkomst tussen de EU en Oekraïne; zwakke instellingen en onderontwikkelde normen; en in overwegende mate formele interpretatie van feiten door de rechters.

Ontwikkeling van Oekraïens recht inzake RPT's: vooruitzichten en oplossingen

In het laatste onderdeel van hoofdstuk 6 wordt de hoofdonderzoeksvraag beantwoord, waarbij de volgende algemene aanwijzingen voor de verbetering van het Oekraïense regime inzake RPT's worden uiteengezet: verdere implementatie van EU-wetgeving inzake RPT's, waaronder de implementatie van SRD II en de Tweede Richtlijn van de Raad (nu gecodificeerd in Richtlijn 2017/1132); verbetering van regels ten aanzien van kapitaalbescherming; een bijzondere regeling voor concerns, waaronder erkenning van het begrip groepsbelang en een meer geavanceerde regeling voor groepsleningen; ontwikkeling van regelingen inzake afgeleide acties en verdere rechten voor minderheidsaandeelhouders; ontwikkeling van traditionele strategieën voor RPT's, waaronder procedurele waarborgen, openbaarmaking en normen; verbeterde regeling ten aanzien

van belangenverstrengeling, waaronder de te ruime definitie ervan in de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen; een grotere nadruk op RPT's in CGC's, en wel in de Oekraïense tegenhanger ervan, namelijk de Beginselen van Corporate Governance.

Het hoofdstuk eindigt met de conclusie dat in Oekraïne en onder de daar heersende omstandigheden minderheidsaandeelhouders als categorie ondervertegenwoordigd blijven. Derhalve mogen wijzigingen in vennootschapsrecht en corporate governance niet gerechtvaardigd worden op basis van de behoefte om alleen minderheidsaandeelhouders te beschermen. Gezien de situatie in Oekraïne vloeit de behoefte om regels voor kapitaalbescherming te verstevigen eerder voort uit respect voor andere stakeholders, waaronder schuldeisers. Door de prevalentie van concerns is er ook behoefte om het begrip groepsbelang te implementeren en meer nadruk te leggen op het leerstuk van de zakelijke mogelijkheden - om het toepassingsbereik van belangenverstrengeling en de loyaliteitsplicht te verruimen. Terwijl de procedurele vereisten voor RPT's reeds zeer gedetailleerd zijn onder het Oekraïense vennootschapsrecht, zorgt het slecht functionerende rechtssysteem ervoor dat de normenstrategie onder ontwikkeld blijft.

Hoofdstuk 7. Conclusies en aanbevelingen

In Hoofdstuk 7 worden de onderzoeksconclusies en -aanbevelingen gepresenteerd en samengevat. Deze zijn erop gericht om de juiste balans te vinden tussen transactievrijheid en overregulering zodat alle groepen stakeholders in Oekraïne worden beschermd.

Ondanks het feit dat Duitse, Poolse en Nederlandse rechtsgebieden in het onderzoek zijn betrokken teneinde inzicht te krijgen in hoe Oekraïense vennootschapswetgeving kan worden verbeterd, heeft het onderzoek aangetoond dat, ten minste voor zover het RPT's betreft, Oekraïne de meest gedetailleerde en genuanceerde procedurele strategieën heeft. Dit kan verband houden met de relatief onderontwikkelde aard van de normenstrategie in Oekraïne en het gebruik van andere middelen in plaats daarvan. Zelfs los gezien van Oekraïens vennootschapsrecht, lijkt de wetgeving van de bestudeerde Lidstaten van de EU procedure- en openbaarmakingsinstrumenten te missen om het hoofd te kunnen bieden aan de problematiek van de RPT's. Het lijkt erop dat deze kloof gedicht zal worden door SRD II, waarvan de ontwikkeling is beschreven in onderdeel 5.5, met de eis dat Lidstaten de aankondigings-, meldings- en goedkeuringsverplichtingen voor beursgenoteerde vennootschappen implementeren. Bovendien geldt dat ondanks het argument dat de goedkeurings- en openbaarmakingsstrategieën voor RPT's meer ontwikkeld zijn in Oekraïne, het lang niet correct is te concluderen dat RPT-gerelateerde strategieën in Oekraïne het hoogst mogelijke niveau van regelgeving hebben bereikt. Alhoewel deze verplichtingen sinds 2009 van toepassing zijn voor RPT's in Oekraïense naamloze vennootschappen, is er veel ruimte voor verbetering in het huidige stelsel van waarborgen ingevolge de Oekraïense Wet inzake Kapitaalvennootschappen, zoals blijkt uit de bovengenoemde aanbevelingen, bijvoorbeeld het implementeren van SRD II.