

VEREENIGING 'HANDELSRECHT'
PREADVIEZEN 2012

VEREENIGING 'HANDELSRECHT'
PREADVIEZEN 2012

Europa! Europa?

*De invloed van het Europese vennootschaps- en effectenrecht nu en
in de toekomst*

Prof. mr. M.L. Lennarts

Mr. J. Roest

Mr. S.F.G. Rammeloo

Mr. E. Schmieman

Prof. mr. R.P. Raas

Mr. N.B. Spoor

KLUWER – DEVENTER – 2012

ISBN 978-90-13-11214-6
NUR 827-715

© 2012, M.L. Lennarts, J. Roest, S.F.G. Rammeloo, E. Schmieman, R.P. Raas, N.B. Spoor

Secretariaat van de Vereniging 'Handelsrecht':
Mw. Mr. M.M. Tuijtel
Weena 614, 3012 CN Rotterdam
Postbus 293, 3000 AG Rotterdam
Telefoon 010 201 2939

Redactie, auteurs en uitgever houden zich aanbevolen voor opmerkingen en suggesties. Reacties kunnen gestuurd worden naar de uitgever, Postbus 23, 7400 GA Deventer, of via e-mail naar Atershegget@kluwer.nl.

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. het Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor verschuldigde wettelijke vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp).

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission from the publisher.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of kunt u opvragen bij onze klantenservice.

VOORWOORD

Europa was een tijdje een besmet onderwerp waar men liever van weg bleef. Dat gold zeker in politiek opzicht. Het tij lijkt echter weer te kantelen. In de Nederlands politieke verhoudingen hebben de partijen die het meest uitdrukkelijk anti Europa waren, bij de verkiezingen in september een behoorlijke veer, om niet te zeggen een aantal veren, moeten laten. Het lijkt niet onwaarschijnlijk dat dit zal betekenen dat Nederland zich in Brussel weer wat actiever zal gaan opstellen en meer interesse aan de dag zal gaan leggen voor de vraag waar het met Europa en waar het met het Europese vennootschapsrecht naar toe moet. Ook als dat echter nog niet aanstonds zal uitkristalliseren is het Europese recht voor de rechtspraktijk van onverminderd groot belang. In de afgelopen jaren zijn veel ontwikkelingen in het Nederlandse vennootschaps- en effectenrecht niet los te zien van Europese regelgeving of jurisprudentie. Zo zou de nieuwe (Flex) BV wetgeving er niet zijn gekomen als Europese regelgeving en (vooral) rechtspraak niet in de tweede helft van de jaren '90 meer nadruk zouden zijn gaan leggen op de fundamentele vrijheden en met name de vrijheid van vestiging. Gevolg daarvan is geweest dat wetgevers in vele Europese landen nog eens kritisch zijn gaan bezien of hun vennootschapsrecht niet efficiënter, flexibeler en praktischer zou kunnen worden ingericht. Op andere vlakken leidt overigens de Europese regelgeving weer tot meer en strakkere regelgeving. Een interessant voorbeeld daarvan is de regelgeving ter zake van zogenaamde Alternative Investment Funds, mede omvattend private equity fondsen en hedgefunds, die ook aanzienlijke gevolgen zal hebben voor hun vennootschappelijke structuur. Last but not least zijn er de vele ontwikkelingen in het effectenrecht

In de mooie preadviezen die de Vereeniging 'Handelsrecht' u ook dit jaar weer kan aanbieden wordt een en ander op heldere en verhelderende wijze uiteengezet en in perspectief geplaatst. Enerzijds wordt daarbij een voor de praktijk bijzonder behulpzaam overzicht verschaft van de relevante wet- en regelgeving en de jurisprudentie, en de gevolgen daarvan in Nederland, anderzijds wordt aan diezelfde praktijk richting gegeven waar het betreft in de toekomst te verwachten ontwikkelingen. Niet alleen gaat het dan om vraag waaraan in Europa prioriteit moet worden gegeven of gegeven zal gaan worden, ook betreft het zeer concrete vragen over hoe op stapel staande wetgeving ter facilitering van grensoverschrijdende zetelverplaatsing en grensoverschrijdende omzetting moet worden vorm gegeven. Het belang daarvan voor de rechtspraktijk is evident.

VOORWOORD

In de voorliggende preadviezen worden deze vennootschapsrechtelijke onderwerpen grondig besproken door achtereenvolgens Prof. Lennarts en Mr. Roest, Mr. Rammeloo en Mr. Schmieman. Zij geven een uitmuntend overzicht van de relevante ontwikkelingen en wat de toekomst zou kunnen brengen, dat niet alleen het begrip van de materie in hoge mate bevordert, maar ook prikkelt tot deelname aan het debat daarover. Een kernpunt zal zijn en blijven de grensoverschrijdende mobiliteit van rechtspersonen binnen de EU mede in verhouding tot de bestaande en nog te ontwikkelen Europese rechtsvormen en het Europese denken over corporate governance. Nadat de fundamentele voor het denken hierover zijn gelegd door Lennarts en Roest, wordt het stokje in deze preadviezen doorgegeven aan Rammeloo die niet slechts een doorwrochte, maar ook voor de praktijk zeer relevante rechtsvergelijkende beschouwing wijdt aan de verplaatsing en overdracht van de vennootschappelijke zetel in Europa en de relevante gezichtspunten en te maken afwegingen. Ten slotte wordt dit vennootschappelijke drieluik gecompleteerd door Schmieman die voortbouwend op een analyse van de rechtspraak van het Europese Hof de contouren schetst voor een wet inzake de grensoverschrijdende omzetting.

Ook in het effectenrecht is bijzonder veel gaande dat direct zijn weerslag heeft op de Nederlandse situatie. Prof. Raas neemt de lezer hier bij de hand en maakt de lezer vertrouwd met de nieuwe architectuur van het Europese effectenrecht en de Europese toezichthouders en Mr Spoor maakt ons vertrouwd met de ingrijpende effecten van de EU Richtlijn inzake Alternative Investment Fund Management ook in de Nederlandse situatie. Die richtlijn zal, (ook) direct gevolgen hebben voor de privaatrechtelijke structuur van beleggingsinstellingen. De preadviezen van Raas en Spoor ondersteunen aldus eens te meer dat de traditionele scheiding tussen vennootschaps- en effectenrecht verder vervaagt en dat ontwikkelingen die traditioneel als effectenrechtelijk worden gekenschetst ook wel degelijk vennootschapsrechtelijk van betekenis zijn. In de toekomst zal die grenslijn tussen vennootschapsrecht en effectenrecht vast nog verder gaan vervagen en het is eens te meer verheugend dat beide rechtsgebieden in de onderhavige preadviezen kunnen worden verweven.

Ik ben er van overtuigd dat deze preadviezen niet slechts zeer leerzaam zijn, maar ook belangrijke bijdragen zullen leveren aan de voortgaande gedachtenvorming. Namens de Vereniging 'Handelsrecht' wil ik de pre-adviseurs graag hartelijk dank zeggen voor het werk dat zij hebben verricht en het mooie resultaat dat nu voorligt. Op basis van hun werk zullen wij ook dit jaar weer uit kunnen zien naar een mooie en geanimeerde jaarvergadering van de Vereniging 'Handelsrecht'.

Prof. Harm-Jan de Kluiver
Voorzitter

INHOUDSOPGAVE

Prof. mr. H.J. de Kluiver

Voorwoord V

M.L. Lennarts en J. Roest

Europees vennootschapsrecht: waar staan we en waar moeten we naar toe? 1

1. Inleiding 2

2. Grondslagen voor de wetgevende bevoegdheid van de EU op het terrein van het vennootschapsrecht en grenzen aan die bevoegdheid. 4

3. De ontwikkeling van het EU-vennootschapsrecht: een inventarisatie 8

3.1 Drie perioden: I. 1968-1989: harmonisatie van waarborgen voor aandeelhouders en derden, II. 1990-2000: stagnatie, III. 2001-nu: focus op cross border mobility en beursvennootschap 8

3.2 Europese rechtsvormen 12

3.3 Grensoverschrijdende mobiliteit 15

3.4 Beursgenoteerde vennootschappen: corporate governance 16

3.5 EU-vennootschapsrecht anno 2012: stand van zaken 18

4. Obstakels voor de totstandkoming van Europees vennootschapsrecht 18

4.1 Fundamentele verschillen in waarborgen voor minderheidsaandeelhouders, werknemers en crediteuren 18

4.2 Vennootschappelijk IPR: de controverse tussen werkelijke zetelleer en incorporatieleer 27

4.3 Het moeizame wetgevingsproces in de EU 30

5. Europees vennootschapsrecht in het tweede decennium van de 21e eeuw 31

5.1 Inleiding 31

5.2 Regulatory competition 31

VII

INHOUDSOPGAVE

5.3	<i>Perspectieven voor EU-regulering aan de hand van een aantal thema's</i>	36
5.3.1	Grensoverschrijdende mobiliteit	36
5.3.2	Europese rechtsvormen	37
5.3.3	Waarborgen voor minderheidsaandeelhouders en crediteuren	40
5.3.4	Corporate Governance: tegengaan korte termijn denken/bevorderen lange termijn denken	41
5.3.5	Concernverhoudingen	48
6.	Tot slot	50

S.F.G. Rammeloo

	<i>Overdracht van vennootschapszetels in 'Europa' – Final call voor de 14e Richtlijn</i>	61
1.	Inleiding	62
2.	Grensoverschrijdend verkeer van rechtspersonen – Een methodologische verkenning	63
2.1	<i>Verplaatsing van de 'zetel' van de vennootschap – Modaliteiten en motieven</i>	63
2.2	<i>IPR, Europees recht..., of beide?</i>	65
3.	Grensoverschrijdende zetelverplaatsing binnen de EU – 'State of art'	66
3.1	<i>Nederland: Titel 10.8 BW (corporaties)</i>	66
3.2	<i>'Europa' – Rechtsvergelijkend overzicht nationaal recht (IPR) EU Lidstaten</i>	68
3.3	<i>'Europa' – Communautairrechtelijk ius constitutum</i>	69
3.3.1	Jurisprudentie HvJ EU – Verplaatsing werkelijke zetel	69
3.3.2	Jurisprudentie HvJ EU – Verplaatsing statutaire zetel.	70
3.4	<i>Opportuniteit 14e Richtlijn – Formaliteiten zetelverplaatsing en 'transaction costs'</i>	71
4.	Grensoverschrijdende zetelverplaatsing – Ius constituendum communautair recht	73
4.1	<i>'Legal history' (voor)ontwerp 14e Richtlijn – Pro's en contra's; heroriëntatie</i>	73
4.2	<i>EP Ontwerpresolutie 2012 – De aanbevelingen</i>	75
4.2.1	Aanbeveling 1: toepassingsgebied Richtlijn	75
4.2.2	Aanbeveling 2: effecten van grensoverschrijdende zetelverplaatsing	78

4.2.3	Aanbeveling 3: transparantie en informatie voorafgaand aan overdrachtsbesluit	79
4.2.4	Aanbeveling 4: besluit van de aandeelhoudersvergadering	80
4.2.5	Aanbeveling 5: verificatie van de wettelijkheid van de overdracht	81
4.2.6	Aanbeveling 6: beschermende maatregelen (schuldeisers)	82
4.2.7	Aanbeveling 7: werknemersrechten	84
5.	Conclusies – Stellingname omtrent aanbevelingen EP	86
E. Schmieman		
<i>Contouren voor een wet inzake de grensoverschrijdende omzetting van kapitaalvennootschappen</i>		
		89
1.	Inleiding	90
1.1	<i>Inhoud van het preadvies</i>	90
1.2	<i>Aanleiding voor het preadvies</i>	90
1.3	<i>Concrete regeling</i>	91
1.4	<i>Twee varianten van grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel</i>	92
1.4.1	Variant I: Grensoverschrijdende zetelverplaatsing zonder wisseling van het toepasselijke recht	92
1.4.2	Variant II: Grensoverschrijdende omzetting	93
1.5	<i>Twee varianten van grensoverschrijdende omzetting: outbound en inbound</i>	93
1.5.1	Variant I: Outbound grensoverschrijdende omzetting	93
1.5.2	Variant II: Inbound grensoverschrijdende omzetting	93
2.	Het huidige recht in het licht van de arresten Cartesio en Vale	93
2.1	<i>Inleiding</i>	93
2.2	<i>Grensoverschrijdende omzetting in Apocalyptische omstandigheden</i>	94
2.3	<i>Grensoverschrijdende omzetting in normale omstandigheden: Nederlands recht</i>	95
2.3.1	<i>Inleiding</i>	95
2.3.2	<i>Inbound grensoverschrijdende omzetting niet mogelijk</i>	95
2.3.3	<i>Grensoverschrijdende zetelverplaatsing zonder wijziging toepasselijk recht niet mogelijk</i>	96
2.3.4	<i>Outbound grensoverschrijdende omzetting ook niet mogelijk</i>	97
2.4	<i>Grensoverschrijdende omzetting in normale omstandigheden: Europese regelgeving</i>	98
2.4.1	<i>Grensoverschrijdende omzetting mogelijk voor Europese Vennootschap</i>	98

INHOUDSOPGAVE

2.4.2	Geen geharmoniseerde regelgeving voor grensoverschrijdende omzetting van nationale rechtspersonen	98
2.4.3	Harmonisatie niet op korte termijn te verwachten	99
2.4.4	Noodzaak aan nationale regeling bij gebrek aan Europese actie	100
3.	Voorstel van de Commissie Vennootschapsrecht	100
3.1	<i>Inleiding</i>	100
3.2	<i>Alle bepalingen over omzetting bijeen</i>	101
3.3	<i>Afzonderlijke afdeling voor grensoverschrijdende omzetting</i>	101
4.	Reikwijdte van de voorgestelde wettelijke regeling	102
4.1	<i>Inleiding</i>	102
4.2	<i>Reikwijdte beperkt tot NV en BV</i>	102
4.2.1	<i>Inleiding</i>	102
4.2.2	Harmonisatie van het recht omtrent kapitaalvennootschappen	103
4.2.3	Recht ten aanzien van andere rechtspersonen is niet geharmoniseerd	104
4.2.4	Houdbaarheid van de beperkte reikwijdte	105
4.2.5	Uitbreiding tot andere rechtspersonen vergt nader onderzoek	106
4.3	<i>Reikwijdte beperkt tot omzettingen naar en van EU/EER en BES</i>	106
4.3.1	<i>Inleiding</i>	106
4.3.2	Ontbreken van een regeling voor grensoverschrijdende omzetting binnen het Koninkrijk	107
4.3.3	Concordantiebeginsel	107
4.3.4	Omzetting binnen het Koninkrijk wel indirect mogelijk	108
4.4	<i>Gevallen waarin grensoverschrijdende omzetting onmogelijk blijft</i>	109
4.4.1	De vennootschap heeft een beklemd vermogen	109
4.4.2	De vennootschap is reeds ontbonden en de vereffening is gaande	110
4.4.3	Faillissement of surseance van betaling of buitenlands equivalent	110
4.4.4	Verzet van de Minister van Veiligheid en Justitie	111
4.4.5	Verzet van De Nederlandsche Bank	112
5.	De omzettingsprocedure	113
5.1	<i>Inleiding</i>	113
5.1.1	Nationaal recht van toepassing	113
5.1.2	Rol notaris	113
5.2	<i>Het omzettingsvoorstel</i>	114
5.3	<i>Het besluit tot omzetting</i>	115
5.3.1	Meerderheid en quorum	115
5.3.2	Wachttijd	116
5.3.3	Notulen moeten worden opgemaakt bij notariële akte	117
5.4	<i>De eigenlijke omzetting</i>	117

6.	Bescherming van minderheidsaandeelhouders	117
6.1	<i>Inleiding</i>	117
6.2	<i>Uittreedrecht voor minderheidsaandeelhouder</i>	118
6.3	<i>Voorwaarden aan het uittreedrecht voor de minderheidsaandeelhouder</i>	118
6.4	<i>De prijs voor de aandelen</i>	119
6.5	<i>Zekerheid voor betaling van de prijs van de aandelen</i>	120
7.	Bescherming van crediteuren	120
7.1	<i>Inleiding</i>	120
7.2	<i>Verzetrecht</i>	120
7.3	<i>Gevolg van verzet</i>	121
8.	Bescherming van werknemers	121
8.1	<i>Inleiding</i>	121
8.2	<i>Behoud van een vergelijkbaar niveau van medezeggenschap</i>	122
9.	Conclusie	123

R.P. Raas

<i>Intussen in Europa: de stand van zaken in het Europese effectenrecht</i>	125
---	-----

1.	Inleiding	126
2.	Financial Services Action Plan	127
3.	‘Dynamische consolidatie’	130
4.	Crisis	130
5.	Drie nieuwe toezichthouders	132
6.	Enkele recente wetgevingsinitiatieven	137
7.	Tot slot	141

N.B. Spoor

<i>De effecten van de AIFM Richtlijn vanuit een Investment Management optiek</i>	143
--	-----

Inleiding	144
------------------	-----

Alternatieve beleggingsfondsen en icbe's	145
---	-----

INHOUDSOPGAVE

Achtergrond	147
Het toezichtrechtelijke landschap	148
Stand van de richtlijn en de implementatie	150
Reikwijdte en beleggen vs. ondernemen	151
Reikwijdte en asset pooling	154
De bewaarder	155
Beloningsbeleid	156
Fiscale faciliteit	157
Tot slot	158
Bijlage	159

**EUROPEES VENNOOTSCHAPSRECHT: WAAR STAAN WE EN
WAAR MOETEN WE NAAR TOE?**

Prof. mr. M.L. Lennarts en
Mr. J. Roest

1. Inleiding

De Europese Commissie (verder: Commissie) publiceerde in juli 2012 een *Feedback Statement* op de in februari 2012 gestarte consultatie over de toekomst van het Europees vennootschapsrecht (hierna: Consultatie).¹ Deze Consultatie bouwt voort op het rapport van de *Reflection Group* (april 2011) over de toekomst van het Europees vennootschapsrecht.² Medio 2011 vond al een consultatie plaats over het Groenboek Corporate Governance, de reacties op dit Groenboek verschenen in het najaar van 2011.³ De Commissie heeft een Actieplan op het terrein van corporate governance en Europees vennootschapsrecht aangekondigd voor het einde van 2012. Het laatste Actieplan dateert uit 2003 en kwam tot stand in vervolg op het Rapport “*A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*” van de *High Level Group*⁴ (2002).⁵

Uit het *Feedback Statement Company Law* blijkt dat de respondenten⁶ met name een taak voor de EU-wetgever weggelegd zien op het gebied van

1 Feedback Statement, Summary of responses to the public consultation on the future of European company law, July 2012, te downloaden via http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/feedback_statement_en.pdf hierna aangeduid als: *Feedback Statement Company Law*.

2 Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels 5 April 2011 (verder: *Reflection Group*), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf. Zie de Jong/ Verbrugh 2011, blz. 376-384 en Roest 2011, blz. 837-839.

3 Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, COM(2011) 164 definitief: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_nl.pdf (hierna: *Groenboek Corporate Governance*) en het *Feedback Statement* van 15 november 2011: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf (verder: *Feedback Statement Corporate Governance*). Zie over het Groenboek Corporate Governance: Tomasič 2011, blz. 142-144, Van der Elst/Vermeulen 2011, p. 165-174 en Van Ginneken 2011. De respondenten op de consultatie zijn verdeeld over 16 categorieën, waarvan de categorie jurist/notaris met 30% veruit de grootste is. De twee op een na grootste categorieën zijn ondernemersorganisaties en academische instellingen (elk 11%).

4 Report of the High Level Group of Company Law Expert on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (4 November 2002), te downloaden via: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf, hierna aangeduid als *High Level Group*.

5 Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan (Brussel 31.5.2003 COM (2003) 284 definitief), te downloaden via <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:NL:PDF> (verder: Actieplan).

6 18% van de respondenten behoorden tot de categorie *companies/business federations*, 10% tot de categorie *insurance/institutional investors*, 9%: *financial services/banking sector*, 9%: *consulting/auditors/accountants*, 9%: *other association/civil society/codes committees* en 8%: *public authorities*. Zie voor een volledig overzicht: blz. 3 van het *Feedback Statement*.

grensoverschrijdende mobiliteit (grensoverschrijdende splitsing, zetelverplaatsing) en het vereenvoudigen en ontwikkelen van communautaire rechtsvormen, de Europese BV. De consultatie over corporate governance bevatte vragen over tal van aspecten van dit veelomvattende onderwerp. Opvallend is dat uit het *Feedback Statement Corporate Governance* slechts met betrekking tot een zeer beperkt aantal onderwerpen bij een meerderheid van de respondenten een behoefte aan regelgevend optreden van de EU kan worden afgeleid.⁷

Verder komt uit de reacties duidelijk naar voren dat de meerderheid van de respondenten van mening is dat voor de EU-wetgever geen taak is weggelegd op het terrein van corporate governance voor niet genoteerde ondernemingen.⁸

Dit preadvies is een zoektocht naar wat naar onze mening de taak van de Europese Commissie zou moeten zijn ten aanzien van regelgeving op het terrein van vennootschapsrecht. Deze zoektocht brengt ons eerst bij de grondslagen die het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) biedt voor wetgevend optreden op het terrein van het vennootschapsrecht. Vervolgens schetsen wij een beeld van het *acquis* op het terrein van het Europese vennootschapsrecht: op welke gebieden kwam EU-wetgeving tot stand en welke onderdelen van het vennootschapsrecht zijn daardoor (in enige mate) geharmoniseerd? Wij gaan ook in op uitspraken van het Hof van Justitie die mede vorm hebben gegeven aan het Europese vennootschapsrecht. Na dit historische overzicht laten wij zien welke hindernissen in de weg staan aan de totstandkoming van EU-vennootschapswetgeving. Tenslotte analyseren wij, mede op basis van het rapport van de *Reflection Group*, het *Feedback Statement Corporate Governance* en het *Feedback Statement Company Law*, ten aanzien van welke onderwerpen EU-wetgeving in onze visie is geboden.

7 Het betreft: het verplicht stellen van openbaarmaking van het remuneratierapport en de invoering van *say-on-pay* door het voorleggen aan de afa (in het kader van een adviserende dan wel bindende stem) van zowel het bezoldigingsbeleid als het remuneratierapport; het verduidelijken van de regels met betrekking tot *acting in concert*; het opleggen van transparantieregels en regels ter voorkoming van belangenconflicten aan *proxy advisors*; het invoeren van regels die het voor uitvoerende instellingen mogelijk maken om hun aandeelhouders te identificeren; het stellen van de eis dat ondernemingen die afwijken van bepalingen in corporate governance codes hiervoor een gedetailleerde uitleg geven.

8 Een meerderheid reageert eveneens afwijzend ten aanzien van het voorstel om verschillende corporate governance regime in te voeren, afhankelijk van de grootte van de onderneming.

2. Grondslagen voor de wetgevende bevoegdheid van de EU op het terrein van het vennootschapsrecht en grenzen aan die bevoegdheid.

Aan de instellingen van de EU komen slechts die bevoegdheden toe die hen in het VWEU zijn toegekend.⁹ Dit betekent dat voor wetgevend optreden van de EU een rechtsbasis moet worden gevonden in het VWEU. Voor EU-wetgeving op het terrein van het vennootschapsrecht zijn tot nu toe de volgende rechtsgrondslagen gebruikt:¹⁰

- art. 44(1) EG-Verdrag
- art 44(2)(g) EG-Verdrag
- art. 95 EG-Verdrag
- art. 308 EG-Verdrag

Nagenoeg alle vennootschapsrichtlijnen¹¹ zijn gebaseerd op art. art. 44 (1) en/of 44 (2) (g) EG-Verdrag, thans art. 50(1) en art. 50(2)(g) VWEU. Deze luiden als volgt:

Art. 50(1): “Teneinde de vrijheid van vestiging voor een bepaalde werkzaamheid te verwezenlijken, beslissen het Europees Parlement en de Raad volgens de gewone wetgevingsprocedure en na raadpleging van het Economisch en Sociaal Comité bij wege van richtlijnen.”

Art. 50(2)(g): “Het Europees Parlement, de Raad en de Commissie oefenen de taken uit welke hun door bovenstaande bepalingen worden toevertrouwd, met name door, voor zover nodig, de waarborgen te coördineren welke in de lidstaten worden verlangd van de rechtspersonen in de zin van de tweede alinea van art. 54, om de belangen te beschermen zowel van de deelnemers in die rechtspersonen als van derden, teneinde die waarborgen gelijkwaardig te maken.”

Bij een vergelijking van beide rechtsgrondslagen valt op dat de bevoegdheid die aan art. 50(1) VWEU kan worden ontleend in één opzicht enger is: zij is beperkt tot het uitvaardigen van richtlijnen. Verder valt op dat art. 50(1) VWEU niet eist dat de hierop gebaseerde regeling tot harmonisatie moet leiden. Wel bepaalt art. 50(1) VWEU, anders dan art. 50(2)(g) VWEU, expliciet dat hierop te baseren richtlijnen moeten strekken tot verwezenlijking van de vrijheid van vestiging.

9 Zie art. 2 (1), (2) en (6) VWEU en art. 5 (2) Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU).

10 Zie voor een overzicht: Vossestein, 2010, bijlagen I en II.

11 Een overzicht van deze richtlijnen volgt in par. 3.1.

Art. 50 VWEU maakt deel uit van Titel IV, hoofdstuk 2 van het VWEU, dat het opschrift “Het recht van vestiging” heeft. Het volgt direct op art. art. 49 VWEU, dat de vrijheid van vestiging garandeert. Volgens Vossestein kan hieruit worden afgeleid dat niet alleen de regelgevende bevoegdheid die de EU aan art. 50(1) VWEU ontleent, maar ook de op art. 50(2)(g) VWEU te baseren bevoegdheid moet worden uitgeoefend *om vrijheid van vestiging te bereiken*.¹² Dit betekent dat de regeling tot doel moet hebben om beperkingen en andere belemmeringen van de vestigingsvrijheid te elimineren dan wel de effectieve uitoefening van de vestigingsvrijheid te faciliteren. Een regeling waarmee niet een van deze doelen wordt nagestreefd kan niet op art. 50(2)(g) VWEU worden gebaseerd. Er zal dan een andere rechtsbasis moeten worden gevonden. Hiertegenover staat een ruimere interpretatie van art. 50(2)(g) VWEU, die volgens Grundmann “virtually beyond doubt” is.¹³ Volgens deze ruimere interpretatie kan de rechtsbasis van art. 50(2)(g) VWEU worden gehanteerd mits de hierop gebaseerde EU-regeling de rechten van aandeelhouders of derden beoogt te waarborgen en *de realisatie van een van de fundamentele vrijheden bevordert*.¹⁴ Het is volgens deze opvatting niet nodig dat de op art. 50(2)(g) VWEU te baseren regeling de vrijheid van vestiging bevordert, voldoende is dat zij de grensoverschrijdende activiteit van de vennootschap faciliteert. Het verschil tussen beide opvattingen kan worden geïllustreerd aan de hand van de Richtlijn aandeelhoudersrechten.¹⁵ Hieraan ligt behoudens art. 44 EG-Verdrag ook art. 95 EG-Verdrag ten grondslag. Volgens Vossestein strekt deze richtlijn niet tot bevordering van de uitoefening van de vestigingsvrijheid maar tot bevordering van een vrij kapitaalverkeer.¹⁶ Zij had dus zijns inziens niet mede op art. 44 EG-Verdrag, maar exclusief op art. 95 EG-verdrag moeten worden gebaseerd. De tekst van art. 95 is in de hoofdzaak ongewijzigd teruggekeerd in art. 114 VWEU, waarvan de eerste drie leden als volgt luiden:

“1. Tenzij in de Verdragen anders is bepaald, zijn de volgende bepalingen van toepassing voor de verwezenlijking van de doeleinden van art. 26.¹⁷ Het Europees Parlement en de Raad stellen volgens de gewone wetgevingsprocedure en na raadpleging van het Economisch en Sociaal Comité de maatregelen vast inzake de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen van de lidstaten die de instelling en de werking van de interne markt betreffen.

12 Vossestein 2010, blz. 78 (m.b.t. art. 44(1) EG-Verdrag en blz. 106 en 110 m.b.t. art. 44(2)(g) EG-Verdrag).

13 Grundmann 2012, blz. 56 met verwijzingen naar andere auteurs.

14 Grundmann 2012, blz. 56.

15 Richtlijn 2007/36/EG, *PBEU* nr. 184 van 14 juli 2007.

16 Vossestein 2010, blz. 101.

17 Art. 26 VWEU ziet op de totstandbrenging van de interne markt.

2. Lid 1 is niet van toepassing op de fiscale bepalingen, op de bepalingen inzake het vrije verkeer van personen en op de bepalingen inzake de rechten en belangen van werknemers.

3. De Commissie zal bij haar in lid 1 bedoelde voorstellen op het gebied van de volksgezondheid, de veiligheid, de milieubescherming en de consumentenbescherming uitgaan van een hoog beschermingsniveau, daarbij in het bijzonder rekening houdend met alle nieuwe ontwikkelingen die op wetenschappelijke gegevens zijn gebaseerd. Ook het Europees Parlement en de Raad zullen binnen hun respectieve bevoegdheden deze doelstelling trachten te verwezenlijken.”

Evenals art. 50(2)(g) stelt art. 114 VWEU de voorwaarde dat de regeling die hierop wordt gebaseerd tot harmonisatie moet leiden. Art. 114 VWEU ziet, anders dan art. 50(2)(g) VWEU, op alle regelingen die tot doel hebben de totstandkoming en het functioneren van de interne markt te bevorderen. De regelgevende bevoegdheid die kan worden ontleend aan art. 114 VWEU is dus zeker niet beperkt tot maatregelen ter bevordering van de vrijheid van vestiging.

Het leeuwendeel van de EU-regelgeving op het terrein van het vennootschapsrecht bestaat uit richtlijnen die de harmonisatie van onderdelen van de verschillende nationale vennootschapsrechtstelsels bewerkstelligen. De EU-wetgever heeft echter ook een aantal Europese rechtsvormen in het leven geroepen (zie hierover nader par. 3.2.). Hiervoor is het instrument van de verordening gebruikt. Een verordening die een Europese rechtsvorm in het leven roept kan niet worden gebaseerd op een van de hiervoor genoemde rechtsgrondslagen. Art. 50(1) VWEU kan immers alleen worden gehanteerd als basis voor richtlijnen terwijl art. 50(2)(g) VWEU en art. 114 VWEU alleen kunnen worden ingezet in het kader van harmonisatie van nationaal recht. De EESV-Verordening, de SE-Verordening en de SCE-Verordening zijn dan ook gebaseerd op een andere rechtsgrondslag: art. 308 EG-Verdrag, dat in enigszins gewijzigde vorm¹⁸ is teruggekeerd als art. 352(1) VWEU:

“Indien een optreden van de Unie in het kader van de beleidsgebieden van de Verdragen nodig blijkt om een van de doelstellingen van de Verdragen te verwezenlijken zonder dat deze Verdragen in de daartoe vereiste bevoegdheden voorzien, stelt de Raad op voorstel van de Commissie en na goedkeuring door het Europees Parlement, met eenparigheid van stemmen passende bepalingen vast. Wanneer de

18 Belangrijke wijzigingen zijn dat de beperking in art. 308 EG-Verdrag tot maatregelen die *in het kader van de gemeenschappelijke markt* nodig zijn is geschrapt en dat, waar art. 308 EG-verdrag *raadpleging* van het Europees Parlement vereiste, art. 352 VWEU de *goedkeuring* door het Europees Parlement verlangt.

bepalingen door de Raad volgens een bijzondere wetgevingsprocedure worden vastgesteld, besluit hij eveneens met eenparigheid van stemmen, op voorstel van de Commissie en na goedkeuring van het Europees Parlement.”

Wat opvalt aan deze bepaling is dat zij besluitvorming in de Raad met eenparigheid van stemmen vereist, terwijl de Raad tot wetgeving op grond van art. 50 VWEU of art. 114 VWEU kan besluiten met een gekwalificeerde meerderheid.¹⁹ Art. 352 VWEU geeft iedere lidstaat een vetorecht. Dit maakt de totstandkoming van EU-wetgeving op grond van art. 352 VWEU een uiterst moeizaam proces. Eenzelfde hindernis ligt ook besloten in art. 115 VWEU (voorheen art. 94 EG-verdrag), dat nog niet als rechtsbasis is gehanteerd voor EU-wetgeving op het terrein van het vennootschapsrecht. Art. 115 VWEU luidt:

“Onverminderd artikel 114 stelt de Raad na raadpleging van het Europees Parlement en het Economisch en Sociaal Comité met eenparigheid van stemmen, volgens een bijzondere wetgevingsprocedure richtlijnen vast voor de onderlinge aanpassing van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen der lidstaten welke rechtstreeks van invloed zijn op de instelling of de werking van de interne markt.”

Nadat de correcte rechtsbasis voor wetgeving op het terrein van het vennootschapsrecht is gevonden moeten er nog twee hobbels worden genomen: het subsidiariteitsbeginsel en het proportionaliteitsbeginsel. Deze beginselen, die grenzen stellen aan de bevoegdheden van de EU, zijn neergelegd in art. 5 VEU. Het subsidiariteitsbeginsel houdt in dat – behoudens op terreinen waarvoor een exclusieve bevoegdheid van de EU geldt²⁰ – de EU alleen optreedt wanneer dat doeltreffender is dan een optreden op landelijk, regionaal of lokaal niveau.²¹ Het evenredigheidsbeginsel brengt mee dat de inhoud en vorm van het optreden van de EU niet verder mogen gaan dan wat nodig is om de doelstellingen van de Verdragen te verzekeren.²² De algemene opvatting in de literatuur lijkt te zijn dat de grenzen die art. 5 VEU stelt aan de wetgevende bevoegdheid van de EU op het terrein van het vennootschapsrecht niet overschat moeten worden.²³ Wat echter niet moet worden onderschat is dat

19 Wij gaan hier niet in op de tamelijk ingewikkelde wijze waarop wetgeving in de EU volgens de normale wetgevingsprocedure (voorheen: de codecisieprocedure) tot stand komt. Zie daarvoor: <http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/nl/0080a6d3d8/Ordinary-legislative-procedure.html>.

20 De EU is niet exclusief bevoegd op het terrein van het vennootschapsrecht.

21 Art. 5(3) VEU.

22 Art. 5(4) VEU.

23 Vossestein 2010, blz. 228 en Grundmann 2012, blz. 58.

lidstaten die niet content zijn met een voornemen tot EU-regelgeving dit kunnen proberen te frustreren met een beroep op het subsidiariteitsbeginsel.²⁴ Bovendien is in sommige gevallen serieuze twijfel mogelijk over de vraag of een voorgestelde regeling voldoet aan het subsidiariteitsbeginsel. Wij komen hier op terug bij de bespreking van de voorstellen tot invoering van een Europese BV.

Bij de uitoefening van haar wetgevende bevoegdheid moet de EU het primaire unierecht in acht nemen. Dit betekent dat richtlijnen en verordeningen op het terrein van het vennootschapsrecht in overeenstemming moeten zijn met de in art. 49 en 54 VWEU neergelegde vrijheid van vestiging. Dit lijkt evident, maar in het verleden is bijvoorbeeld met betrekking tot de Tweede Richtlijn,²⁵ de Richtlijn openbaar overnamebod²⁶ en de SE-Verordening²⁷ de vraag gerezen of deze niet op onderdelen in strijd zijn met (destijds) art. 43 EG-Verdrag.²⁸

Hierboven zijn de mogelijke grondslagen voor richtlijnen en verordeningen op het terrein van het vennootschapsrecht besproken. Wij wijzen er volledigheidshalve op dat de Commissie art. 17(1) VEU (voorheen art. 211 EG-Verdrag) kan hanteren als grondslag voor aanbevelingen. Zoals de term zelf al aangeeft gaat het hier om niet-bindende besluiten die geen verplichtingen aan de lidstaten opleggen. Van dit instrument is een aantal malen gebruik gemaakt voor regelingen op het terrein van corporate governance.²⁹ Het gaat om onderwerpen die in de lidstaten ook geregeld worden in ‘soft law’, in de vorm van corporate governance codes.

3. De ontwikkeling van het EU-vennootschapsrecht: een inventarisatie

3.1. Drie perioden: I. 1968-1989: harmonisatie van waarborgen voor aandeelhouders en derden, II. 1990-2000: stagnatie, III. 2001-nu: focus op cross border mobility en beursvennootschap

In de zestiger jaren is de Europese wetgever begonnen aan een programma bestaand uit richtlijnen waarmee beoogd werd het nationale recht met betrekking tot met name vennootschappen van het nv-type binnen de Europese Gemeenschap inhoudelijk te harmoniseren. De voornaamste

24 J.W. Winter, ‘The European Union’s Involvement in Company Law and Corporate Governance’, in Geens/Hopt 2010, blz. 359: “Subsidiarity is an argument often heard and used when Member States do not like the possible outcome of a regulatory process”.

25 Tweede Richtlijn (77/91/EEG), *PBEG* nr. L 26 van 31 januari 1977.

26 Richtlijn 2004/25/EG, *PBEU* nr. L 142 van 30 april 2004.

27 Verordening (EG) nr. 2157/2001, *PBEG* nr. L 294 van 10 november 2001.

28 Zie hierover de uitvoerige beschouwingen in Vossestein 2010, blz. 207-228.

29 Deze aanbevelingen worden genoemd in 3.1. en er wordt nader op ingegaan in 3.4.

drijfveer voor dit harmonisatieprogramma was de gedachte dat moest worden verhinderd dat een competitie zou ontstaan tussen lidstaten met als inzet: wie heeft het aantrekkelijkste (lees soepelste) vennootschapsrecht? Om een Europese *race to the bottom* te voorkomen moesten de waarborgen voor aandeelhouders en derden worden geharmoniseerd.³⁰

Het harmonisatieprogramma ging in 1968 van start met de Eerste Richtlijn, die voorschriften voor publicatie van gegevens (oprichtingsakte, statuten) alsmede een regeling voor de vertegenwoordiging van de NV bevat.³¹ Vervolgens kwam in 1976 de Tweede Richtlijn tot stand, die harmonisatie van het kapitaalbeschermingsrecht bij de NV reguleerde.³² De richtlijn geeft voorschriften voor een minimumkapitaal voor de NV en het bijhouden daarvan in het belang van crediteuren. De scope van crediteurenbescherming is in die zin beperkt dat de richtlijn focust op kapitaalbescherming en geen regels geeft voor vermogensonttrekkingen in bredere zin. In 2006 is de richtlijn gewijzigd en is het kapitaalbeschermingsregime op een aantal onderdelen, waaronder financiële steunverlening, versoepeld.³³

Harmonisatie van regels voor jaarverslaggeving en publicatie van de jaarrekening werd bereikt door de Vierde Richtlijn (1978) en de Zevende Richtlijn uit 1983, die regels gaf voor de geconsolideerde jaarrekening.³⁴

In 1978 werd de Derde Richtlijn aangenomen, die een regeling geeft voor juridische fusie, in 1982 gevolgd door een regeling van juridische splitsing in de Zesde Richtlijn.³⁵ Zoals hieronder nader aan de orde komt, verplichten beide richtlijnen de lidstaten wettelijke voorzieningen te treffen ter bescherming van de positie van crediteuren bij een fusie of splitsing. De lidstaten waren vrij in de wijze waarop zij deze bescherming vorm gaven, zodat in zoverre geen inhoudelijke harmonisatie plaatsvond. In de arbeidsrechtelijke bescherming van werknemers was voorzien door de Richtlijn inzake overgang

30 Zie J.W. Winter, 'The European Union's Involvement in Company Law and Corporate Governance', in Geens/Hopt 2010, blz. 358. Zie in kritische zin over het harmonisatieprogramma: Enriques 2005b, blz. 5.

31 Eerste Richtlijn (68/151/EEG), *PBEG* nr. L 65 van 14 maart 1968. Deze richtlijn is inmiddels ingetrokken en vervangen door Richtlijn 2009/101/EG, *PBEU* nr. L 258 van 1 oktober 2009.

32 Tweede Richtlijn (77/91/EEG), *PBEG* nr. L 26 van 31 januari 1977.

33 Richtlijn 2006/68/EG, *PBEU* nr. L 264 van 25 september 2006.

34 Vierde Richtlijn (78/660/EEG), *PBEG* nr. L 222 van 14 augustus 1978, Zevende Richtlijn (83/349/EEG), *PBEG* nr. L 193 van 18 juni 1983. De in 1984 tot stand gekomen Achtste Richtlijn (84/253/EEG), *PBEG* nr. L 126 van 12 mei 1984, geeft voorschriften voor controle van de jaarrekening door deskundigen, in Nederland accountants, maar bevat geen inhoudelijke harmonisatie van vennootschapsrecht. Deze richtlijn is ingetrokken en vervangen door richtlijn 2006/43/EG, *PBEU* nr. L 157 van 9 juni 2006.

35 Derde Richtlijn (78/885/EEG), *PBEG* nr. L 295 van 20 oktober 1978 en Zesde Richtlijn (82/891/EEG), *PBEG* nr. L 378 van 31 december 1982. De Derde Richtlijn werd opnieuw vastgesteld bij Richtlijn 2011/35/EU, *PBEU* nr. L 110 van 29 april 2011.

van onderneming³⁶ terwijl voor medezeggenschap van werknemers geen regeling werd getroffen; nationaal recht (voor Nederland: de wet op de ondernemingsraden) is van toepassing.

Een ontwerp voor een Vijfde Richtlijn verscheen in 1972, in 1983 en werd in 1990 gevolgd door een gewijzigd voorstel.³⁷ Deze Vijfde Richtlijn heeft de eindstreep nooit gehaald. Het voorstel voorzag in inhoudelijke harmonisatie van wat wij nu zouden karakteriseren als de corporate governance van de NV. Het bevatte bepalingen over de benoeming en ontslag van het bestuur en toezichthoudend orgaan in het dualistisch systeem en van het bestuursorgaan in een monistisch stelsel, waarbij tevens was voorzien in medezeggenschap van werknemers. In het voorstel was tevens de (interne) aansprakelijkheid van de leden van deze organen geregeld. Verder bevatte de richtlijn voorschriften over de algemene vergadering (bijeenroeping, stemrecht, besluitvorming).

Ook de Negende Richtlijn is nooit tot wasdom gekomen: deze richtlijn voorzag in een op Duitse leest geschoeide regeling van concernrecht en beoogde inhoudelijke harmonisatie van het groepsrecht.

Wel gerealiseerd is de Twaalfde Richtlijn (1989), die het mogelijk maakt in alle lidstaten eenpersoonsvennootschappen op te richten.³⁸ Daarna was er gedurende tien jaar geen nieuws te melden van het Europese wetgevingsfront, maar was er wel activiteit in Luxemburg. In 1999 wees het Hof van Justitie het Centros-arrest, het eerste van een reeks van *landmark* arresten inzake vestigingsvrijheid van vennootschappen. Door deze arresten werd een aantal barrières voor grensoverschrijdende mobiliteit geslecht. Zie hierover nader par. 3.3.

In november 2001 werden de Verordening voor een Europese Vennootschap (SE-Verordening)³⁹ en de bijbehorende richtlijn die de rechten van de werknemers regelt (SE-Richtlijn)⁴⁰ aangenomen. De SE-Verordening maakt oprichting van een SE door middel van een fusie van naamloze vennootschappen uit verschillende lidstaten mogelijk. Hiermee is de SE-Verordening de eerste regeling uit de koker van de Europese wetgever die grensoverschrijdende mobiliteit van vennootschappen faciliteert. *Cross border mobility* is na 2001 een belangrijk thema geworden in Brussel. Dit moet worden gezien tegen de achtergrond dat de Commissie sinds het Verdrag van Maastricht⁴¹ meer nadruk is gaan leggen op het subsidiariteitsbeginsel. In het

36 Richtlijn 77/178/EG, *PBEG* nr. L 61 van 5 maart 1977, thans: Richtlijn 2001/23/EG *PBEG* nr. L van 22 maart 2001.

37 Het tweede gewijzigd voorstel werd gepubliceerd in *PBEG* nr. C van 11 januari 1991.

38 Twaalfde Richtlijn 89/667/EEG, *PBEG* nr. L 395 van 30 december 1989. Deze is ingetrokken en vervangen door Richtlijn 2009/102/EG, *PBEU* nr. L 258 van 1 oktober 2009.

39 Verordening (EG) nr. 2157/2001, *PBEG* nr. L 294 van 10 november 2001.

40 Richtlijn 2001/86/EG, *PBEG* nr. L 294 van 10 november 2001.

41 Verdrag betreffende de Europese Unie, *PBEG* nr. C 191 van 29 juli 1992 (in werking getreden op 1 november 1993).

Actieplan uit 2003 stelt zij dat “maatregelen op het gebied van het vennootschapsrecht in ieder geval een aantal specifieke grensoverschrijdende problemen dienen aan te pakken (...) ten aanzien waarvan maatregelen van de Gemeenschap wellicht de enige manier zijn om de beoogde doelen te bereiken”.⁴² Conform deze beleidslijn is in 2005 de hierna te bespreken Richtlijn grensoverschrijdende fusie⁴³ aangenomen. Een andere richtlijn die beoogt de grensoverschrijdende mobiliteit van vennootschappen te faciliteren is de in juni 2012 aangenomen Richtlijn die zal leiden tot koppeling van de nationale handelsregisters.⁴⁴

Behalve op grensoverschrijdende mobiliteit van vennootschappen is de aandacht van de Europese wetgever zich na 2001 in versterkte mate op de beursvennootschap gaan richten. De toegenomen focus op (governance van) beursvennootschappen kan deels worden verklaard door schandalen als de Enron-affaire, die wereldwijd tot een hausse aan regels voor beursvennootschappen hebben geleid.⁴⁵ Daarnaast vond aan het begin van de 21e eeuw ook in Brussel de roep om meer rechten voor aandeelhouders van beursvennootschappen gehoor. Zo kwam in 2004 de Richtlijn openbaar overnamebod tot stand (eerder aangeduid als de Dertiende Richtlijn). De richtlijn kent een bewogen voorgeschiedenis, met name doordat moeilijk overeenstemming bereikt kon worden over het thema beschermingsconstructies. Uiteindelijk is via een *opt in/opt out* regeling een compromis gesloten.⁴⁶ In 2007 is de Richtlijn aandeelhoudersrechten aangenomen, die de uitoefening van zeggenschapsrechten door aandeelhouders in beursgenoteerde ondernemingen reguleert.⁴⁷

Op het terrein van governance van beursvennootschappen heeft de Commissie bovendien een aantal aanbevelingen het licht doen zien. Deze hebben betrekking op de rol en onafhankelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders/commissarissen en beloning van bestuurders van beursvennootschappen.⁴⁸ Sinds het uitbreken van de financiële crisis heeft de EU-wetgever bijzondere aandacht voor de governance van financiële instellingen. Zo zijn er bijvoorbeeld specifieke regels

42 Actieplan, blz. 10.

43 Richtlijn 2005/56/EG, *PBEU* nr. L 310 van 25 november 2005.

44 Richtlijn 2012/17/EU, *PBEU* nr. L 156 van 16 juni 2012.

45 Zie Actieplan, blz. 8: “recente financiële schandalen hebben aanleiding gegeven tot een nieuw, levendig debat over corporate governance; het noodzakelijke herstel van het vertrouwen is een reden te meer om nieuwe initiatieven op EU-niveau te ontplooiën”.

46 Richtlijn 2004/25/EG, *PBEU* nr. L 142 van 30 april 2004.

47 Richtlijn 2007/36/EG, *PBEU* nr. L 184 van 14 juli 2007.

48 Aanbeveling van de Commissie van 14 december 2004 over beloning van bestuurders van beursvennootschappen (2004/913/EG, *PBEU* nr. L 385 van 29 december 2004); Aanbeveling van de commissie van 30 april 2009 over beloning van bestuurders van beursvennootschappen (2009/385/EG, *PBEU* nr. L 120); Aanbeveling van de Commissie van 15 februari 2005 over independent directors (2005/162/EG, *PBEU* nr. L 52 van 25 februari 2005).

ingevoerd met betrekking tot de beloning van bestuurders en bepaalde andere functionarissen van financiële instellingen. Wij wijzen op de beloningsprincipes die zijn opgenomen in de zogenoemde *Capital Rights Directive III*⁴⁹ en de aanbeveling van de Commissie over het beloningsbeleid in de financiële sector,⁵⁰ maar gaan hier verder niet op in.

Ten slotte wijzen wij er op dat de Europese wetgever sinds 2001 ook zeer actief is op het terrein van regulering van de kapitaalmarkt,⁵¹ wij noemen de Prospectusrichtlijn,⁵² Transparantierichtlijn⁵³ en de Richtlijn marktmisbruik.⁵⁴ Deze regulering van de kapitaalmarkt valt buiten het bereik van ons preadvies.

3.2. Europese rechtsvormen

De eerste communautaire rechtsvorm die tot stand kwam was het Europees Economisch Samenwerkingsverband. De EESV-Verordening werd in 1985 aangenomen en trad in 1989 in werking.⁵⁵ Van het EESV, een samenwerkingsverband met 'leden' uit verschillende lidstaten, enigszins vergelijkbaar met een personenvennootschap, wordt bijzonder weinig gebruik gemaakt, wij laten het EESV daarom onbesproken.

In 1992 werd een drietal Ontwerpverordeningen gepubliceerd voor een Europese Vereniging, Europese Coöperatie en Europese Onderlinge Maatschappij. Van deze rechtsvormen heeft alleen de Europese coöperatie (zie hieronder) de eindstreep gehaald. De overige voorstellen zijn in 2006 ingetrokken.⁵⁶

De totstandkoming in 2001 van de Verordening voor een Europese vennootschap (SE-Verordening) wordt door velen als een mijlpaal gezien. De Societas

49 Richtlijn 2010/76/EU, *PBEU* nr. L 329 van 14 december 2010.

50 Aanbeveling van de Commissie van 30 april 2009 over het beloningsbeleid in de financiële sector (2009/384/EG, *PBEU* nr. L 120 van 15 mei 2009).

51 De verhoogde activiteit op dit terrein is terug te voeren op het Financial Services Action Plan van de Commissie (COM(1999)232, 11 mei 1999). Wij wijzen er op dat al aan het eind van de jaren '80 twee richtlijnen zijn aangenomen die onder de noemer kapitaalmarktregulering kunnen worden gebracht: de Richtlijn belangrijke kapitaal deelneming (88/627/EEG, *PBEU* nr. L 348 van 17 december 1988) en de Richtlijn transacties van ingewijden (89/592/EEG *PBEU* nr. L 334 van 18 november 1989). De eerste van deze twee heeft in 1996 in Nederland tot de invoering van de Wet melding Zeggenschap geleid, die later is opgegaan in de Wft.

52 Richtlijn 2003/71/EG, *PBEU* nr. L 345 van 31 december 2003 en Richtlijn 2010/73/EG *PBEU* nr. L 327 van 11 december 2010.

53 Richtlijn 2001/34/EG, *PBEU* nr. L 184 van 6 juli 2001.

54 Richtlijn 2003/6/EU, *PBEU* nr. L 96 van 12 april 2003.

55 *PBEU* nr. L 199 van 31 juli 1985.

56 De ontwerp-verordeningen werden gepubliceerd in *PBEU* nr. C 99 van 21 april 1992. De ontwerpen werden in 1993 nog aangepast (*PBEU* nr. C 236 van 31 augustus 1993). Zie over Europese onderlinge: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/social-economy/mutuals/index_en.htm.

Europaea ontstond na een onderhandelingsperiode van ongeveer 30 jaar nadat deze in 1959 door Sanders was bepleit.⁵⁷ De Verordening draagt in sterke mate een compromiskarakter in zich omdat een uniforme regeling niet mogelijk bleek en de SE-Verordening in belangrijke mate refereert aan toepasselijk nationaal NV-recht. Feitelijk zijn er dus binnen de Europese Unie 27 verschillende SE-regimes zodat de SE geen ‘echte’ supranationale rechtsvorm is geworden. Een belangrijke blokkade voor totstandkoming van de SE-Verordening vormde de medezeggenschap, waaronder in Europese context wordt verstaan: invloedsuitoefening door werknemers(vertegenwoordigers) op de samenstelling van het toezichthoudend orgaan (dualistisch model) of van het bestuursorgaan in het monistisch model. Medezeggenschap in Europese context is dus ‘vennootschappelijke medezeggenschap’ zoals wij die kennen in de structuurregeling. Deze terminologie wijkt af van ons spraakgebruik waarbij wij bij medezeggenschap met name denken aan invloedsuitoefening op grond van de Wet op de ondernemingsraden. Om te voorkomen dat oprichting van een SE bestaande medezeggenschapsrechten teniet zou doen, is in de met de SE-Verordening verbonden richtlijn (SE-Richtlijn)⁵⁸ een ingewikkelde regeling getroffen waarbij medezeggenschapsregelingen onderling worden ‘gewogen’. Deze regels vormen een vangnet: voorop staat dat wordt onderhandeld over de medezeggenschap in de op te richten SE. Toepassing van de regels uit de SE-Richtlijn kan er toe leiden dat een bij een van de oprichtende vennootschappen geïmplementeerd medezeggenschapssysteem wordt ‘geëxporteerd’ naar de SE.⁵⁹ In 2010 heeft de Commissie de SE geëvalueerd en hieruit kan afgeleid worden dat deze communautaire rechtsvorm niet zo succesvol is als werd gehoopt.⁶⁰ In Nederland is het gebruik van de SE beperkt: medio 2012 zijn 33 SE’s in Nederland gevestigd.⁶¹ Voor de beperkte populariteit van de SE wordt een aantal redenen aangedragen waaronder: de hoogte van het minimumkapitaal, genoemde medezeggenschapsregeling, de beperkte mogelijkheden voor grensoverschrijdende mobiliteit aangezien werkelijke en statutaire zetel in

57 Zie de Bundel Sanders 2010, waarin de oratie van Sanders is opgenomen. Het voorontwerp uit 1967 was van Sanders’ hand en hij was betrokken bij de ontwerpen uit 1970 en 1975. Zie over de SE het Preadvies 2004 en Koppenol-Laforce 2005.

58 Richtlijn 2001/86/EG, *PBEG* L 294 van 10 november 2001.

59 Zie nader: P.A.M. Witteveen, ‘De Europese vennootschap en de rol van de werknemers’, in Preadvies 2004 (Deel III) en J. “Medezeggenschap’ van werknemers’, in Koppenol-Laforce 2005 (hoofdstuk 6).

60 Zie COM(2010) 676, *De toepassing van Verordening (EG) nr. 2157/2001 van de Raad van 8 oktober 2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE)* (Brussel 17 november 2010), zie: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0676:FIN:NL:PDF>.

61 Zie www.worker-participation.eu waar de SE bijzonder uitvoerig is gedocumenteerd. Per 1 juni 2012 waren er in totaal 1286 SE’s geregistreerd. Absolute koploper is Tsjechië, daar zijn 790 SE’s gevestigd.

dezelfde lidstaat gelegen moeten zijn, en het gegeven dat de SE zo sterk wordt gereguleerd door nationaal NV-recht dat zij geen werkelijk communautaire rechtsvorm is. Vereenvoudiging van de SE-Verordening en de SE-Richtlijn wordt dan ook bepleit.⁶²

In 2003 werden de Verordening voor een Europese coöperatieve vennootschap (SCE) en de bijbehorende richtlijn aangenomen. Ook hier geldt net als bij de Europese vennootschap dat de Verordening sterk leunt op nationaal coöperatierecht. De regeling van medezeggenschap in de richtlijn is bijna identiek met die van de Europese vennootschap. Van de SCE wordt weinig gebruik gemaakt.⁶³

Al een aantal jaar wordt gewerkt aan de totstandkoming van een Europese BV: de SPE. Een ontwerp-Verordening is in 2008 ingediend en in 2009 in geamendeerde vorm door het Europees Parlement geaccepteerd. Hoewel de onderhandelingen in het voorjaar van 2011 gestrand leken te zijn, blijkt zowel uit het *Feedback Statement Company Law* als uit een resolutie van het Europees Parlement dat er nog steeds animo bestaat om de SPE of een ander vehikel voor SME's (*small and medium enterprises*, MKB-ondernemingen) van de grond te krijgen.⁶⁴ Met de SPE is oorspronkelijk beoogd een uniforme regeling tot stand te brengen opdat de SPE in alle lidstaten dezelfde structuur heeft en nationaal recht slechts beperkt van toepassing is; op dit punt zou de SPE dus in belangrijke mate verschillen van SE. De SPE is zowel bedoeld voor MKB-ondernemingen (bijvoorbeeld in geval van agentuur of distributie) alsook voor internationaal opererende concerns. De gedachte is dat deze rechtsvorm kostenbesparend kan zijn voor het MKB. Is eenmaal een SPE opgericht, dan kunnen vervolgens in verschillende lidstaten 'identieke' SPE's tot stand worden gebracht worden. Onder huidig recht zou in iedere lidstaat naar nationaal recht een vennootschap opgericht moeten worden met de daarbij behorende advieskosten. Voorstanders van de Europese BV zien haar charme met name in de eenvoud die de vennootschappelijke structuur de gebruikers daarvan biedt; degenen die het project met enige scepsis bejegenen zien daarnaast, juist door deze eenvoudige vormgeving, gevaren voor de 'stakeholders' van de SPE: minderheidsaandeelhouders, werknemers en crediteuren. Bovendien is de verhouding tussen het uniforme recht dat de

62 *Reflection Group*, blz. 30 en *Feedback Statement Corporate Law*, blz. 7, zie nader par. 5 hieronder. De Commissie heeft aangekondigd zich over mogelijke wijzigingen te bezinnen en mogelijk in 2012 een daartoe strekkend voorstel te doen, zie COM (2010) 676 def, blz. 11.

63 SCE-Verordening nr. 1435/2003 en SCE-Richtlijn 2003/72/EG beiden gepubliceerd in *PBEU* nr. L 207 van 18 augustus 2003. Wij laten de SCE in het navolgende onbesproken.

64 Ontwerp-Verordening SPE COM(2008)396. In mei 2011 werd een compromisvoorstel (verder: Compromisvoorstel) gepubliceerd (zie: http://www.europeanprivatecompany.eu/legal_texts/download/Hungarian-presidency-Mai2011.pdf). Over dit voorstel lijkt een impasse te bestaan. Het Europees Parlement heeft in juni 2012 een resolutie aangenomen waarin wordt bepleit het SPE project weer vlot te trekken (2012/2669(RSP)).

SPE reguleert en het nationale recht bepaald niet eenvoudig.⁶⁵ En daarmee is dus sprake van schijnbare eenvoud: tal van kwesties zullen onderworpen zijn aan nationaal recht.

Onlangs werd een voorstel voor een Europese Stichting (*Fundatio Europaea*, FE) gelanceerd. Beoogd wordt, net als bij de SPE, een uniforme rechtsvorm tot stand te brengen. Aangezien de stichting buiten het bereik van dit preadvies valt, laten wij haar verder onbesproken.⁶⁶

3.3. Grensoverschrijdende mobiliteit

Terwijl in het laatste decennium van de twintigste eeuw de EU-wetgevingsactiviteiten stagneerden gaf het Hof van Justitie vanaf 1999 een enorme impuls aan de vestigingsvrijheid van vennootschappen met een reeks van baanbrekende arresten: *Centros*, *Überseering*, *Inspire Art*, *Sevic*, *Cartesio* en *Vale*.⁶⁷

Uit het arrest *Überseering* volgt dat toepassing van het stelsel van de werkelijke zetel op een rechtsgeldig in Nederland opgerichte vennootschap die haar bestuurszetel had verplaatst naar Duitsland een ongeoorloofde beperking van de vestigingsvrijheid inhoudt. In het arrest *Inspire Art* heeft het Hof van Justitie een stokje gestoken voor toepassing van Nederlandse bepalingen omtrent het minimumkapitaal op vennootschappen uit andere lidstaten. Voorschriften van nationaal recht die de vestigingsvrijheid belemmeren mogen slechts worden toegepast op vennootschappen uit andere lidstaten indien zij zonder onderscheid worden toegepast, hun rechtvaardiging vinden in dwingende redenen van algemeen belang, geschikt zijn om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te waarborgen en niet verder gaan dan nodig is voor het bereiken van dat doel.⁶⁸ De arresten *Überseering* en *Inspire Art* hebben ruim baan gegeven aan de incorporatieleer en geleid tot een zekere mate van concurrentie tussen rechtsvormen (*regulatory competition*), zie daarover nader par. 4.2.

65 Zie voor een kritische analyse van het voorstel uit 2008: Zaman e.a. 2009, ten aanzien van deze stakeholders name de bijdragen van Lennarts, De Kluiver/Roest en Barneveld.

66 Proposal for a Council Regulation on the Statute for a European Foundation (FE), COM (2012) 35 final.

67 Vindplaatsen: *Centros*, *Jurispr.* 1999, blz. I-1484, *NJ* 2000, 48 (m.nt. Vlas), *JOR* 1999/117 (m.nt. Van Solinge); *Überseering*, *Jurispr.* 2002, blz. I-9943, *NJ* 2003, 58 (m.nt. Vlas), *JOR* 2003/4 (m.nt. Van Solinge); *Inspire Art*, *Jurispr.* 2003, blz. I-10195, *NJ* 2004, 394 (m.nt. Vlas), *JOR* 2003/249 (m.nt. Vossestein); *Sevic*, *Jurispr.* 2005, blz. I-10825, *NJ* 2009, 201 (m.nt. Vlas onder *NJ* 2009, 202), *JOR* 2006/33 (m.nt. Vossestein) en *Cartesio*, *Jurispr.* 2008, blz. I-09641, *NJ* 2009, 202 (m.nt. Vlas), *JOR* 2009/35 (m.nt. Vossestein), *Vale* (C-378/10), HvJ 12 juli 2012, *JOR* 2012, 285, m.nt. Vossestein.

68 *Inspire Art*, r.o. 133 met verwijzing naar o.m. HvJEG 30 november 1995, C-55/94 (*Gebhard*).

Nadat het Hof van Justitie met het *SEVIC*-arrest het pad had geëffend kwam in 2005 de Richtlijn grensoverschrijdende (Richtlijn GOF) fusie tot stand.⁶⁹ Deze richtlijn maakt het mogelijk dat kapitaalvennootschappen grensoverschrijdend juridisch fuseren zodat het vermogen van een vennootschap die bij fusie ophoudt te bestaan, onder algemene titel over gaat naar een bestaande of nieuw op te richten vennootschap in een andere lidstaat. Grensoverschrijdende fusie was voor de implementatie van de Richtlijn GOF al mogelijk via oprichting van een SE. De systematiek uit de SE-Richtlijn is overgenomen ter bescherming van de medezeggenschap van werknemers bij grensoverschrijdende fusie (art. 16 Richtlijn GOF).

Een andere vorm van grensoverschrijdende mobiliteit is de verplaatsing van de statutaire zetel. De Europese wetgever heeft deze faciliteit in het leven geroepen voor de SE en de SCE. Zetelverplaatsing impliceert dat de vennootschap zich onderwerpt aan het toepasselijke recht in de lidstaat waarheen zij haar zetel verplaatst. Aangezien dit toepasselijk recht in belangrijke mate nationaal NV-recht is en alle lidstaten hun eigen SE-regime kennen, vormt zetelverplaatsing van een SE een ingrijpende operatie.⁷⁰ Uit de arresten *Cartesio* en *Vale* volgt dat zetelverplaatsing voor nationale rechtspersonen onder omstandigheden mogelijk is; niet alle vormen van ‘zetelverplaatsing’ worden echter door deze arresten bestreken. Hier is dus nog behoefte aan wetgevend optreden, zie nader par. 5.3.

3.4. *Beursgenoteerde vennootschappen: corporate governance*

Na het mislukken van de Vijfde richtlijn heeft de EU geruime tijd geen initiatieven ontplooid met betrekking tot regelgeving op het terrein van corporate governance. Hierin kwam pas verandering na het verschijnen van het Actieplan. Daarin kondigde de Commissie voor de korte termijn (2003-2005) de volgende plannen aan:

- versterking van de openbaarmakingsverplichtingen voor beursgenoteerde ondernemingen met betrekking tot corporate governance (richtlijn)
- de invoering van een geïntegreerd rechtskader om een efficiënte communicatie met de aandeelhouders en de besluitvorming te vergemakkelijken (richtlijn)
- versterking van de rol van onafhankelijke niet bij het dagelijks bestuur betrokken bestuurder en commissarissen (aanbeveling)
- bevordering van een passende regeling voor de beloning van bestuurders (aanbeveling)

⁶⁹ Richtlijn 2005/56/EG, *PBEU* nr. L 310 van 25 november 2005.

⁷⁰ Zie art. 8 SE-Verordening. Overigens kan een SE zich omzetten in een nationale NV (art. 66 SE-Verordening) zodat grensoverschrijdende omzetting van een NV naar het equivalent in een andere lidstaat, via oprichting van een SE, zetelverplaatsing en omzetting van de SE in een ‘NV’ mogelijk is.

- bevestiging op EU-niveau van de collectieve verantwoordelijkheid van de leden van de raad van bestuur voor financiële overzichten (richtlijn)

Voor de middellange termijn (2006-2008) kwam de Commissie met de volgende plannen voor wetgeving:

- betere informatieverstrekking door institutionele beleggers over hun beleggings- en stemstrategie (richtlijn)
- keuzemogelijkheid voor alle beursgenoteerde ondernemingen tussen een dualistische of monistische raad van bestuur (richtlijn)
- versterking van de verantwoordelijkheden van de leden van de raad van bestuur (recht voor aandeelhouders op het doen instellen van een enquête, *wrongful-trading*-regeling, bestuursverbod) (richtlijn)

De plannen van de Commissie voor de korte termijn hebben zonder uitzondering geresulteerd in regelgeving. Hiervoor is al gewezen op de aanbevelingen met betrekking tot de rol en onafhankelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders/commissarissen en beloning van bestuurders van beursvennootschappen. In Richtlijn 2006/46/EG is de verplichting opgenomen voor beursgenoteerde vennootschappen om een corporate governance statement in hun jaarverslag op te nemen. In dit statement verwijst de vennootschap naar de toepasselijke corporate governance code en legt zij elke afwijking van deze code gemotiveerd uit (*'comply or explain'*). In deze richtlijn is bovendien geregeld dat lidstaten ervoor moeten zorgen dat bestuurders van beursvennootschappen collectief verantwoordelijk zijn voor financiële verslaglegging en belangrijke niet-financiële informatie (zoals bv. het corporate governance statement). Met al deze maatregelen, die direct zijn terug te voeren op schandalen als de Enron-affaire, werd beoogd een verbetering van het functioneren van bestuur van c.q. toezicht op het bestuur van ondernemingen te bewerkstelligen. De tweede pijler van het voorgenomen corporate governance- beleid van de Commissie, het versterken van de rechten van aandeelhouders, is terug te vinden in de Richtlijn aandeelhoudersrechten, waarin onder meer zijn geregeld: de informatieverstrekking aan aandeelhouders voorafgaand aan de vergadering, de voorwaarden voor deelname aan en uitoefening van het stemrecht op de vergadering (registratiedatum, elektronische deelname), het recht op het stellen van vragen en het stemmen bij volmacht. Op zijn zachtst gezegd opmerkelijk⁷¹ is dat deze richtlijn niet de belemmeringen uit de weg

71 Zie voor sterkere bewoordingen J.W. Winter, 'The European Union's Involvement in Company Law and Corporate Governance', in: Geens/Hopt 2010, blz. 372-373: "..., typical of the EU process of lack of agreement and then agreeing on a Directive which does not make sense, the Directive completely fails to provide any useful content that would allow shareholders to effectively exercise their voting rights along a chain of intermediaries".

ruimt die de grensoverschrijdende uitoefening van het stemrecht in de praktijk bemoeilijken. In het Actieplan had de Commissie er namelijk juist een punt van gemaakt dit probleem te willen aanpakken.

Voor de plannen van de Commissie voor de middellange termijn lijkt te gelden: van uitstel komt afstel. Geen van deze plannen is binnen de geplande periode gerealiseerd.

3.5. *EU-vennootschapsrecht anno 2012: stand van zaken*

Als wij bovenstaand overzicht op ons laten inwerken, dan zien wij dat na totstandkoming van de Twaalfde Richtlijn in 1989 de inhoudelijke harmonisatie van het vennootschapsrecht via EU-wetgeving feitelijk is gestopt. Fundamentele uniformering van vennootschapsrecht zoals beoogd met de Vijfde Richtlijn, bleek in het begin van de jaren '90 definitief niet haalbaar en ook harmonisatie van het concernrecht kon niet worden bereikt. De wetgevingsaandacht van de Commissie heeft zich verlegd naar regels die specifiek van toepassing zijn op beursvennootschappen (met name op het terrein van corporate governance) en naar het faciliteren van grensoverschrijdende mobiliteit van ondernemingen, enerzijds door het creëren van Europese rechtsvormen, anderzijds door het mogelijk maken van grensoverschrijdende fusie.

Een belangrijke ontwikkeling is dat de mogelijkheden om gebruik te maken van rechtsvormen uit andere lidstaten zijn verruimd door de jurisprudentie van het Hof van Justitie. Dit gegeven heeft lidstaten ertoe gebracht het eigen recht voor met name de besloten vennootschap aan een kritische evaluatie te onderwerpen opdat het aantrekkelijk blijft voor ondernemers (zie nader par. 5.2).⁷² Deze vorm van *regulatory competition* vindt met name plaats op het terrein van vennootschappen met een besloten karakter; op dit gebied heeft hoegenaamd geen harmonisatie plaatsgevonden via EU-wetgeving.

4. Obstakels voor de totstandkoming van Europees vennootschapsrecht

4.1. *Fundamentele verschillen in waarborgen voor minderheidsaandeelhouders, werknemers en crediteuren*

Zoals wij in par. 3.1 uiteen hebben gezet was het harmonisatieprogramma waarmee de EU in de jaren zestig is gestart er op gericht de waarborgen voor aandeelhouders en derden in het vennootschapsrecht van de lidstaten te coördineren. Wij hebben her en der al laten doorschemeren dat dit geen eenvoudige taak is gebleken. Binnen de EU bestaan namelijk fundamentele

⁷² Zie *Reflection Group*, blz. 12.

verschillen van inzicht over de wijze waarop minderheidsaandeelhouders, werknemers en schuldeisers beschermd dienen te worden. Deze verschillen zijn voor een belangrijk deel terug te voeren op verschillende (sociaal-) economische verhoudingen. Men denke aan de kloof tussen lidstaten die wel vennootschappelijke medezeggenschap kennen en lidstaten waar geen werknemersinvloed op bestuursniveau bestaat. Een ander belangrijk verschil is dat tussen lidstaten waar beursvennootschappen overwegend een verspreid aandelenbezit kennen en lidstaten waar controlerende aandeelhouders ook bij beursvennootschappen geen uitzondering zijn. Deze verschillen hebben grote betekenis voor de wijze waarop tegen de rechten van werknemers en minderheidsaandeelhouders wordt aangekeken. Vanwege de verankering van de verschillende opvattingen in de (sociaal-)economische verhoudingen binnen de lidstaten zijn de verschillen van inzicht dikwijls onoverbrugbaar zijn gebleken. Voor veel kwesties van vennootschapsrecht geldt dat het eenvoudigweg geen haalbare kaart is om één regeling te ontwerpen die bij de (sociaal-)economische verhoudingen binnen alle lidstaten past.⁷³

Een situatie die bijzondere aandacht vraagt voor de bescherming van de positie van minderheidsaandeelhouders werknemers en crediteuren doet zich voor wanneer de rechtspersoon een structuurwijziging (een fusie, splitsing of grensoverschrijdende fusie) ondergaat of wanneer een nationale rechtsvorm zich omwerkt naar een communautaire rechtsvorm. In de EU-regelgeving wordt met de positie van deze groepen in enige mate rekening gehouden, maar om de hiervoor weergegeven reden is het vormgeven van de bescherming geen makkelijke opdracht gebleken. Bovendien staan de gedetailleerde regels die in dit kader nodig zijn op gespannen voet met het doel van de EU-wetgever om regels zo helder en simpel mogelijk te maken.

De problematiek van bescherming van minderheidsaandeelhouders, werknemers en schuldeisers in het EU-vennootschapsrecht is te veelomvattend om in dit preadvies in detail uit te werken. Wij volstaan daarom met een aantal signaleringen.

Minderheidsaandeelhouders

Conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders kunnen zich zowel bij genoteerde als bij niet aan de beurs genoteerde vennootschappen voordoen. Een belangrijk verschil is dat een ontevreden aandeelhouder van

⁷³ Zie *ECLC 2012*, blz. 3: "Harmonisation 'from the top down' depends crucially on the ability of the Community legislature to identify a single rule that is efficient across the whole of the Community. We think that in many cases such a single rule does not exist. This is because of differences especially in the economic environments in the member states to which company laws have to be adapted. For company law, the two most important are probably whether shareholdings in a particular jurisdiction are concentrated or dispersed and whether company law, especially board rules, plays a central role in the regulation of relations between the company and its employees".

een beursvennootschap zijn aandelen kan vervreemden terwijl een minderheidsaandeelhouder van een niet-genoteerde vennootschap veelal in de vennootschap gevangen zit. Er is geen markt voor zijn aandelen, dus heeft hij geen mogelijkheid tot ‘exit’.⁷⁴ Dit betekent dat voor minderheidsaandeelhouders van niet-genoteerde vennootschappen – anders dan voor aandeelhouders van beursvennootschappen – een wettelijk uittreedrecht een belangrijke waarborg is. Verder merken wij op dat de mate waarin minderheidsaandeelhouders van beursvennootschappen bescherming behoeven afhangt van de eigendomsstructuur van deze vennootschappen.⁷⁵ Bij het standaard type beursvennootschap is – anders dan bij de meeste niet-genoteerde vennootschappen – sprake van verspreid aandelenbezit. In een dergelijke vennootschap is het niet zo zeer de relatie tussen aandeelhouders onderling die regulering behoeft, maar de relatie tussen bestuur en aandeelhouders. Dit ligt anders bij beursvennootschappen met een controlerende aandeelhouder: hier dienen minderheidsaandeelhouders beschermd te worden tegen het risico dat de meerderheidsaandeelhouder zijn macht misbruikt door zichzelf voordelen toe te kennen.⁷⁶

Op het terrein van minderheidsbescherming heeft hoegenaamd geen harmonisatie plaatsgevonden. In het nationale recht van de lidstaten zijn sterk uiteenlopende waarborgen te vinden. Naar Nederlands recht bestaan die uit voorschriften omtrent besluitvorming (zoals gekwalificeerde meerderheden en quora), de mogelijkheid vernietiging van besluiten te vorderen (met name art. 2:15 lid 1 sub b BW), het enquêterecht, een recht op schadeloosstelling bij omzetting (2:71/181) en bij grensoverschrijdende juridische fusie (2:333h BW) en uittreedrechten van aandeelhouders zoals bijvoorbeeld in de wettelijke geschillenregeling (art. 2:343 BW). Ter illustratie van de verschillende waarborgen voor minderheidsaandeelhouders in de lidstaten: het Verenigd Koninkrijk kent geen enquêterecht, maar wel een redelijk goed werkende geschillenregeling (de *unfair prejudice remedy*⁷⁷). Bovendien kunnen minderheidsaandeelhouders in het Verenigd Koninkrijk – anders dan in Nederland – een afgeleide actie instellen indien de vennootschap is benadeeld door onbehoorlijk bestuur.

De weinige waarborgen voor minderheidsaandeelhouders van Europese origine zijn voorzien in richtlijnen met betrekking tot herstructureringen. In de Derde en Zesde Richtlijn worden minderheidsaandeelhouders beschermd

74 In de literatuur worden de rechten van minderheidsaandeelhouders verdeeld in ‘voice’ (gebruik maken van zeggenschapsrechten om verandering te bewerkstelligen) en ‘exit’ (uittreden). Dit onderscheid is ontleend aan Hirschmann 1970.

75 Zie over de complexe relatie tussen eigendomsstructuur en vennootschapsrecht: Kraakman/Armour/Davies/Enriques/Hansmann/Hertig/Hopt/Kanda/Rock 2009, met name blz. 305-315.

76 Timmerman 2003, blz. 81.

77 Zie hierover De Vries 2010, blz. 81-137.

doordat een verplichting tot informatieverstrekking is opgenomen (publicatie van het fusie- of splitsingsvoorstel) en door een vereiste gekwalificeerde meerderheid voor het besluit tot fusie of splitsing. Bij grensoverschrijdende fusie gelden, tenzij in de richtlijn anders is bepaald, de nationale fusievoorschriften. Artikel 4 lid 2 Richtlijn GOF geeft de nationale wetgever de bevoegdheid om bepalingen te treffen met het oog op een passende bescherming van minderheidsaandeelhouders die zich tegen de fusie hebben verzet. Nationale wetgevingsmaatregelen mogen geen (ongerechtvaardigde) beperkingen op de vrijheid van vestiging betekenen.⁷⁸ Hoewel lang niet alle lidstaten van deze mogelijkheid gebruik hebben gemaakt, heeft de Nederlandse wetgever een regeling getroffen door in artikel 2:333h BW te bepalen dat een aandeelhouder die tegen het fusievoorstel heeft gestemd bij de verdwijnende vennootschap een verzoek tot schadeloosstelling kan indienen.⁷⁹ De ratio voor deze regeling is dat aandeelhouders van een verdwijnende vennootschap als gevolg van grensoverschrijdende fusie aandelen houden in een buitenlandse vennootschap waarin hun minderheidspositie minder goed beschermd kan zijn.

De SE-Verordening geeft geen harmoniserende voorschriften met betrekking tot minderheidsaandeelhouders. Het SPE-ontwerp beoogde dat wel te doen: hierin waren zowel *voice*- als *exit*rechten vervat. In de literatuur is de kwaliteit van deze minderheidsbescherming bekritiseerd en werd betoogd dat onduidelijk is in hoeverre nationaal recht nog van toepassing is.⁸⁰ In het Compromisvoorstel werd weer in belangrijke mate teruggevallen op nationaal recht zodat minderheidsaandeelhouders in de diverse SPE-regimes verschillend beschermd zullen zijn.⁸¹

De regeling van het verplichte bod in de Richtlijn openbare biedingen biedt enige bescherming aan minderheidsaandeelhouders van beursvennootschappen. Deze regeling bewerkstelligt immers dat een aandeelhouder die de facto controle heeft verkregen over de vennootschap een (*fair*) bod moet uitbrengen op de overige aandelen. Opvallend is dat de EU verder geen activiteiten heeft ontplooid ter bescherming van minderheidsaandeelhouders in beursvennootschappen met een controlerende aandeelhouder. Dergelijke vennootschappen zijn namelijk geen uitzondering op het Europese continent.⁸² Wij wijzen er op dat het *European Corporate Governance Forum* aanbevelingen heeft gedaan

78 Richtlijn GOF, preambule sub 3. Wijckaert/Geens 2008, blz. 44-45 geven een overzicht van de in de lidstaten getroffen voorzieningen. Zij bepleiten (blz. 52) dat de Commissie bij evaluatie van de Richtlijn (5 jaar na haar inwerkingtreden) zich specifiek richt op de uitwerking van minderheidsbescherming door de lidstaten.

79 Van Solinge/Van Boxel 2008, blz. 886-888 en Van Boxel 2011, hoofdstuk 5.

80 Zie Lennarts, 'Voice' Rights of Shareholders', in Zaman e.a. 2009, blz. 117-133 en in diezelfde bundel: De Kluiver/Roest, 'Expulsion and Withdrawal of Shareholders', blz. 65-80.

81 Zie tevens: De Vries 2010, par. 2.4.

82 Zie Van der Elst 2010, blz. 22-23.

op dit terrein. In een verklaring van 10 maart 2011 beveelt het Forum onder meer aan dat transacties met *related parties* die meer dan 5% van het vermogen van de vennootschap vertegenwoordigen of die een belangrijk effect hebben op de winst of de omzet moeten ter stemming worden voorgelegd aan de algemene vergadering, waarbij de geconflicteerde aandeelhouder van deelname aan de stemming wordt uitgesloten.⁸³ In hun reactie op het Groenboek ondersteunen de *European Company Law Experts (ECLE)* dit voorstel.⁸⁴

Werknemers

Medezeggenschap van werknemers vormt al decennia lang de misschien wel belangrijkste barrière voor de totstandkoming van EU-regulering. Medezeggenschap was een belangrijke blokkade voor totstandkoming van de Vijfde Richtlijn en ook het decennialange wetgevingsproces van de Europese Vennootschap moet grotendeels aan de tussen de lidstaten bestaande controverse over medezeggenschap worden toegeschreven. Zoals in par. 3.2 is aangegeven wordt onder medezeggenschap in Europese context vennootschappelijke medezeggenschap verstaan zoals wij die kennen in de structuurregeling. Medezeggenschap in klassieke zin (invloedsuitoefening op het ondernemersbeleid via een vertegenwoordigend orgaan) ontleen werknemers primair aan nationale medezeggenschapswetten zoals de Wet op de ondernemingsraden of, in Duitsland, de *Betriebsverfassungsgesetz* en bij (grote) communautaire ondernemingen of concerns, aan de Richtlijn Europese ondernemingsraden.⁸⁵

Totstandkoming in 2001 van de SE en de bijbehorende SE-Richtlijn waarin de ‘rol van de werknemers’ bij de SE is vormgegeven, vormde een doorbraak. Grondbeginsel van de richtlijn is, zo valt te lezen in de preambule sub 18 ‘het veiligstellen van de verworven rechten van werknemers betreffende hun rol in de besluitvorming van ondernemingen’ waarna de overweging vervolgt ‘de vóór de oprichting van SE’s bestaande rechten van de werknemers vormen mede het uitgangspunt voor de bepaling van de wijze waarop gestalte gegeven zal worden gegeven aan hun inspraakrechten in de SE (‘voor en na-beginsel’).⁸⁶ Uitgangspunt is dat voor oprichting van een SE over de

83 Deze verklaring is te vinden op: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm.

84 Zie blz. 21 van deze reactie, die te vinden is op: <http://europeancompanylawexperts.wordpress.com/2011/07/22/134/>. Zie ook Enriques 2012: “New rules could be devised in the area of conflict-of-interest transactions, e.g. by providing for a European whitewash procedure (approval by a majority of the minority) for very large self-dealing transactions”.

85 Richtlijn 2009/38/EG, *PBEU* nr. L 122 van 16 mei 2009. Deze richtlijn vervangt de Richtlijn Europese Ondernemingsraden 94/45/EG uit 1994.

86 Zie voor Nederland: art. 2:333k BW en art. 1:31 WRW.

vormgeving van de ‘rol van de werknemers’⁸⁷ wordt onderhandeld tussen vertegenwoordigers van ondernemings- en werknemerszijde. De SE-Richtlijn bevat vangnetbepalingen (‘referentievoorschriften’) voor het geval dat geen overeenstemming wordt bereikt zodat die voorschriften in het onderhandelingstraject een ‘een stok achter de deur’ vormen.

Naleving van de uitgebreide en uiterst ingewikkelde procedure leidt in het voor werknemers gunstigste geval tot implementatie van het ‘krachtigste’ medezeggenschapssysteem in de statuten van de SE. De voorschriften van de SE-Richtlijn richten zich primair op bescherming van medezeggenschapsrechten op het moment van oprichting van de SE en verhinderen niet dat de SE haar governance structuur na verloop van tijd wijzigt. De SE-Richtlijn concentreert zich op de medezeggenschapspositie van werknemers bij de aan oprichting van de SE ‘deelnemende vennootschappen’, zodat de voorschriften te ontgaan zijn door ‘medezeggenschapsloze’ vennootschappen. De cijfers over de totstandkoming van Europese vennootschappen laten zien dat het overgrote deel van SE’s medezeggenschapsvrij is.⁸⁸

De systematiek van de SE-Richtlijn is overgenomen in de Richtlijn GOF; onder omstandigheden wordt volgens de voorschriften van deze Richtlijn bepaald of in de statuten van de in het kader van een grensoverschrijdende fusie ‘verkrijgende’ vennootschap vennootschappelijke medezeggenschap geïmplementeerd moet worden (art. 16 Richtlijn GOF). Naar verwachting zullen de uitgangspunten van de SE-Richtlijn ook bij nieuwe EU-wetgevingsinitiatieven op het terrein van grensoverschrijdende mobiliteit (grensoverschrijdende splitsing of zetelverplaatsing) gehanteerd worden.⁸⁹ Wij constateren dat in de praktijk de wens bestaat om EU-regelgeving te versimpelen, terwijl tevens de belangen van stakeholders, waaronder werknemers, gewaarborgd moeten worden. Wij zijn van mening dat deze wensen onverenigbaar zijn: het waarborgen van bestaande vennootschappelijke medezeggenschap en de daartoe vereiste weging van medezeggenschapssystemen vergt een gedetailleerde en dus ingewikkelde regeling. Zoals bekend hecht een aantal lidstaten, zoals met name Nederland en Duitsland, sterk aan de in hun wetgeving vastgelegde vennootschappelijke medezeggenschap. Deze regelingen maken al decennia lang deel uit van het nationale vennootschapsrecht en vormen een binnen de nationale sociale verhoudingen wezenlijk, veelal politiek beladen, element van nationale

87 De ‘rol van de werknemers’ omvat naast vennootschappelijke medezeggenschap ook implementatie van een procedure voor ‘informatie en raadpleging’; in de referentievoorschriften is voorzien in instelling van een SE-ondernemingsraad.

88 Zie de fact-sheet gepubliceerd op www.workers-participation.eu van juni 2012, waaruit blijkt dat bij 78 van de opgerichte SE’s een overeenkomst inzake de rol van de werknemers tot stand is gekomen, terwijl slechts bij 42 SE’s is voorzien in vennootschappelijke medezeggenschap.

89 *Reflection Group*, blz. 22.

corporate governance. Als gevolg hiervan blokkeren deze lidstaten totstandkoming van Europese wetgevingsinitiatieven waarin vennootschappelijke medezeggenschap naar hun oordeel onvoldoende wordt beschermd. Wij vragen ons af of lidstaten die een systeem van vennootschappelijke medezeggenschap kennen in Europese context mogelijk te krampachtig aan dit stelsel vasthouden. Misschien ware het beter primair te vertrouwen op de kracht van het nationale medezeggenschapsrecht dat van toepassing is op binnen de landsgrenzen gevestigde (communautaire) rechtsvormen dan vast te houden aan een ingewikkelde en tijdrovende compromisregeling ter bescherming van de medezeggenschapspositie van werknemers bij grensoverschrijdende herstructureringen, zeker waar de praktijk de voorschriften kan ontgaan en de regulering primair de vennootschappelijke medezeggenschap in de fase van oprichting van de communautaire rechtsvorm, of de eerste jaren na een grensoverschrijdende transactie bestrijkt.

Crediteuren

De enige (poging tot) harmonisatie van de waarborgen voor vennootschapschuldeisers is te vinden in de Tweede Richtlijn. Deze bevat voorschriften op het gebied van kapitaalbescherming voor vennootschappen van het NV-type. Deze voorschriften zijn op zeer verschillende wijzen geïmplementeerd in de lidstaten waardoor slechts in beperkte mate sprake is van harmonisatie.⁹⁰ Een groot manco van de Tweede Richtlijn is bovendien dat deze geen regels bevat die verhinderen dat uitkeringen aan aandeelhouders worden gedaan indien de *liquiditeitspositie* van de vennootschap dit niet toelaat.⁹¹ Dergelijke regels zijn wel te vinden in het recht van de lidstaten. Men denke in Nederland aan art. 6:162 BW, dat tot een schadevergoedingsverplichting kan leiden voor een aandeelhouder die stemt voor een besluit tot uitkering (en de bestuurder die dit besluit uitvoert) terwijl ernstig met een tekort rekening moet worden gehouden.⁹² Een ander risico waartegen de Tweede Richtlijn geen bescherming biedt, is dat het vermogen van de vennootschap wordt uitgehold door ongecontroleerde verliezen. De Tweede Richtlijn bevat geen *wrongful trading*-regeling. Wij hebben in par. 3.4 aangestipt dat de invoering van een dergelijke regeling tot de actiepunten van de Commissie voor de middellange termijn behoorde, maar dat dit plan niet is verwezenlijkt.

90 Zie Enriques 2005a, blz. 20-21, waar hij wijst op het feit dat de Tweede Richtlijn toelaat dat agio wordt uitgekeerd. Indien een lidstaat (zoals bijvoorbeeld Nederland) er voor kiest dat agio uitkeerbaar is heeft de kapitaalklem een veel beperktere betekenis dan het geval is in een lidstaat waar agio niet uitkeerbaar is (zoals bijvoorbeeld het geval is in Duitsland).

91 Zo ook *ECLE* 2012, blz. 15: "It is clear to us that the legal capital regime has not kept pace with modern developments. Nowadays creditors tend to look to aspects other than capital, such as cash flow, as being more relevant to solvency than the reserves stressed by the Second Directive."

92 HR 8 november 1991, NJ 1992, 174 (*Nimox*).

De Tweede Richtlijn is niet van toepassing op vennootschappen van het besloten type. De jurisprudentie van het Hof van Justitie over vrijheid van vestiging van vennootschappen heeft hier echter een zekere mate van *bottom-up* harmonisatie in gang gezet (zie par. 3.3.). De (mogelijke) concurrentie met buitenlandse rechtsvormen (met name de Engelse Ltd) heeft er toe geleid dat Nederland per 1 oktober 2012 het vrijwillig op de bv van toepassing verklaarde kapitaalbeschermingsregime heeft ingeruild voor een systeem dat gebaseerd is op de aan het *Nimox*-arrest ten grondslag liggende gedachte: uitkeringen aan aandeelhouders zijn onrechtmatig indien zij de voldoening van vorderingen van vennootschapsschuldeisers frustreren.⁹³

Crediteurenbescherming komt ook – zij het uiterst summier – aan bod in de EU-richtlijnen voor fusie en splitsing. Deze richtlijnen bepalen namelijk slechts dat het nationale recht dient te voorzien in een regeling van crediteurenbescherming. De wijze waarop die bescherming in de lidstaten vorm heeft gekregen is zeer verschillend. Bij grensoverschrijdende fusie klemt het gebrek aan inhoudelijke harmonisatie omdat de systemen in een concrete transactie kunnen cumuleren. Hierbij wreekt zich dat er lidstaten zijn die *ex ante* bescherming aan crediteuren bieden terwijl andere lidstaten alleen *ex post* waarborgen kennen. De bij een grensoverschrijdende fusie betrokken crediteuren kunnen hierdoor in verschillende posities geraken.⁹⁴ De *Reflection Group* heeft geconstateerd dat het procedurele raamwerk van de richtlijn grensoverschrijdende fusie verbeterd zou kunnen worden door bijvoorbeeld de termijnen waarbinnen crediteuren hun rechten kunnen uitoefenen gelijk te trekken en door de periode waarbinnen de fusieakte niet kan worden verleden als gevolg van uitoefening van *ex ante* rechten door crediteuren (in Nederland: verzetrecht⁹⁵) te harmoniseren. Uit het *Feedback Statement Company Law* blijkt dat ook de praktijk harmonisatie op dit punt voor staat.⁹⁶ Een dergelijke harmonisatie lijkt ons zeker nuttig omdat daarmee procedurele voorschriften gestroomlijnd zullen zijn.

Tot slot wijzen wij er op dat bepalingen die schuldeisers beschermen voor een belangrijk deel te vinden zijn in het faillissementsrecht van de lidstaten, dat niet is geharmoniseerd en waarvoor ook geen concrete plannen tot harmonisatie bestaan. Een belangrijk middel ter bescherming van schuldeisers is bijvoorbeeld de door de curator in te stellen vordering tot vernietiging van een

93 Zie het nieuwe art. 2:216 BW.

94 Raaijmakers/Olthoff 2008, blz. 38: “In practice, there may be various scenarios where there will be problems as a result of this, e.g. creditors of a disappearing company in an *ex ante* jurisdiction may be confronted after the merger with an acquiring company in an *ex post* jurisdiction, with surprising safeguards being awarded to the ‘local creditors’, which may adversely affect their position.”

95 Zie voor bezwaren van de Nederlandse regeling: Verbrugh 2007, blz. 430-431. Hij bepleit vervanging van het verzetrecht door een recht op zekerheid *ex ante* en *ex post*.

96 *Feedback Statement Company Law*, blz. 10 en Resolutie 2012/2669(RSP) van het Europees Parlement uit juni 2012.

rechtshandelingen waardoor schuldeisers zijn benadeeld (*faillissementspauliana/transaction avoidance*). Wij noemen ook: bestuurdersaansprakelijkheidsvorderingen die ten behoeve van de boedel door de curator worden ingesteld (zoals claims gebaseerd op het Nederlandse art. 2:138/248 BW en de Engelse s 214 IA) en bepalingen die kunnen leiden tot achterstelling van aandeelhoudersleningen in geval van faillissement (zie de Duitse § 39 j° 135 InsO). Laatstgenoemde bepalingen zijn hybride bepalingen: niet geheel duidelijk is of zij behoren tot het vennootschapsrecht dan wel het faillissementsrecht.⁹⁷ Kwalificeert een lidstaat een bepaling die vennootschapsschuldeisers beschermt als faillissementsrechtelijk (zoals Duitsland heeft bepaald met betrekking tot § 39 j° 135 InsO), dan zal zij deze cf. art. 4 EIV toepassen op alle vennootschappen waartegen door een rechter van deze lidstaat een insolventieprocedure wordt geopend.⁹⁸ Dit omvat ook vennootschappen uit andere lidstaten indien deze hun COMI (centrum van voornaamste belangen) in deze lidstaat hebben. Wij zouden menen dat *insolvensification*⁹⁹ van crediteurenbeschermende bepalingen er niet aan in de weg staat dat zij moeten voldoen aan de zogenoemde *Gebhard*¹⁰⁰-test: zij mogen alleen worden toegepast op vennootschappen uit andere lidstaten indien zij zonder onderscheid worden toegepast, hun rechtvaardiging vinden in dwingende redenen van algemeen belang, geschikt zijn om de verwezenlijking van het nagestreefde doel te waarborgen en niet verder gaan dan nodig is voor het bereiken van dat doel. Van de Duitse regeling met betrekking tot aandeelhoudersleningen wordt betwijfeld of deze aan de vier genoemde voorwaarden voldoet.¹⁰¹ Hier zal het Hof van Justitie zich over moeten uitspreken.

97 Deze onduidelijkheid leidt tot rechtsonzekerheid. De herziening van de Europese Insolventieverordening zou kunnen worden aangegrepen om in art. 4 EIV te verduidelijken welke bepalingen die vennootschapsschuldeisers beogen te beschermen worden beheerst door de *lex concursus*. Een radicalere oplossing is het vervangen van het COMI-begrip in de EIV door de statutaire zetel. Dan geldt immers hetzelfde aanknopingspunt voor het toepasselijke vennootschapsrecht en faillissementsrecht. Zie Lennarts 2012, blz. 87.

98 Dit veronderstelt dat de Duitse rechter bevoegd is om van de vordering kennis te nemen. Aan het Hof van Justitie is de vraag voorgelegd of de rechter die op grond van art. 3 (1) EIV de insolventieprocedure heeft geopend ook bevoegd ten aanzien van de vordering tot achterstelling van aandeelhoudersleningen: *Bähr*, C-494/10, *PBEU* nr. C 30 van 29 januari 2011. Het lijkt onvermijdelijk dat binnen afzienbare tijd ook de vraag zal worden voorgelegd of dergelijke vorderingen worden beheerst door de *lex concursus* o.g.v. art. 4 EIV.

99 Zie Enriques en Gelter 2006, die deze term hebben bedacht.

100 HvJEG 30 november 1995, C-55/94.

101 Vanmeenen/Van Hoe 2011.

4.2. *Vennootschappelijk IPR: de controverse tussen werkelijke zetelleer en incorporatieleer*

De rechtsstelsels van de lidstaten verschillen niet alleen fundamenteel van elkaar in de wijze waarop en de mate waarin rekening wordt gehouden met de belangen van stakeholders in de vennootschap. Er bestaat binnen de EU ook een fundamenteel verschil van inzicht over de wijze waarop het op een vennootschap toepasselijke recht moet worden bepaald.

Een aantal lidstaten, waaronder Nederland (art. 10:118 BW), hangt de incorporatieleer aan: volgens dit stelsel wordt een rechtspersoon beheerst door het recht van het land volgens welk hij is opgericht. Dit stelsel houdt vrijheid van rechtskeuze voor de oprichters in: de ondernemer kan zijn vennootschap oprichten in het land van zijn keuze, ongeacht waar de bedrijfsactiviteiten worden uitgeoefend. Landen die het incorporatiestelsel hanteren gaan er namelijk van uit dat de vennootschap in beginsel beheerst blijft door het incorporatierecht, ook als haar werkelijke zetel buiten het oprichtingsland ligt of komt te liggen. In dit opzicht strookt deze leer met de vrijheid van vestiging van art. 49 en 54 VWEU. De reismogelijkheden voor vennootschappen die zijn opgericht in een lidstaat waar de incorporatieleer geldt zijn echter niet onbeperkt: zij mogen namelijk in de regel niet hun statutaire zetel naar het buitenland verplaatsen, zie voor Nederland 2:66 BW (NV) en 2:177 BW (BV).

In lidstaten die de werkelijke zetelleer aanhangen wordt ter bepaling van het toepasselijke vennootschapsrecht aangeknoopt aan het recht van de staat waar de rechtspersoon haar werkelijke zetel, het centrum van bestuursactiviteit, heeft.¹⁰² In deze landen is er dus geen keuzevrijheid en ook geen vrijheid van reizen: zij gaan er namelijk van uit dat rechtspersonen hun werkelijke zetel binnen het territoir van het land van oprichting houden. Een prominent werkelijke zetelland binnen de EU was Duitsland. Onder invloed van de jurisprudentie van het Hof van Justitie is Duitsland echter minder beginselvast geworden. Bij de herziening van het Duitse GmbH-recht (MoMiG) is namelijk zowel voor de AG als de GmbH het vereiste geschrapt dat de statutaire en de werkelijke zetel in Duitsland gelegen moeten zijn. Dit betekent dat een Duitse vennootschap haar werkelijke zetel naar het buitenland kan verplaatsen, waarmee Duitsland in zoverre de incorporatieleer accepteert.¹⁰³

102 Vlas 2009, blz. 23 (incorporatiestelsel) en blz. 29 (werkelijke zetel).

103 Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Misbräuchen (MoMiG), *Bundesgesetzblatt* 2008, Teil I Nr. 48 (28 oktober 2008). Zie § 4a GmbHG/§ 5 AktG. Zie tevens: Vlas 2009, blz. 105 en Grundmann 2012, blz. 613.

De verschillende uitgangspunten van rechtspersonenrechtelijk internationaal privaatrecht hebben in het verleden een blokkade gevormd voor de totstandkoming van EU-wetgeving en vormen een barrière voor de mobiliteit van rechtsvormen. Op grond van art. 54 VWEU genieten vennootschappen die in overeenstemming met het recht van een lidstaat zijn opgericht en welke hun statutaire zetel, hun hoofdbestuur of hun hoofdvestiging binnen de Europese Unie hebben vestigingsvrijheid. Vestigingsvrijheid impliceert het recht van een vennootschap op erkenning; lidstaten zijn vrij in de keuze van de aanknopingsfactor ter bepaling van het op de vennootschap toepasselijke recht,¹⁰⁴ zo is vaste rechtspraak van het Hof van Justitie. Zie recent *National Grid* met verwijzing naar de arresten *Daily Mail*, *Überseering* en *Cartesio*.¹⁰⁵

“26. Daar het recht van de Unie geen eenduidige definitie kent van vennootschappen die aanspraak kunnen maken op het recht van vestiging op basis van één aanknopingscriterium waarmee het op een vennootschap toepasselijke nationale recht wordt bepaald, vormt de vraag of artikel 49 VWEU van toepassing is op een vennootschap die zich op het in dit artikel verankerde fundamentele recht beroept (...) dus een voorafgaande vraag waarop bij de huidige stand van het recht van de Unie enkel in het toepasselijke nationale recht een antwoord kan worden gevonden. Dus enkel wanneer is gebleken dat deze vennootschap, gelet op de voorwaarden van artikel 54 VWEU, inderdaad recht heeft op vrijheid van vestiging, rijst de vraag of deze vennootschap wordt geconfronteerd met een beperking van deze vrijheid in de zin van artikel 49 VWEU.

27. Een lidstaat mag dus zowel de aanknopingsfactor omschrijven die van een vennootschap vereist is opdat deze kan worden geacht te zijn opgericht volgens het nationale recht van die lidstaat, en uit dien hoofde het recht van vestiging heeft, als de aanknopingsfactor die vereist is om deze hoedanigheid naderhand te kunnen handhaven (arrest *Cartesio* punt 110). Een lidstaat kan dus beperkingen stellen aan de verplaatsing van de feitelijke bestuurszetel van een volgens zijn wettelijke regeling opgerichte vennootschap naar een andere staat en met behoud van haar rechtspersoonlijkheid volgens het recht van de staat van oprichting (arrest *Überseering* punt 70).”

Het Hof van Justitie laat de lidstaten dus vrij in de aanknopingsfactor die zij in hun nationale recht kiezen ter bepaling van toepasselijk recht op vennootschappen, maar treedt wel op als een lidstaat met een beroep op deze aanknopingsfactor de vestigingsvrijheid beperkt. In 2002 ontstond in landen die de werkelijke zetelleer omarmen grote beroering naar aanleiding van het

104 Vergelijk Vlas 2009, blz. 70.

105 Vindplaatsen: *National Grid*, HvJ 29 november 2011, C-371/10; *Daily Mail*, HvJ 27 september, 81/87 *Jurispr.* blz. I-5483. In *Vale* is het uitgangspunt opnieuw onderschreven, zie sub 28-29.

Überseering-arrest. Hierin heeft het Hof immers uitgemaakt dat toepassing van het stelsel van de werkelijke zetel op een rechtsgeldig in Nederland opgerichte vennootschap die haar bestuurszetel had verplaatst naar Duitsland een ongeoorloofde beperking van de vestigingsvrijheid inhoudt. De Nederlandse vennootschap kan volgens de incorporatieleer haar werkelijke zetel verplaatsen en blijft dan onderworpen aan Nederlands recht; haar rechts- en procesbevoegdheid moet ook in een lidstaat die de werkelijke zetelleer hanteert worden erkend. Zoals hiervoor is aangegeven, vereist de Duitse wetgever sinds 2008 niet langer dat een Duitse AG of GmbH haar werkelijke zetel in Duitsland heeft. Kennelijk heeft de Duitse wetgever gedacht: *if you can't beat them, join them*. Als Duitsland niet kan tegenhouden dat vennootschappen uit incorporatielanden hun werkelijke zetel in Duitsland hebben, heeft het geen zin om het reisverbod voor Duitse vennootschappen te handhaven.

Hoewel het Hof van Justitie met het arrest *Überseering* de 'spankracht' van de werkelijke zetelleer heeft beperkt, heeft de communautaire wetgever de werkelijke zetelleer ruim baan gegeven. Zowel in de SE-Verordening als in de SCE-Verordening is deze verankerd. Zo bepaalt artikel 7 SE-Verordening:

“De statutaire zetel van de SE moet binnen de Gemeenschap gelegen zijn, in dezelfde lidstaat als het hoofdbestuur. (...)”¹⁰⁶

Zou een SE of SCE haar werkelijke zetel verplaatsen, dan dreigt ontbinding (art. 64 SE-Verordening/73 SCE-Verordening).

Hoewel in het oorspronkelijke voorstel voor de Europese BV (SPE) de werkelijke zetelleer niet tot uitgangspunt werd genomen en het hoofdbestuur en de statutaire zetel van een SPE in verschillende lidstaten gelegen konden zijn, bleek dit een van de obstakels in de onderhandelingen. In het in Compromisvoorstel wordt aangesloten bij het nationale recht toepasselijk op 'besloten vennootschappen':

“An SPE shall have its registered office and its central administration or principal place of business in the European Union in accordance with the applicable national law”.

¹⁰⁶ In gelijke zin artikel 6 SCE-Verordening. Zie preambule SE-Verordening sub 27: “Rekening houdend met het specifieke en communautaire karakter van de SE, laat de bij deze verordening voor de SE vastgestelde regeling inzake de werkelijke zetel de wetgevingen van de lidstaten onverlet en loopt zij niet vooruit op de keuzen die voor andere communautaire teksten op het gebied van vennootschapsrecht kunnen worden gemaakt” en iets afwijkend in de preambule SCE-Verordening sub 14: “Gezien het specifiek communautaire karakter van een SCE doet de ‘werkelijke zetel’-regeling geen afbreuk aan de wetgeving van de lidstaten en wordt daarmee niet vooruitgelopen op in andere communautaire teksten in zake vennootschapsrecht te maken keuzes”.

Uit het voorgaande blijkt dat anno 2012 de controverse tussen de incorporatieleer en de werkelijke zetelleer de lidstaten onverminderd verdeeld houdt. De stelsels zijn zo diep geworteld in het nationale recht dat harmonisatie onmogelijk lijkt. Desondanks bepleit de *Reflection Group* een debat over de voor- en nadelen van de werkelijke zetelleer.¹⁰⁷ Hoewel wij uiteraard onderkennen dat een keuze voor een van beide stelsels binnen de EU een thema is waarvoor de handen niet gemakkelijk op elkaar te krijgen zijn, zouden wij willen bepleiten inderdaad te beproeven of overeenstemming te behalen valt op basis van een rechtsvergelijkende studie naar de voor- en nadelen van de werkelijke zetelleer. Een kritische reflectie op juist dit stelsel is gerechtvaardigd omdat met name in de werkelijke zetelleer onduidelijkheid kan bestaan over de vraag wat de werkelijke zetel is en waar in een concreet geval het centrum van de bestuursactiviteit is gevestigd. Het incorporatiestelsel biedt rechtszekerheid doordat een rechtspersoon die rechtsgeldig is opgericht ook buiten de grenzen van het oprichtingsland onderworpen blijft aan het nationale recht van het land van oprichting.¹⁰⁸ Zoals hierna nog aan de orde komt, wordt in de Verenigde Staten in navolging van het Verenigd Koninkrijk de incorporatieleer gevolgd en is het gegeven dat oprichters niet gehouden zijn een rechtspersoon op te richten in de staat waar zij hun ondernemingsactiviteiten ontplooiën een basisvoorwaarde voor de in de USA tot stand gekomen ‘*regulatory competition*’.

4.3. *Het moeizame wetgevingsproces in de EU*

Een belangrijke belemmering voor de totstandkoming van Europese regels op het terrein van het vennootschapsrecht is gelegen in de wijze waarop wetgeving in de EU tot stand komt. In par. 2. hebben wij al uiteengezet dat voor EU-vennootschapswetgeving op zijn minst een gekwalificeerde meerderheid in de Raad nodig is.¹⁰⁹ Het bereiken van zo’n meerderheid is met 27 lidstaten geen sinecure. Dit verklaart waarom na moeizame onderhandelingen soms slappe of ingewikkelde compromissen tot stand zijn gekomen¹¹⁰ of met betrekking tot sommige onderwerpen zelfs helemaal van een regeling is afgezien.¹¹¹ In zijn paper met de provocerende titel “*EC Company Law*

107 *Reflection Group*, blz. 23-24. In de consultatie zijn hieromtrent geen vragen voorgelegd; het Europees Parlement bepleit een academisch voorstel ter zake, Resolutie 2012/2669(RSP).

108 Het voert te ver hier uitgebreid op de voor- en nadelen van beide stelsels in te gaan. Korthedshalve wordt verwezen naar: Vlas 2009, nrs. 18 en 28-31.

109 Deze belemmering wordt ook genoemd in *ECLC 2012*, blz. 4.

110 Voorbeelden van slappe compromissen zijn de optionele regelingen vervat in art. 9 en 11 van de Richtlijn openbaar overnamebod. Ingewikkeld is bijvoorbeeld de in par. 4.1 besproken compromisregeling met betrekking tot vennootschappelijke medezeggenschap die is opgenomen in de SE-Richtlijn en de Richtlijn GOF.

111 Een goed voorbeeld van het geheel achterwege laten van een regeling biedt de Richtlijn GOF, die de regeling van bescherming van minderheidsaandeelhouders overlaat aan de lidstaten.

Directives and Regulations: How Trivial Are They?” stelt Enriques: “EC directives and regulations play no significant role in addressing the agency problems stemming from the corporate form, because there is little they prohibit or require or enable to do. By contrast, national company laws contain the core rules, which do have an impact upon EU companies’ governance and management”.¹¹² Hij schreef dit in 2005, maar het gaat nog steeds op.

5. Europees vennootschapsrecht in het tweede decennium van de 21e eeuw

5.1. Inleiding

Om verschillende redenen zijn wij van mening dat de Europese wetgever bescheiden ambities moet koesteren met betrekking tot de mogelijkheden om regelgeving op het terrein van het vennootschapsrecht tot stand te brengen. Ten eerste dient de Europese wetgever rekening te houden met het subsidiariteitsbeginsel. De Europese wetgever is slechts bevoegd om op te treden wanneer dat doeltreffender is dan een optreden op landelijk, regionaal of lokaal niveau (zie par. 2). Ten tweede is voor de totstandkoming van Europese vennootschapswetgeving ten minste een gekwalificeerde meerderheid in de Raad nodig. Dit betekent dat het wetgevingsproces moeizaam zal verlopen zodra een voorgestelde regeling raakt aan sterk met de (sociaal-)economische verhoudingen binnen lidstaten vervlochten onderwerpen zoals bijvoorbeeld vennootschappelijke medezeggenschap en bescherming van minderheidsaandeelhouders. Er ontstaan dan vaak patstellingen die slechts kunnen worden overbrugd door (te) veel water bij de wijn te doen (zie par. 4).

Om deze redenen zijn wij van mening dat *top down* harmonisatie vaak niet de beste weg is om convergentie binnen de lidstaten te bereiken. In veel gevallen kan het werk beter worden overgelaten aan harmonisatie van onderaf door de nationale rechtsstelsels met elkaar te laten concurreren (*regulatory competition*). De Europese wetgever dient zich bij elk voornemen tot wetgeving af te vragen: waar is *regulatory competition* de beste methode en waar wordt harmonisatie verlangd?¹¹³

5.2. *Regulatory competition*

Aangezien naar onze mening de rol van de Europese wetgever zeer beperkt is, en als gevolg van de rechtspraak van het Hof van Justitie de vestigingsvrijheid

¹¹² Enriques 2005a, blz. 5.

¹¹³ Winter, ‘EU Company Law at the Cross-Roads’, in Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch 2004, blz. 19-20.

van vennootschappen sterk is vergroot, is de gerechtvaardigde verwachting dat het vennootschapsrecht binnen de Europese Unie zal convergeren door een toegenomen concurrentie tussen nationale rechtsstelsels. Nadat het Hof van Justitie de arresten *Centros*, *Überseering* en *Inspire Art* had gewezen heeft een groot deel van de lidstaten het eigen vennootschapsrecht geëvalueerd en kwam in verschillende lidstaten nieuw vennootschapsrecht voor met name ‘besloten vennootschappen’ tot stand. Ook voor de Nederlandse wetgever was de toegenomen vestigingsvrijheid een reden om het BV-recht te herzien. Op de eerste bladzijde van de memorie van toelichting bij het wetsontwerp voor de onlangs ingevoerde ‘flexibele’ BV valt te lezen:

‘Europese ontwikkelingen dwingen de nationale wetgever tot het aanbieden van een rechtsvorm die in internationaal verband meer concurrerend is. In verschillende Europese landen is al een flexibele besloten vennootschapsvorm ingevoerd of is bestaande wetgeving herzien. Het aanbieden van een bruikbare en betrouwbare juridische infrastructuur bevordert dat Nederland aantrekkelijk blijft als vestigingsland voor nationale en internationale ondernemingen’.¹¹⁴

In de Verenigde Staten heeft zich een proces van *regulatory competition* voltrokken. Zou een proces van *de facto* of *bottom-up* harmonisatie zich in Europa op vergelijkbare wijze kunnen ontwikkelen? Ter beantwoording van deze vraag werpen wij een blik op het proces van *regulatory competition* in de Verenigde Staten.

Een eerste constatering is dat het vennootschapsrecht *state law* is en dat een vennootschap wordt geregeerd door de vennootschapswetgeving van de staat van oprichting volgens de *internal affairs doctrine* (IAD).¹¹⁵ Het statelijk recht reguleert de wijze van oprichting en de *corporate governance* van een vennootschap. Oprichters maken een rechtskeuze voor een bepaalde staat waarna het de vennootschap is toegestaan haar werkelijke zetel naar een andere staat te verplaatsen waar deze wordt aangemerkt als (*pseudo*) *foreign corporation*.¹¹⁶

Als gevolg van de IAD is er in de Verenigde Staten een ‘markt’ voor vennootschapsrecht ontstaan.¹¹⁷ Aan het eind van de 19e eeuw kwamen in de verschillende staten vennootschapswetten tot stand.¹¹⁸ De vennootschapswet van New Jersey was ‘moderner’ dan bestaande wetgeving en bood veel vrijheid voor de inrichting van de vennootschap. Gevolg was dat in de eerste

114 *Kamerstukken II* 2006/07, 31 058 (nr. 3), blz. 1.

115 Zie O’Hara/Ribstein 2009 blz. 107 e.v., Stevelman 2009, par. III.

116 Cahn/Donald 2010, blz. 17.

117 O’Hara/Ribstein 2009, Chapter 6.

118 Deze korte historische beschrijving is ontleend aan: Choper/Coffee/Gilson, blz. 22-28, Kraakman/Allen/Subramanian 2009, Chapter 4.2 en O’Hara/Ribstein 2009, blz. 109-113.

helft van 1889 een recordaantal vennootschappen in New Jersey werd opgericht. De staat Delaware kopieerde de vennootschapswet; oorspronkelijk had dat weinig effect totdat Governor Woodrow Wilson in 1913 de succesvolle vennootschapswet van New Jersey deed herzien en de inrichtingsvrijheid werd ingeperkt. Als gevolg van deze wetswijziging kozen vennootschappen massaal voor het liberalere Delaware als vestigingsplaats. Delaware heeft zijn sterke positie weten te behouden: met name de grote aan de NYSE genoteerde vennootschappen zijn in Delaware opgericht. Als gevolg hiervan is het vennootschapsrecht van deze staat sterk ontwikkeld, is er een zeer gespecialiseerde advocatuurlijke praktijk en heeft ook de rechterlijke macht, met name de Delaware Chancery Court, grote expertise op het gebied van het vennootschapsrecht en is de *Delaware General Corporate Law* (DGCL) dominant in de Verenigde Staten.¹¹⁹ Voor Delaware is deze positie van groot belang: de *corporate franchise tax* is een van de belangrijkste bronnen van belastinginkomsten zodat het de staat er zeer aan gelegen is haar overheersende positie te behouden. In recente Amerikaanse literatuur wordt geconstateerd dat er ontwikkelingen zijn die de positie van Delaware doen afkalven; allereerst vormen federale wetten en regelingen op het gebied van corporate governance een bedreiging ('*vertical threat*'), en daarnaast is worden juridische conflicten in Delaware-vennootschappen regelmatig uitgevochten in gerechten buiten deze staat ('*horizontal threat*').¹²⁰

Naast de DGCL is er grote invloed op het statelijk vennootschapsrecht van de (*revised*) *Model Business Corporation Act* (MBCA). Deze door de *American Bar Association* (ABA) opgestelde modelwet is in het merendeel van de staten ingevoerd, soms in aangepaste vorm.¹²¹ Omdat grote (genoteerde) vennootschappen veelal zijn onderworpen aan Delaware vennootschapsrecht heeft de MBCA met name betekenis voor de kleinere vennootschappen. De MBCA en DGCL reguleren volgens de IAD met name de oprichting en *corporate governance* van vennootschappen en geven slechts in zeer beperkte mate regels ter bescherming van schuldeisers. Crediteurenbescherming wordt vormgegeven in federale wetgeving (*US Bankruptcy Code*) en in modelwetten zoals de *Uniform Fraudulent Transfer Act* via het leerstuk van *fraudulent*

119 Meer dan de helft van de US genoteerde ondernemingen en 63% van de Fortune 500 corporations is gevestigd in Delaware: bron: State of Delaware: Delaware Division of Corporations, <http://www.corp.delaware.gov/>.

120 Stevelman 2009, blz. 61, en par. V.

121 Ruim 30% van de staten heeft de MBCA geïmplementeerd. Belangrijkste uitzonderingen zijn Delaware (en een paar staten die de DGCL hebben geïmplementeerd), Californië en New York, Bainbridge 2009, blz. 11 en Cahn/Donald 2010, blz. 87.

transfers die het recht binnen de VS in belangrijke mate hebben geharmoniseerd.¹²² Financieel recht (*Securities Regulations*) komt tot stand op federaal en niet op statelijk niveau en toezicht wordt gehouden door de *Securities and Exchange Commission* (SEC). Tussen het federale recht en het statelijke recht bestaat een spanningsveld. De federale wetgever vermijdt bemoeienis met de regulering *internal affairs* tenzij deze verantwoordelijkheden zijn gerelateerd aan belangen van stockholders (beleggers).¹²³ Federale wetgeving komt veelal stukje bij beetje tot stand in antwoord op crises: de *Sarbanes-Oxley Act* uit 2002 na de Enron affaire en de *Dodd-Frank Act* (2010) als reactie op de financiële crisis vormen hiervan treffende voorbeelden. In de Verenigde Staten is de discussie of de federale wetgever op het terrein van de corporate governance van genoteerde ondernemingen zou moeten interfereren actueel.¹²⁴

In de USA is de afgelopen decennia vurig gedebatteerd over de vraag of de *regulatory competition* die staten onderling voeren leidt tot een *race to the top* of een *race to the bottom*. De discussie is in 1974 aangezwengeld door William Cary die betoogde dat competitie leidt tot een *race to the bottom* omdat inefficiëntie en falen van de kapitaalmarkt leidt tot een systeem waar managers (gedreven door eigenbelang) ten koste van de aandeelhouders een keuze maken voor oprichting in een staat met het meest liberale (suboptimale) vennootschapsrecht.¹²⁵ Dit, overigens tot dat moment vrij breed gedragen standpunt, werd bestreden door met name Ralph Winter en Roberta Romano die stellen dat sprake is van een *race to the top* en betogen dat staten zullen streven naar innovatieve efficiënte wetgeving opdat aandeelhouderswaarde het beste gemaximeerd kan worden zodat een juridisch systeem ontstaat met een hoge kwaliteit van wetgeving, rechtspraak en (juridische) advisering.¹²⁶ Het debat leeft met enige regelmaat op waarbij empirische onderzoeken verschijnen die niet leiden tot een eenduidige conclusie voor een van beide standpunten.¹²⁷ Recentelijk spitst de discussie zich toe op de verticale competitie tussen de federale wetgever (Washington) en de statelijke vennootschaps-wetgeving van met name Delaware.¹²⁸

122 Dit leerstuk is te vergelijken maar niet gelijk aan de Nederlandse *actio pauliana*, zie Barneveld 2011, blz. 199. Tevens: Cahn/Donald 2010, blz. 87. De *Uniform Fraudulent Transfer Act* is aangenomen in 45 van de 51 staten, zie <http://uniformlaws.org> en Schutte-Veenstra/Boschma/Lennarts 2005, par. 2.2.5. Gelter 2005, blz. 282 constateert terecht dat hiernaast het leerstuk doorbraak van aansprakelijkheid een (niet geharmoniseerd) onderdeel van crediteurenbescherming vormt.

123 Cahn/Donald 2010, blz. 83-86.

124 Bainbridge 2012, blz. 5-19.

125 Cary 1974, blz. 663-705, Bebchuk 1992, blz. 1435-1510.

126 R.K. Winter 1977, blz. 251-292 en Romano 1987, blz. 709-757 en Romano 1993.

127 Gelter 2005, blz. 248-251. Zie bijvoorbeeld: Lucian Bebchuk/Hamdani 2003, blz. 553-615, Kahan/Kamar 2003, blz. 679-749, Carney/Shepherd 2009, blz. 1-94.

128 Zie naast de hierboven genoemde literatuur ook: Roe 2009, blz. 1-33 en Roe 2010, blz. 125-154.

Als wij de hier in vogelvlucht beschreven historie van *regulatory competition* in de USA bezien, dan valt een aantal belangrijke verschilpunten op. Een eerste constatering is (zie par. 2 hierboven) dat de EU-wetgever als supranationale wetgever met name bevoegd is op te treden als regulering ten doel heeft beperkingen en andere belemmeringen van de vrijheid van vestiging weg te nemen of effectieve uitoefening van de vrijheid van vestiging te stimuleren, zulks tegen de achtergrond van met name het subsidiariteitsbeginsel. De verhouding tussen de EU-wetgever en de lidstaten is een wezenlijk andere dan die tussen de federale wetgever en de staten in de Verenigde Staten. Hiernaast zijn culturele verschillen tussen lidstaten, waarvan taal een van de meest wezenlijke is, een factor die *regulatory competition* bemoeilijkt.¹²⁹ Het nationale vennootschapsrecht van de lidstaten is veel sterker ontwikkeld dan de vennootschapswetten van de Amerikaanse staten aan het einde van de 19e eeuw. Ook vennootschappelijke medezeggenschap wordt als element genoemd dat competitie van vennootschapsrecht beïnvloedt.¹³⁰ Tenslotte is het fiscale klimaat binnen de EU verschillend van dat in de Verenigde Staten. Een van de redenen dat het er de (kleine) staat Delaware veel aan gelegen is haar dominante positie te behouden, is dat de fiscale inkomsten (*corporate franchise tax*) een wezenlijk deel vormen van haar begroting. Voor een lidstaat zullen fiscale inkomsten nooit een dergelijke omvang en belang kunnen krijgen.¹³¹ Wij concluderen in lijn met de over dit onderwerp verschenen publicaties dat onwaarschijnlijk is dat het proces van *bottom-up* harmonisatie zich zo zal ontwikkelen binnen de EU als zich dat in de Verenigde Staten heeft gedaan.¹³² Het ligt veeleer voor de hand dat lidstaten elkaars wetgevende activiteit op het terrein van vennootschapsrecht nauwlettend in de gaten zullen houden en competitieve elementen uit andere rechtsstelsels in het eigen vennootschapsrecht implementeren. Onze verwachting is dan ook dat het vennootschapsrecht van de lidstaten op deze wijze steeds verder zal convergeren.

Een project als dat voor het een Europese modelwet voor het vennootschapsrecht (*European Model Corporation Act, EMCA*) kan ons inziens een belangrijke basis vormen voor *bottom up* harmonisatie. Dit initiatief is geïnspireerd door de Amerikaanse *Model Business Corporation Act*. Ook het project voor de Europese modelwet streeft geen bindende regels na, maar wil een raamwerk bieden voor de ‘open’ vennootschap (al dan niet beursgenoteerd), dat lidstaten de mogelijkheid biedt bepaalde onderdelen in hun nationale recht te implementeren.¹³³ De modelwet wordt geschoeid op een uitgebreide

129 O’Hara/Ribstein 2009, blz. 122 en Enriques 2004, blz. 1265.

130 O’Hara/Ribstein 2009, blz. 122.

131 Zie Gelter 2005, blz. 259-260, die er tevens op wijst binnen de EU dergelijke heffingen niet toegestaan zijn. In gelijke zin: Tröger 2005, par. 3.3.

132 Vergelijk met name: Enriques 2004, Gelter 2005, Tröger 2005 en O’Hara/Ribstein 2009.

133 Zie over het EMCA project www.asb.dk/emca en Baums/Krüger Andersen 2008.

vergelijking en analyse van het vennootschapsrecht van de verschillende lidstaten en vormt daardoor de synthese van voor vennootschappelijke problemen gekozen oplossingen. De *EMCA* kan ook voor nationale wetgevers een bron van inspiratie zijn. Uit de *Feedback Statement Corporate Law* blijkt dat onder de respondenten het animo voor het project beperkt was. Dit laat zich naar ons gevoel verklaren uit het feit dat respondenten veelal uit het bedrijfsleven en de juridische praktijk afkomstig zijn. Voor deze sectoren zijn met name plannen en maatregelen met direct effect van betekenis. Een project als de *EMCA* heeft pas op de langere termijn effecten voor het harmonisatieproces.

5.3. *Perspectieven voor EU-regulering aan de hand van een aantal thema's*

5.3.1. GRENSOVERSCHRIJDENDE MOBILITEIT

In zijn preadvies bepleit Rammeloo totstandkoming van de 14e Richtlijn en stelt hij voor dat het toepassingsgebied van de regeling alle vormen van zetelverplaatsing omvat (dus verplaatsing van de statutaire respectievelijk werkelijke zetel eventueel gecombineerd). Ook beveelt hij aan dat de Richtlijn omzetting naar een niet-equivalente vennootschapsvorm reguleert, indien dergelijke omzettingen door het ontvangstland voor binnenlandse omzettingen zijn toegestaan. Wij onderschrijven het pleidooi van Rammeloo. Voor totstandkoming van een regeling voor zetelverplaatsing lijkt een breed draagvlak te bestaan. In 2011 heeft de *Reflection Group* aanbevolen EU-wetgeving tot stand te brengen en in februari 2012 heeft het Europees Parlement een resolutie aangenomen waarin het de Europese Commissie verzoekt op korte termijn met een richtlijnvoorstel te komen.¹³⁴ Uit het *Feedback Statement* blijkt dat ook de respondenten veel belang hechten aan totstandkoming van EU-wetgeving inzake zetelverplaatsing: 68% van hen sprak zich hiervoor uit.¹³⁵

Zetelverplaatsing zou, zoals ook aanbevolen door Rammeloo, geregeld kunnen worden door het voorstel voor de 14e Richtlijn nieuw leven in te blazen terwijl het voor de hand ligt voor grensoverschrijdende splitsing een regeling te treffen in de Richtlijn GOF omdat hier al een wettelijk kader is geschapen ter bescherming van de belangen van minderheidsaandeelhouders, crediteuren en werknemers.¹³⁶ Zoals wij in par. 4.2 hebben geconstateerd dient het procedurele raamwerk van de Richtlijn GOF verbeterd te worden en dienen procedurele voorschriften van crediteurenbescherming geharmoniseerd

134 Resolutie 2011/2046 van 2 februari 2012, waarover Roelofs 2012.

135 *Feedback Statement*, blz. 10.

136 *Reflection Group*, blz. 17-19.

te worden opdat het proces van grensoverschrijdende fusie (en splitsing) wordt vereenvoudigd.

5.3.2. EUROPESE RECHTSVORMEN

De Europese vennootschap is minder succesvol gebleken dan bij haar totstandkoming in 2001 werd gehoopt. Uit de evaluatie van de SE is een aantal knelpunten naar voren gekomen (zie par. 3.2) die een verklaring geven voor de beperkte populariteit van deze communautaire rechtsvorm.

De meest fundamentele kritiek richt zich op het feit dat de SE-Verordening maar in heel beperkte mate uniforme voorschriften geeft en ten aanzien van veel onderwerpen verwijst naar nationaal (NV-) recht. Achtergrond hiervan is dat in 2001 overeenstemming over de SE-Verordening met name bereikt kon worden door deze wetgevingstechniek.¹³⁷ Zowel door de *Reflection Group* als in het *Feedback Statement Company Law* wordt bepleit om de SE-Verordening te vereenvoudigen door de keuzemogelijkheden van de nationale wetgever om de SE's te reguleren te beperken.¹³⁸ Wij zijn van mening dat het nuttig kan zijn de met name procedurele voorschriften van de SE-Verordening te vereenvoudigen. Zoals wij hiervoor hebben geconstateerd is het vennootschapsrecht van de lidstaten slechts in beperkte mate geharmoniseerd; cruciale thema's als bescherming van minderheidsaandeelhouders en crediteuren (zie par. 4.1) zijn in de vennootschapswetgeving van de lidstaten fundamenteel verschillend vorm gegeven. Een herziening van de SE-Verordening met het doel een daadwerkelijk uniforme communautaire rechtsvorm tot stand te brengen lijkt ons dan ook niet haalbaar. Uit de evaluatie van de SE zijn andere knelpunten naar voren gekomen waarvoor wel via EU-wetgeving een oplossing bereikt zou kunnen worden. Zo zou het vereiste dat een SE jaar statutaire en werkelijke zetel in dezelfde lidstaat heeft (art. 7 SE-Verordening) moeten worden geschrapt. Zoals hierboven (par. 3.3 en 4.2) besproken is met name na de arresten *Überseering* en *Inspire Art* de reikwijdte van de werkelijke zetelleer belangrijk ingeperkt. Ook hebben lidstaten die de werkelijke zetelleer aanhangen hun wetgeving versoepeld opdat vennootschappen hun werkelijke zetel buiten de landsgrenzen kunnen verplaatsen. Naar onze mening belemmert art. 7 SE-Verordening de grensoverschrijdende mobiliteit

137 In het Actieplan blz. 6 valt hierover te lezen: "Gedurende de afgelopen 10 jaar werd het EU-wetgevingsproces op het gebied van het vennootschapsrecht (...) gekenmerkt door een groter respect voor het nationaal recht (met een groter aantal referenties naar nationale voorschriften in de wetsvoorstellen). Dankzij deze soepeler benadering van harmonisatie kon met name het statuut van de Europese vennootschap (...) worden goedgekeurd".

138 *Reflection Group*, blz. 30 en *Feedback Statement Corporate Law*, blz. 7-8.

van de SE zonder dat daarvoor een rechtvaardiging bestaat, zodat de bepaling geschrapt dient te worden.¹³⁹

Uit het evaluatierapport blijkt ook dat de hoogte van het minimumkapitaal (€ 120.000) een belemmering voor de oprichting van een SE vormt. Wij zijn van mening dat in overweging genomen zou moeten worden het minimumkapitaal in lijn te brengen met het in de Tweede Richtlijn opgenomen vereiste voor de NV.

Naast vereenvoudiging van de SE-Verordening wordt ook simplificatie van de SE-Richtlijn bepleit terwijl tevens van met name vakbondszijde wordt gehecht aan het onderhandelingsproces dat leidt tot vennootschappelijke medezeggenschap bij de SE.¹⁴⁰ Zoals wij hierboven al constateerden, vormt vennootschappelijke medezeggenschap een complicatie bij het oprichten van een SE en bij grensoverschrijdende mobiliteit. Vereenvoudiging van de SE-Richtlijn terwijl tevens vennootschappelijke medezeggenschap volledig wordt gewaarborgd is naar onze mening niet goed verenigbaar.

Zoals in par. 3.2 is aangegeven, verkeert het SPE-Voorstel sinds 2011 in een impasse. Desondanks blijkt zowel uit het *Feedback Statement* als uit een resolutie van het Europees Parlement dat er nog steeds voorstanders zijn van een faciliteit als de SPE, specifiek toegesneden op MKB-ondernemingen. Het zal voor de Commissie een uitdaging zijn om het SPE-project vlot te trekken. Het ontwerpen van een uniforme regeling betekent dat een volledig inhoudelijke codificatie tot stand wordt gebracht die in alle lidstaten acceptabel is. Wij zijn van mening dat, gezien de grote onderlinge verschillen in nationaal (besloten) vennootschapsrecht, een dergelijke uniforme regeling niet haalbaar is. Wordt 'water bij de wijn gedaan' en gekozen voor beperkte harmonisatie, dan blijft er een grote invloed van nationaal recht en ontstaat er geen daadwerkelijk communautaire rechtsvorm maar een met de SE vergelijkbaar compromis dat leidt tot 27 SPE-varianten. De *Reflection Group* heeft een alternatief voor de SPE voorgesteld: de '*Single Member Company Template*'.¹⁴¹ De voorschriften voor deze rechtsvorm zouden beperkt kunnen zijn omdat knelpunten als de positie van minderheidsaandeelhouders, geschillenregeling en belangenverstrengeling tussen aandeelhouders en bestuurders zich niet voordoen. Gebruik zou gemaakt kunnen worden van modelstatuten (*Simplified Company Charter*). Lidstaten zouden verplicht worden om naast hun 'BV' een *simplified* BV in te voeren die door ondertekening van de modelstatuten (en – naar wij aannemen – dus zonder tussenkomst van een notaris) via registratie in het handelsregister

139 Overigens werd bij totstandkoming van de SE-Verordening het vereiste al kritisch ontvangen, zie M.E. Koppenol-Laforce, 'IPR; grensoverschrijdende zetelverplaatsing en juridische fusie', in Koppenol-Laforce 2005, blz. 102-104 en Harm-Jan de Kluiver, Preadvies 2004, blz. 8-13, Winter, 'EU Company Law at the Crossroads', blz. 10 in: Ferrarini/Hopt/Winter/Wymeersch 2004, en: Wymeersch 2003, blz. 34.

140 Zie Evaluatie SE (COM (2010) 676 definitief), blz. 7-8.

141 *Reflection Group*, blz. 66.

ontstaat. Uit de door de *Reflection Group* geschetste contouren blijkt dat de publicatievoorschriften sterk vereenvoudigd kunnen worden evenals de vennootschappelijke structuur. Een aandeelhouderbestuurde *simplified* BV lijkt uitgangspunt.¹⁴² Deze *simplified* BV zou niet alleen betekenis hebben voor MKB-ondernemingen maar tevens een vehikel zijn voor concernvennootschappen. Uit de consultatie blijkt dat er voor het voorstel onvoldoende steun is te vinden.¹⁴³

Tegen het *Single Member Company Template* als voorgesteld koesteren wij grote bezwaren. De *simplified* BV zou een grote impact hebben op nationaal recht aangezien zij als 'eenpersoons-BV' een directe concurrent vormt voor de reguliere besloten vennootschapsvorm. De meeste lidstaten hebben onlangs hun BV-recht aan een kritische reflectie onderworpen en daarbij keuzes gemaakt die dit voorstel worden doorkruist. Zo heeft de Nederlandse wetgever op goede gronden afgezien van een aandeelhoudersbestuurde BV en is (vooral nog) gekozen voor notariële tussenkomst bij oprichting van een BV. Een principiële vraag is of de Europese wetgever bevoegd is om een regeling te treffen die de lidstaten verplicht om een nieuwe nationale rechtsvorm in hun vennootschapsrecht te introduceren. Wij menen dat EU-wetgeving die verplicht tot het invoeren van een *simplified* BV op gespannen voet staat met het subsidiariteitsbeginsel (nog afgezien van de vraag of voor een dergelijke regeling een rechtsbasis in het VWEU kan worden gevonden). De voornaamste reden om lidstaten te verplichten een *Single Member Company Template* in te voeren lijkt gelegen in kostenbesparing voor MKB-ondernemingen. Wij zijn er niet van overtuigd dat hiervoor een nieuwe nationale rechtsvorm noodzakelijk is: aan oprichting van een eenpersoons-BV die eenvoudige standaardstatuten vergt zijn over het algemeen bescheiden kosten verbonden.¹⁴⁴

Wij concluderen dan ook dat de EU-wetgever geen prioriteit dient te geven aan de SPE-Verordening, maar in plaats daarvan de lidstaten zou moeten verzoeken aan te geven welke nationale rechtsvorm kwalificeert voor MKB-ondernemingen. Ook een groot aantal van de respondenten lijkt een dergelijke aanpak voor te staan.¹⁴⁵

142 *Reflection Group*, blz. 66-67.

143 *Feedback Statement Company Law*, blz. 8.

144 Ten overvloede merken wij op dat het regelmatig genoemde voordeel van een SPE dat advieskosten worden doordat met eenmaal opgestelde statuten in alle lidstaten een SPE opgericht kan worden, hier niet opgaat omdat de *simplified* BV een nationale rechtsvorm is.

145 *Feedback Statement Company Law*, blz. 8 waar vrij cryptisch wordt overwogen: "A majority (...) were in favour of exploring alternatives to the SPE Statute, in particular supporting an instrument labelling existing national company law forms that meet a number of pre-defined harmonised requirements". Wij constateren dat de optie die in de

5.3.3. WAARBORGEN VOOR MINDERHEIDSAANDEELHOUDERS EN CREDITEUREN

Wij ondersteunen de pleidooien van *het European Corporate Governance Forum* (ECGF) en de *ECLC* voor een regeling met betrekking tot *related party transactions* bij beursvennootschappen.¹⁴⁶ Voor transacties die meer dan 1% maar minder dan 5% van het vermogen van de vennootschap vertegenwoordigen zou moeten gaan gelden dat deze openbaar worden aangekondigd en gemeld bij de bevoegde toezichthouder, vergezeld van een verklaring dat de transactie redelijk en billijk is vanuit het perspectief van de minderheidsaandeelhouders. Transacties die meer dan 5% van het vermogen vertegenwoordigen of die een significant effect hebben op de winst of de omzet zouden bovendien ter goedkeuring aan de algemene vergadering moeten worden voorgelegd, waarbij de geconflieeerde aandeelhouder wordt uitgesloten van de stemming.

Verder stellen wij voor dat de Commissie een rechtsvergelijkende studie laat verrichten naar de verschillende wijzen waarop minderheidsaandeelhouders en crediteuren bij grensoverschrijdende fusie worden beschermd. Deze analyse kan plaatsvinden in het kader van de evaluatie van de Richtlijn GOF die op grond van art. 17 van de richtlijn in december 2012 moet plaatsvinden. De uitkomsten van deze analyse kunnen worden gebruikt om de verschillende systemen van minderheids- en schuldeisersbescherming beter op elkaar worden afgestemd om zo problemen bij grensoverschrijdende fusie te voorkomen. Vooruitlopend op wetgeving die grensoverschrijdende splitsing en zetelverplaatsing mogelijk maakt zou ook kunnen worden onderzocht hoe het recht van de lidstaten minderheidsaandeelhouders en crediteuren bij deze vormen van herstructurering beschermt.

Wij zijn met de *ECLC*¹⁴⁷ van mening dat opnieuw moet worden bezien of de Tweede Richtlijn kan worden aangepast. Naar onze mening zou hiertoe in kaart moeten worden gebracht in hoeverre lidstaten naast de balanstest in de Tweede Richtlijn ook (in enige vorm) een liquiditeitstoets voorschrijven bij uitkeringen aan aandeelhouders. Een dergelijke analyse zou kunnen zorgen voor draagvlak voor een aanpassing van de Tweede Richtlijn.

Wij merken ten slotte op dat de Commissie een onderzoek heeft uitgezet bij de *London School of Economics* naar de zorgplichten en aansprakelijkheden van

Consultatie werd voorgelegd enigszins anders werd geformuleerd: “De Commissie zou een nieuw wetsvoorstel kunnen voorbereiden om Europese kmo’s (MKB-ondernemingen, MLL/JR) te promoten door middel van een Europese vorm van labeling die aan bepaalde vooraf omschreven vereisten voldoen”.

146 Zie het voorstel van ECGF: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm en *ECLC 2011*, blz. 21.

147 *ECLC 2012*, blz. 15.

bestuurders in de *twilight zone*.¹⁴⁸ Afhankelijk van de uitkomsten van deze studie zou de Commissie de invoering van een Europese *wrongful trading*-regeling kunnen overwegen, zoals voorgesteld door de High Level Group en overgenomen in het Actieplan.

5.3.4. CORPORATE GOVERNANCE: TEGENGAAN KORTE TERMIJN DENKEN/BEVORDEREN LANGE TERMIJN DENKEN

Zowel uit het rapport van de *Reflection Group* als uit het Groenboek Corporate Governance van de Commissie spreekt zorg over het toegenomen korte termijn denken (*short termism*). *Short termism* kan zich uiten in onderinvestering en in hyperactiviteit (frequente interne reorganisaties, ondernemingsstrategieën gericht op fusies en overnames en een management dat gepreoccupeerd is door financiële *re-engineering* die weinig verband houdt met de capaciteiten van de onderliggende onderneming).¹⁴⁹ De *Reflection Group* en de Commissie maken zich hierover terecht zorgen. Na een tijdperk dat werd gekenmerkt door de roep om een grotere rol – en dus meer rechten – voor ‘eigenaren’ van ondernemingen – de aandeelhouders – zijn we met een harde klap terechtgekomen in een tijdperk waarin we ons realiseren dat veel van die ‘eigenaren’ geen ‘eigenaren’ zijn maar ‘huurders’, die soms maar heel kort in het huis blijven wonen.¹⁵⁰

Aandelenmarkten hebben in relatief korte tijd een metamorfose ondergaan. Waar de gemiddelde duur van een investering in een onderneming door een belegger aan de NYSE in 1950 nog 7 jaar bedroeg, is dat gemiddelde nu zes maanden.¹⁵¹ Hoe kan dit verschil worden verklaard? Wat is er sinds 1950 veranderd? Een eerste belangrijke verklaring is dat de rol van grote beleggers, zoals pensioenfondsen, maar bijvoorbeeld ook *sovereign wealth funds* is toegenomen.¹⁵² Bij deze grote beleggers is een extreem gediversifieerde portfolio van beleggingen de norm. Voor deze strategie wordt gekozen om het beleggingsrisico te spreiden. De meest gevolgde beleggingsstrategie onder institutionele beleggers is de *Modern Portfolio Theory*. Deze theorie leidt er toe dat beleggers hun beslissingen nemen op basis van wiskundige berekeningen gebaseerd op historische gegevens. De beleggingen binnen de portefeuille worden voortdurend

148 <http://ted.europa.eu/udl?uri=TED:NOTICE:41231-2012:TEXT:EN:HTML>.

149 *Kay Review*, blz. 14. De *Kay Review* is een rapport over de Britse aandelenmarkten en hun invloed op long-term performance en governance van Britse ondernemingen, geschreven door prof. John Kay, in opdracht van het Britse *Department of Business Innovation & Skills* (BIS). Het rapport is verschenen in juli van dit jaar. Zie over de Kay Review: De Jong 2012.

150 Vergelijking ontleend aan Fox/Lorsch 2012. Een bijkomend probleem is dat er soms sprake is van onderhuur (*stock lending*). Zie over de ongewenste gevolgen van *short termism* en marktdenken Timmerman 2012, met verwijzingen naar zowel Fox/Lorsch als de *Kay Review*.

151 Fox/Lorsch 2012.

152 Fox/Lorsch 2012.

vergeleken met potentiële andere beleggingen. Wordt daarvan verwacht dat zij meer opleveren dan bestaande beleggingen, dan worden de laatste verkocht. Behalve dat dit leidt tot een voortdurend kopen en verkopen van aandelen leidt het ook tot kortzichtigheid: institutionele beleggers staren zich blind op de markt. Zij verdiepen zich niet werkelijk in de lange termijn verwachtingen en de corporate governance van de ondernemingen waarin zij beleggen.¹⁵³

Dan is er de toegenomen rol van intermediairs op de effectenmarkten. In zijn recente rapport¹⁵⁴ heeft Kay het aandeel van vermogensbeheerders in het toegenomen *short termism* uitgebreid beschreven. Hij constateert dat vermogensbeheerders worden ingehuurd en beoordeeld op basis van hun prestaties afgezet tegen index benchmarks (*relative performance*). Dit betekent dat vermogensbeheerders vooral geprikkeld worden om het beter te doen dan andere vermogensbeheerders.¹⁵⁵ Maar zoals Kay schrijft: “Competition between asset managers to outperform each other by anticipating the changing whims of market sentiment – Keynes beauty contest – can add nothing, in aggregate, to the value of companies (just as the contest Keynes describes does not make any of the faces portrayed more beautiful) – and hence nothing to the overall returns to savers.”¹⁵⁶

Andere factoren die (mogelijk) hebben bijgedragen aan *short termism* zijn: *high frequency trading*,¹⁵⁷ prudentiële solventieregels, de wijze waarop *fund managers* worden beloond en het feit dat de hele beleggingsindustrie gebaat is bij een zo groot mogelijk aantal transacties.¹⁵⁸

De conclusie van het voorgaande is dat we te maken hebben met een serieus probleem, dat niet zo maar zal verdwijnen. Het gaat de reikwijdte van dit preadvies te buiten om alle facetten van het probleem te bespreken. Wij beperken ons tot een aantal punten die in het Groenboek Corporate Governance en het rapport van de *Reflection Group* aan de orde worden gesteld.

Bij een vergelijking van de bespreking van het thema *short termism* door de Commissie c.q. de *Reflection Group* valt op dat de Commissie dit thema met name koppelt aan de rol van aandeelhouders in genoteerde vennootschappen. De Commissie constateert dat de meerderheid van de aandeelhouders passief is en vaak slechts gefocust op kort termijn winst. De Commissie acht het daarom nuttig om na te gaan of meer aandeelhouders kunnen worden aangemoedigd “to take an interest in sustainable returns and longer term performance, and how to encourage them to be more active on corporate

153 Zie: J.W. Winter, ‘Aandeelhouder engagement en stewardship’, in: Timmerman 2011, blz. 41-44 en Winter 2010, blz. 141.

154 Zie noot 149.

155 *Kay Review*, hoofdstuk 5. Zie ook J.W. Winter, ‘Aandeelhouder engagement en stewardship’, in: Timmerman 2011, blz. 44-47 en *Groenboek Corporate Governance*, blz. 12-13..

156 *Kay Review*, blz. 42.

157 J.W. Winter 2010, blz. 141.

158 J.W. Winter, ‘Aandeelhouder engagement en stewardship’, in: Timmerman 2011, blz. 47. Zie voor voorstellen tot aanpassing van de beloningsstructuur hoofdstuk 11 van de *Kay Review*.

governance issues”.¹⁵⁹ De *Reflection Group* kiest voor een bredere benadering van het probleem. De *Reflection Group* ziet behalve in maatregelen die lange termijn denken bij aandeelhouders zouden kunnen stimuleren ook een mogelijke oplossing in maatregelen die bescherming tegen korte termijn beleggers zouden kunnen bieden aan een bestuur dat zich op de lange termijn wil richten.

Long termism en de rol van aandeelhouders

In par. 3.4 hebben wij laten zien dat één van de speerpunten van het in het Actieplan aangekondigde corporate governance beleid was: het versterken van de rechten van aandeelhouders. Met de Aandeelhoudersrichtlijn beoogde de Commissie de *voice*-rechten van de aandeelhouders te versterken. Dit doel is echter niet bereikt. Er bestaan nog steeds grote belemmeringen voor de effectieve uitoefening van het stemrecht, met name over de grenzen heen (*cross border voting*). Een probleem bij *cross border voting* is dat de aandelen in de regel worden gehouden via een keten van effectenintermediairs. Dit levert problemen op bij de identificatie van de stemgerechtigde, de informatievoorziening aan stemgerechtigden voorafgaand aan de vergadering en de te volgen procedures bij de uitoefening van het stemrecht.¹⁶⁰ Het bevorderen van *long termism* bij aandeelhouders vooronderstelt naar onze mening dat aandeelhouders hun stem op effectieve wijze kunnen uitbrengen. Daarom zou de Commissie nu eindelijk¹⁶¹ de problemen bij de grensoverschrijdende uitoefening van het stemrecht moeten oplossen. Dit zou kunnen gebeuren via een aanpassing van de Richtlijn Aandeelhoudersrechten. Met de *Reflection Group* zijn wij van mening dat het faciliteren van *cross border voting* kan worden gecombineerd met een regeling die het mogelijk maakt voor uitgevende instellingen om hun aandeelhouders te identificeren. Wij zien net als de Group geen reden waarom aandeelhouders hun identiteit jegens de vennootschap geheim zouden moeten kunnen houden indien wordt gewaarborgd dat hun persoonsgegevens niet worden gebruikt voor andere doeleinden dan communicatie met de vennootschap.¹⁶²

159 Groenboek Corporate Governance, blz. 3.

160 Zie over die problemen: Masouros 2010, blz. 196-198 en Zetzsche 2008, blz. 289-336.

161 Zie Van Ginneken 2011, blz. 404: “Gezien de geschiedenis van deze problematiek is het enigszins schrijnend dat de Commissie over deze onderwerpen nog vragen stelt.”

162 *Reflection Group*, blz. 50. Volgens het *Groenboek Corporate Governance* (blz. 15) kunnen uitgevende instellingen al in ongeveer twee derde van de lidstaten hun aandeelhouders identificeren. In Nederland wordt identificatie op verzoek van een beursvennootschap van aandeelhouders met een belang van meer dan 0,5% mogelijk gemaakt in het wetsvoorstel Corporate Governance, dat op 5 juli 2012 door de Tweede Kamer is aanvaard. Het wetsvoorstel beperkt de verplichting om mee te werken aan identificatie tot bewaarpartijen en intermediairbanken die onder de reikwijdte van de Wge vallen. Dit betekent dat er ook na invoering van deze regeling nog steeds een noodzaak is voor een Europese (of beter nog: een wereldwijde) regeling (zie Kuijpers 2012).

Nadat is bewerkstelligd dat aandeelhouders hun stemrecht ook over de grenzen heen op effectieve wijze kunnen uitoefenen resteert een veel moeilijker op te lossen probleem. Hoe kan worden bereikt dat meer aandeelhouders *daadwerkelijk* betrokken raken bij de vennootschap? Wij denken dat de effecten van regulering op dit terrein niet moeten worden overschat,¹⁶³ maar zijn van mening dat de Commissie zou moeten nagaan op welke wijze een regeling van Europees vennootschapsrecht *long term commitment* van aandeelhouders zouden kunnen bevorderen. De benadering van de Commissie in de Consultatie is ons inziens te beperkt. Daarin vraagt zij slechts welke regels van EU vennootschapsrecht bijdragen aan *short termism* en hoe deze regels zouden kunnen worden aangepast om dergelijk gedrag te voorkomen.¹⁶⁴ De Commissie vraagt niet welke regels zouden kunnen worden ingevoerd om *long termism* van aandeelhouders te bevorderen. Wel merkt de Commissie in het Groenboek¹⁶⁵ op dat zij overweegt om institutionele beleggers (en vermogensbeheerders) te verplichten tot openbaarmaking van hun stembeleid, dit ter bevordering van engagement van institutionele beleggers.¹⁶⁶ Deze maatregel behoort ook tot de verlangens van de Reflection Group.¹⁶⁷ Wij zijn ook voorstander van deze maatregel omdat transparantie op dit punt geen kwaad kan, maar wij hechten er aan op te merken dat invoering van transparantieplichtingen nog geen *engagement* bewerkstelligt. Deze maatregel kan ook leiden tot niet meer dan *compliance*.¹⁶⁸ Zijn er dan nog andere middelen te bedenken waarmee *long termism* bevorderd kan worden? Met de *Reflection Group*¹⁶⁹ zijn wij van mening dat de EU het belonen van trouwe aandeelhouders met extra stemrecht of loyaliteitsdividend zou kunnen faciliteren.¹⁷⁰ (Institutionele) aandeelhouders

163 Vgl. J.W. Winter, 'Aandeelhouder engagement en stewardship', in Timmerman 2011, blz. 56 (zie ook: Verslag van de discussie in Timmerman 2011, blz. 207-208).

164 Zie *Feedback Statement Corporate Governance*, vraag 13.

165 *Groenboek Corporate Governance*, blz. 11.

166 De Commissie wijst er op dat een overgrote meerderheid van de respondenten op het Groenboek Corporate Governance bij financiële instellingen van juni 2010 (COM(2010) 84) hier voorstander van was.

167 *Reflection Group*, blz. 49.

168 J.W. Winter, 'Aandeelhouder engagement en stewardship', in Timmerman 2011, blz. 51.

169 *Reflection Group*, blz. 46-47.

170 Een ander middel dat zou kunnen worden ingezet om trouwe aandeelhouders te belonen zijn loyaliteitswarrants (L-warrants). Zie hierover: Bart Bootsma, L-Warrants, in: Meijer/Storm/Timmerman 2012, blz. 37-40. Een verdergaande optie is het vereisen van een bepaalde duur van het aandeelhouderschap voor de toekenning van stemrecht (met betrekking tot alle of alleen bepaalde besluiten). Deze optie gaat verder omdat zij korte termijn-aandeelhouders het stemrecht (geheel of gedeeltelijk) ontnemt. Zie over deze optie Fox/Lorsch 2012, die er op wijzen dat in de VS alleen aandeelhouders die tenminste twee jaar aandelen in de vennootschap houden een *say-on-pay* hebben. Fox/Lorsch zijn voorstander van een *'more sweeping' change*: alleen aandeelhouders die hun aandelen in de vennootschap ten minste een jaar houden zouden stemrecht moeten hebben (met betrekking tot alle besluiten).

zullen immers compensatie verlangen voor het hogere risico dat zij op hun investeringen gaan lopen indien zij hun portfolio's verkleinen. Die compensatie zouden zij ook van de onderneming kunnen verlangen in de vorm van extra informatie of een eigen niet-uitvoerende bestuurder.¹⁷¹ Het verstrekken van extra informatie aan bepaalde aandeelhouders staat op gespannen voet met de huidige regels met betrekking tot het openbaar maken van koersgevoelige informatie. Wij denken dat het niet eenvoudig zal zijn om hier een oplossing voor te vinden, zoals de *Reflection Group* lijkt te verlangen.¹⁷² Het faciliteren van *one-on-ones* vergt immers dat inbreuk wordt gemaakt op het uitgangspunt van de Richtlijn Marktmissbruik dat aandeelhouders gelijke toegang tot informatie moeten hebben.¹⁷³

Long termism veronderstelt ons inziens ook dat aandeelhouders kunnen samenwerken: het zal soms immers nodig zijn een blok te vormen tegen op korte termijn gerichte aandeelhouders. De Commissie heeft in de Consultatie expliciet gevraagd hoe samenwerking tussen aandeelhouders zou kunnen worden bevorderd.¹⁷⁴ Een groot aantal respondenten, waaronder *ECLE*,¹⁷⁵ is van mening dat het nodig is om de regels met betrekking tot *acting in concert* te verduidelijken. Dit staat ook op de wensenlijst van de *Reflection Group*.¹⁷⁶ Het zal echter niet eenvoudig zijn om deze wens te vervullen. Het inperken van de definitie van *acting in concert* betekent immers dat (in enige mate) afbreuk wordt gedaan aan de doelstelling van deze regels (bescherming van minderheidsaandeelhouders door de biedplicht voor aandeelhouders die controle kunnen uitoefenen).¹⁷⁷

Long termism en de positie van het bestuur

Het is begrijpelijk dat de *Reflection Group* niet alleen naar mogelijkheden zoekt om *long termism* bij aandeelhouders te bevorderen, maar ook naar middelen waarmee het bestuur van een onderneming zich tegen *short termism*

171 J.W. Winter 2010, blz. 141.

172 *Reflection Group*, blz. 47: "Coordination between the company and its long term shareholders to further its long term objectives should be possible without triggering rules on sharing of inside information and concerted action."

173 *ECLE 2011*, blz. 17. Zie ook Fox/Lorsch 2012 die dit probleem vanuit Amerikaans perspectief bespreken: "Bringing back the old days in which some analysts and investors had special access to corporate information is probably a nonstarter. Then again, some investors do still have special access: Shareholders who hold more than 5% of a company or hold a seat on its board are exempt from Reg FD – they are considered corporate insiders and are subject to different restrictions and disclosure requirements. It might be time to look for a middle ground in which long-term investors who aren't technically insiders are allowed to exchange some but not all of their maneuvering room for franker interactions with management."

174 *Feedback Statement Corporate Governance*, vraag 17.

175 *ECLE 2011*, blz. 17.

176 Zie noot 172.

177 *ECLE 2011*, blz. 17.

kan beschermen. Aan deze aanpak kleeft wel het risico dat boards zich achter de voorgestelde bescherming kunnen verschansen wanneer hen dit goed uitkomt. Het is niet de bedoeling dat de geboden bescherming leidt tot *entrenched boards*. In dit licht zal met name het voorstel van de *Reflection Group* om *staggered boards* binnen de EU mogelijk te maken op veel weerstand bij aandeelhouders stuiten. Indien deze regel ook blijft gelden in geval van een vijandig bod kan zij immers als beschermingsconstructie worden ingezet.¹⁷⁸

Een dergelijk bezwaar kan niet worden ingebracht tegen een ander voorstel van de *Reflection Group*: een Europese aanbeveling of richtlijn zou ondernemingen in staat moeten stellen in hun statuten op te nemen dat zij hebben gekozen voor de stakeholdersbenadering. De Group wijst er op dat de benadering een hoeksteen is van het Nederlandse vennootschapsrecht dat er van uit gaat dat de bestuurders en toezichthouders hun taken vervullen in het belang van de vennootschap.¹⁷⁹ Het belang van de vennootschap kan er aan in de weg staan dat voorrang wordt gegeven aan de korte termijn belangen van aandeelhouders. Wij wijzen er op dat ook het Britse vennootschapsrecht sinds 2006 uitgaat van de stakeholdersbenadering. S 172 CA 2006 bepaalt:

“A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to – a) the likely consequences of any decision in the long term, b) the interests of the company’s employees, c) the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others, d) the impact of the company’s operations on the community and the environment, e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and f) the need to act fairly as between members of the company.”

Op basis van deze bepaling kunnen bestuurders een hoog bod op de vennootschap afwijzen indien zij van mening zijn dat het lange termijn belang van de vennootschap niet gediend is met de overname. De vraag is of dit ertoe doet, nu er van uit kan worden gegaan dat aandeelhouders het bod zullen accepteren. Kay zegt hierover:

“If there is a problem, it is that the underlying holders of shares are unwilling to reject an immediate offer at a premium to the previous share price even if they believe that the still higher fundamental value of the share will be revealed in the long-run. Or that they have no idea

178 De Jong/Verbrugh 2011, blz. 382.

179 *Reflection Group*, blz. 37.

of the fundamental value of the share, but take the money and run. The development of stewardship activity by asset managers is the best – and probably the only – effective check on such actions.”¹⁸⁰

Met Kay zijn wij van mening dat ter voorkoming van op de korte termijn winst gericht handelen van (institutionele) beleggers een mentaliteitsverandering bij vermogensbeheerders gewenst is. Een moeilijk te beantwoorden vraag is op welke wijze de gewenste mentaliteitsverandering kan worden bereikt. De Commissie heeft in de Consultatie gevraagd of er maatregelen moeten worden getroffen met betrekking tot de beloning en beoordeling van vermogensbeheerders die lange termijn beleggingen van institutionele beleggers beheren.¹⁸¹ Een kleine meerderheid van de respondenten op deze vraag beantwoordt deze bevestigend. Over de aard van de te treffen maatregelen zijn de respondenten echter verdeeld. Wij zouden – evenals veel respondenten – menen dat er in ieder geval meer transparantie moet komen over de beloningsstructuur. Een andere vraag van de Commissie was of de EU regels moet introduceren die de monitoring van vermogensbeheerders door institutionele beleggers bevorderen.¹⁸² Ongeveer de helft van de respondenten op deze vraag is hier voorstander van. De meeste van hen zijn van oordeel dat het nodig is om transparantie met betrekking tot het door de vermogensbeheerders gevoerde beleid en de naleving van hun fiduciaire verplichtingen te verhogen. Ook hier zijn wij het mee eens.

Terug naar de rol van bestuurders. De Commissie heeft in de Consultatie vragen gesteld met betrekking tot het thema beloning van bestuurders. Dit is terecht omdat de beloningsstructuur ook bij bestuurders kan leiden tot *short termism*. Hier is inmiddels al zo veel over geschreven dat wij er niet over uitweiden. De Commissie heeft in de Consultatie vragen gesteld met betrekking tot openbaarmaking van bezoldiging van bestuurders en met betrekking tot een zogenoemde *say-on-pay* voor de aandeelhoudersvergadering.¹⁸³ Driekwart van de respondenten op de vraag met betrekking tot transparantie is voorstander van openbaarmaking van het bezoldigingsbeleid, het remuneratierapport en de individuele bezoldiging van bestuurders. Vanuit Nederlands perspectief is dit niet opzienbarend, nu dit te onzent allemaal al wettelijk voorgeschreven is. Wij merken echter op dat bij transparantie over bezoldiging geldt: *the devil is in the detail*. Zowel het bezoldigingsbeleid als het remuneratierapport is vaak complexe, moeilijk te doorgronden materie. Openbaarmaking heeft geen zin als niet eenvoudig te begrijpen is wat nu precies wordt openbaar gemaakt. In dit licht is interessant dat in het Verenigd

180 *Kay Review*, blz. 61.

181 *Feedback Statement Corporate Governance*, vraag 14.

182 *Feedback Statement Corporate Governance*, vraag 15.

183 *Groenboek Corporate Governance*, vragen 9 en 10.

Koninkrijk nieuwe regels met betrekking tot bezoldiging van bestuurders zijn aangekondigd.¹⁸⁴ Onderdeel van de voorstellen is verbeterde transparantie, door onder meer in het bezoldigingsbeleid de scenario's op te nemen die laten zien wat een bestuurder zal ontvangen voor prestaties boven, op of onder target.¹⁸⁵ Ook met betrekking tot de calculatie van vertrekvergoedingen moet er meer openbaar worden gemaakt. Het zou aanbeveling verdienen als de Commissie in navolging van de Britse regering de transparantievoorschriften stevig opschroeft. Met *EACLE* zijn wij van mening dat hier sprake is van marktfalen, zodat bindende voorschriften geboden zijn.¹⁸⁶

Met betrekking tot *say-on-pay* valt op dat een meerderheid van de respondenten op deze vraag er voorstander van is om zowel het bezoldigingsbeleid als ook het remuneratierapport ter (al dan niet bindende) stemming aan de algemene vergadering voor te leggen. Op dit vlak zijn er grote verschillen tussen de lidstaten. Zo heeft de algemene vergadering in Nederland een bindend stemrecht met betrekking tot het bezoldigingsbeleid terwijl in het Verenigd Koninkrijk de algemene vergadering een adviserende stem heeft met betrekking tot het remuneratierapport. Dat laatste gaat veranderen als het aan het Britse *Department of Business Innovations & Skills* ligt. Aandeelhouders krijgen een bindend stemrecht met betrekking tot het bezoldigingsbeleid. Interessant is dat aan een negatieve adviserende stem over het remuneratierapport in de toekomst de consequentie wordt verbonden dat in het daaropvolgende jaar het bezoldigingsbeleid opnieuw ter goedkeuring aan de algemene vergadering moet worden voorgelegd. Dit komt er op neer dat de algemene vergadering de remuneratiecommissie kan dwingen haar huiswerk over te doen. Dit is een voorstel dat nadere bestudering verdient. Ter relativering merken wij op dat staat te bezien of aandeelhouders dikwijls van het recht om de remuneratiecommissie terug te fluiten gebruik zullen maken. Hiervoor zijn immers geëngageerde aandeelhouders nodig.

5.3.5. CONCERNVERHOUDINGEN

In het verleden is getracht het groepsrecht inhoudelijke te harmoniseren, maar voor de Negende Richtlijn bestond onvoldoende draagvlak binnen de Europese Unie. Zowel door de *High Level Group* als door de *Reflection Group* is dan ook geen brede harmonisatie bepleit, maar wordt voorgesteld om specifieke problemen te reguleren. In dit kader stelt de *Reflection Group* voor om het 'concernbelang' als richtsnoer voor taakuitoefening door bestuurders van concernvennootschappen in het EU-vennootschapsrecht te verankeren. Hiermee zou aan bestuurders duidelijkheid worden geven over

184 <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/d/12-900-directors-pay-guide-to-reforms.pdf>.

185 Zie over het belang van scenarioanalyses: Lennarts/Meijer-Wagenaar 2011.

186 *EACLE 2011*, blz. 10.

hun taakuitoefening en zouden aansprakelijkheidsrisico's (zowel strafrechtelijk als civiel) worden vermeden.¹⁸⁷ Uit het *Feedback Statement Company Law* blijkt dat het voorstel in een behoefte voorziet, zodat EU-regulering te verwachten is.¹⁸⁸

In Nederland heeft zich rechtspraak ontwikkeld over het opvolgen instructies van bestuurders waaruit kan worden afgeleid dat het bestuur gehouden is dergelijke instructies van een ander orgaan (in concerns de algemene vergadering) op te volgen, tenzij deze in strijd zijn met het belang van de vennootschap en met haar verbonden onderneming. Voor de BV is dit uitgangspunt gecodificeerd in artikel 2:239 lid 4 BW.¹⁸⁹ In rechtspraak en literatuur wordt aangenomen dat in groepsverhoudingen het concernbelang dit vennootschappelijk belang 'inkleurt'. Hiernaast heeft zich doorbraak-jurisprudentie ontwikkeld op grond waarvan crediteuren een aandeelhouder kunnen aanspreken uit onrechtmatige daad (*Nimox* doctrine) indien hij belangen van crediteuren verwaarloost. Ook in andere lidstaten zijn methodieken ontwikkeld (zowel civiel- als strafrechtelijk) om te voorkomen dat minderheidsaandeelhouders en crediteuren van de dochtervennootschap worden benadeeld.¹⁹⁰

Erkenning van het concernbelang in het Europees vennootschapsrecht zal de moedervennootschap als aandeelhouder en de bestuurders van de concerndochters een richtsnoer voor hun handelen geven. Toch moet de waarde hiervan ons inziens bepaald niet worden overschat. Zowel van de moedervennootschap-aandeelhouder als van bestuurders van dochtervennootschappen wordt immers verwacht dat zij zich de belangen van bij de dochtervennootschap betrokken *stakeholders* als crediteuren aantrekken. Dit betekent dat bestuurders een zorgvuldige afweging dienen te maken en zich niet kunnen verschuilen achter het 'concernbelang' ter rechtvaardiging van hun handelen. De vraag of een bestuurder in een concreet geval juist heeft gehandeld zal worden beoordeeld naar nationaal recht. Dit nationale recht is niet geharmoniseerd en vorderingen van crediteuren zullen veelal gebaseerd zijn op onrechtmatige daad of op het faillissementsrecht van de lidstaten (zie par. 4.1 hiervoor). Bestuurders dienen zich dit goed te realiseren opdat voorkomen wordt dat zij aan het 'concernbelang' als richtsnoer voor hun handelen 'schijnzekerheid' ontlennen.

Zoals vermeld in par. 5.3.2 heeft de *Reflection Group* een *Single Member Company Template* voorgesteld voor MKB- en concernvennootschappen. Wij zijn van mening dat de EU-wetgever op dit vlak geen initiatieven zou moeten ontplooiën omdat zij te sterk ingrijpen in het nationaal vennootschapsrecht van de lidstaten zonder dat daarvoor rechtvaardiging bestaat.

187 *Reflection Group*, paragraaf 4.1.2.

188 *Feedback Statement*, blz. 12.

189 Als gevolg van de Wet Flexibilisering BV-recht, *Stb.* 2012, 299.

190 *Reflection Group*, paragraaf 4.1.2.

6. Tot slot

Uit het voorgaande overzicht volgt dat wij van mening zijn dat de EU bescheiden ambities zou moeten koesteren op het terrein van het vennootschapsrecht. Wetgevend optreden is in de eerste plaats geboden daar waar vennootschapsrecht en kapitaalmarktrecht elkaar raken. Wij denken hier aan regels die direct betrekking hebben op de positie van aandeelhouders in beursvennootschappen, zoals bijvoorbeeld regels met betrekking tot het effectief kunnen uitoefenen van stemrecht. Een taak voor de EU bestaat ook daar waar bestaande bepalingen van Europees vennootschapsrecht dan wel kapitaalmarktrecht *short termism* in de hand werken. Dergelijke regels moeten worden aangepast. Daarnaast zou de Commissie maatregelen kunnen overwegen die *long termism* bevorderen. Corporate governance regels die betrekking hebben op de inrichting en functioneren van bestuur en toezicht van beursvennootschappen kunnen wat ons betreft worden overgelaten aan de nationale corporate governance codes. Alleen daar waar duidelijk sprake is van marktfalen kan ingrijpen op EU niveau worden overwogen.

Verdere wetgevingsinitiatieven van de EU zijn naar onze mening dringend nodig ter facilitering van grensoverschrijdende mobiliteit van vennootschappen. Hierbij dient ook aandacht te worden besteed het ontwerpen van regelingen ter waarborging van de rechten van betrokken minderheidsaandeelhouders en schuldeisers. Hier is veel werk te verrichten dat niet door de lidstaten zelf kan worden opgeknapt.

Wij zijn geen voorstander van het in het leven roepen van een Europese BV omdat onvermijdelijk is dat deze deels onderworpen zal zijn aan nationaal recht. Onduidelijkheid over het toepasselijke recht zal bij de Europese BV bovendien leiden tot ongewenste rechtsonzekerheid. Evenmin zijn wij enthousiast over de *Single Member Company Template*. Wij vragen ons af of de EU bevoegd is om aan de lidstaten een vehikel voor eenpersoonsvennootschappen op te leggen en plaatsen vraagtekens bij de kostenbesparing waartoe dit vehikel zou leiden.

Wat wij voorstaan is een *lean and mean* wetgevingsprogramma op het terrein van het Europese vennootschapsrecht. Zo blijven er middelen over voor het *EMCA*-project, dat naar onze overtuiging krachtige ondersteuning verdient. Een dergelijk project gebaseerd op rechtsvergelijkende studies is volgens ons de enige weg waarop kan worden geprobeerd schier onoverbrugbare meningsverschillen tussen de lidstaten over kernthema's van vennootschapsrecht te overwinnen. Het is echter de vraag of een dergelijk lange termijn project een goede voedingsbodem vindt in de burelen van de Europese Commissie, waar het *short termism*-virus telkens weer de kop opsteekt.

LITERATUUR EN OVERIGE BRONNEN

Literatuur

Allen/Kraakman/Subramanian 2009

William T. Allen/Reinier Kraakman/Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York: Aspen Publishers 2009

Armour/Ringe 2011

John Armour/Wolf-Georg Ringe, 'European Company Law 1999-2010: Renaissance and Crisis', *Common Market Law Review* vol. 48 (2011), blz. 125-174

Bainbridge 2009

Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 2nd. Ed., New York: Thomson Reuters/Foundation Press 2009

Bainbridge 2012

Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford/New York: Oxford University Press 2012

Barneveld 2011

J. Barneveld, 'Leveraged buy-out & faillissement. Over risicoafwenteling door aandeelhouders', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011, blz. 195-213

Baums/Krüger Andersen 2008

Th. Baums/Paul Krüger Andersen, *The European Model Company Law Act Project*, ECGI Law Working Paper no. 097/2008

Bebchuk 1992

Lucian Arye Bebchuk, 'Federalism and the Corporation: The Desirable limits on State Competition in Corporate Law', *Harvard Law Review* vol. 105 (1992), blz. 1435-1510

Bebchuk/Hamdani 2003

Lucian Arye Bebchuk/Assaf Hamdani, 'Vigorous Race or Leisurely Walk: Reconsidering the Competition over Corporate Charters', *Yale Law Journal* vol. 112 (2002-2003), blz. 553-615

Bebchuk/Hamdani 2006

Lucian Arye Bebchuk/Assaf Hamdani, 'Federal Corporate Law: Lessons from History', *Columbia Law Review* vol. 105 (2006), blz. 1793-1838

Van Boxel 2011

H.J.M.M. van Boxel, *Grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen naar Nederlands recht*, Deventer: Kluwer 2011

Cahn/Donald 2010

Adreas Cahn/David C. Donald, *Comparative Company Law*, Cambridge: Cambridge University Press 2010

Carney/Shepherd 2009

William J. Carney/George B. Shepherd, 'The Mystery of Delaware Law's continuing Success', *University of Illinois Law Review* vol. 2 (2009), blz. 1-94

Cary 1974

William L. Cary, 'Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware', *Yale Law Journal* vol. 83 (1973-1974), blz. 663-705

Choper/Coffee/Gilson 2008

Jesse H. Choper, John C. Coffee, Ronald J. Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 7th ed. New York: Aspen Publishers 2008

Van der Elst 2010

Christoph van der Elst, *Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership Structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders?* Tilburg Law and Economics Center (TILEC) Law and Economics Discussion Paper No. 2010-009, te downloaden op www.ssrn.com

Van der Elst/Vermeulen 2011

Christoph van der Elst en Erik Vermeulen, 'Corporate Governance 2.0: Assessing the Corporate Governance Green Paper of the European Commission', *European Company Law* vol. 8 (2011), blz. 165-174

Enriques 2004

Luca Enriques, 'EC Company Law and the Fears of a European Delaware', *EBLR* 2004, blz. 1259-1274

Enriques 2005a

Luca Enriques, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They*, ECGI Working Paper Series No. 39/2005, te downloaden op www.ecgi.org

Enriques 2005b

Luca Enriques, *Company Law Harmonization Reconsidered: What Role for the EC?*, ECGI Law Working Paper Series No. 53/2005, te downloaden op www.ecgi.org

Enriques 2012

Luca Enriques, 'EU Corporate Law, Time for Cutting red Tape', *European Company Law* vol. 9 (2012), blz. 172-173.

Enriques/Gelter 2006

Luca Enriques en Martin Gelter, 'Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection', *EBOR* vol. 7 (2006), blz. 417-453

Ferrarini/Hopt/Winter Wymeersch 2004

Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter en Eddy Wymeersch (red.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford: Oxford University Press 2004

Fox/Lorsch 2012

Justin Fox en Jay W. Lorsch, 'What Good Are Shareholders?' *Harvard Business Review* vol. 90 (2012), blz. 48-57

Geens/Hopt 2010

Koen Geens en Klaus J. Hopt, *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven: Leuven University Press 2010

Gelter 2005

Martin Gelter, 'The Structure of regulatory Competition in European Corporate Law', *Journal of Corporate Law Studies* vol. 5 (2005), blz. 247-283

Van Ginneken 2011

M.J. van Ginneken, 'Het Groenboek Corporate Governance', *Ondernemingsrecht* 2011, 81

Grundmann 2012

Stefan Grundmann, *European Company Law, Organization, Finance and Capital Markets*, Cambridge: Intersentia 2012

Hirschmann 1970

Albert O. Hirschmann, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge: Harvard University Press 1970

Hopt 2011

Klaus J. Hopt, 'Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation', *American Journal of Comparative Law* vol. 59 (2011), blz. 1-7

De Jong/Verbrugh 2011

B.J. de Jong en M.A. Verbrugh, 'De toekomst van het Europees vennootschapsrecht', *Ondernemingsrecht* 2011, 75

Kahan/Kamar 2003

Marcel Kahan/Ehud Kamar, 'The Myth of State Competition in Corporate Law', *Stanford Law Review* vol. 55 (2002-2003), blz. 679-749

De Jongh 2012

M. de Jongh, 'Kortetermijngedrag op de aandelenmarkten: een beschouwing naar aanleiding van de Kay Review', *Ondernemingsrecht* 2012, 107

Koppenol-Laforce 2005

M.E. Koppenol-Laforce (red.), *De Europese vennootschap (SE) in de praktijk*, Deventer: Kluwer 2005

Kraakman/Armour/Davies/Enriques/Hansmann/Hertig/Hopt/Kanda/Rock 2009

Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda en Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford: Oxford University Press 2009

Kuijpers 2012

Wouter Kuijpers, 'Tweede Kamer aanvaardt Wetsvoorstel Corporate Governance (wetsvoorstel-Frijns)', *Ondernemingsrecht* 2012, 95.

Lennarts/Meijer-Wagenaar 2011

M.L. Lennarts en I. Meijer-Wagenaar, 'Het wetsvoorstel aanpassing en claw-back bestuurdersbeloning: dempen van de put nadat het kalf verdronken is', *WPNR* 2011/6911

Lennarts 2012

Loes Lennarts, 'The Review of the EU Insolvency Law: Time to Recognize the Ties that Bind Company Law and Insolvency Law', *Preadvies NVR II*, 2012

Masouros 2010

Pavlos E. Masouros, 'Is the EU Taking Shareholder Rights Seriously?: An Essay on the Impotence of Shareholdership in Corporate Europe', *ECL* vol. 7 (2010), blz. 195-203

Meijer/Storm/Timmerman 2012

Gerard Meijer, Paul Storm en Vino Timmerman (red.), *Piet Sanders: een honderdjarige vernieuwer*, Den Haag: BJu 2012

O'Hara/Ribstein 2009

Erin A. O'Hara/Larry E. Ribstein, *The Law Market*, Oxford: Oxford University Press 2009

Preadvies 2004

H.J. de Kluiver e.a., *De Europese vennootschap (SE)*. Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' 2004. Deventer: Kluwer 2004

Raaijmakers/Olthoff 2008

G.T.M.J. Raaijmakers/T.P.H. Olthoff, 'Creditor protection in cross-border mergers; unfinished business', *Utrecht Law Review* 2008, blz. 34-39.

Roe 2009

Mark J. Roe, 'Delaware and Washington as Corporate Lawmakers', *Delaware Journal of Corporate Law* vol. 34 (2009), blz. 1-33

Roe 2010

Mark J. Roe, 'Delaware's Shrinking Half-Life', *Stanford Law Review* vol. 62 (2009-2010), blz. 125-154

Roelofs 2009

E.R. Roelofs, 'Grensoverschrijdende splitsing op basis van de vrijheid van vestiging', *WPNR* 2009/6793

Roelofs 2012

E.R. Roelofs, 'Eindelijk op weg naar een EU-Richtlijn betreffende zetelverplaatsing?', *Ondernemingsrecht* 2012, 32

Roest 2011

J. Roest, 'Het EU-vennootschapsrecht in het tweede decennium van de 21e eeuw', *WPNR* 2011/6902

Romano 1987

Roberta Romano, 'The State Competition Debate in Corporate Law', *Cardozo Law Review* vol. 8 (1986-1987), blz. 709- 757

Romano 1993

Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, Washington: AEI Press 1993.

Sanders Bundel 2010

Europees ondernemingsrecht: 50 jaar na Sanders' Europese NV, Deventer: Kluwer 2010

Schutte-Veenstra/Boschma/Lennarts 2005

Hanny Schutte-Veenstra/Hylda Boschma/Marie-Louise Lennarts, *Alternative systems for capital protection*, Deventer: Kluwer 2005

Schutte-Veenstra 2010

J.N. Schutte-Veenstra, 'Grensoverschrijdende fusie: rechtsvormen, voorwaarden en toepasselijk recht', *Ondernemingsrecht* 2010, 86

Siems/Herzog/Rosenhäger 2011

M.M. Siems, L. Herzog, E. Rosenhäger, 'The Protection of Creditors of a European Private Company (SPE)', *EBOR* 2011, blz. 147-172

Van Solinge/Van Boxel 2008

G. van Solinge/H.J.M.M. van Boxel, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie', *WPNR* 2008/6776

Stevelman 2009

Faith Stevelman, 'Regulatory Competition, Choice of Forum and Delaware's Stake in Corporate Law', *Delaware Journal of Corporate Law* vol. 34 (2009), blz. 57-137

Timmerman/Doorman 2002

L. Timmerman/A. Doorman, *Rights of minority shareholders in the Netherlands. A report written for the XVIth World Congress of the International Academie of Comparative Law*, te raadplegen via: <http://rechten.eldoc.ub.rug.nl/FILES/root/Algemeen/Recht9/2005/rightsminority/minorityshh.pdf>

Timmerman 2003

L. Timmerman, 'Bescherming van minderheidsaandeelhouder tegen een meerderheidsaandeelhouder in een rechtsvergelijkend perspectief', in: *Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief*, Deventer: Kluwer 2003, blz. 79-92

Timmerman e.a. 2011

L. Timmerman e.a. (red), *SamenWerken in het Ondernemingsrecht*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Deel 80, Deventer: Kluwer 2011

Timmerman 2012

L. Timmerman, 'Piet van harte gefeliciteerd', *Ondernemingrecht* 2012, 100

Tomasič 2011

Roman Tomasič, 'Corporate Governance Reforms in the EU', *European Company Law* Vol. 8 (2011), blz. 142-144

Tröger 2005

Tobias H. Tröger, 'Choice of Jurisdiction in European Company Law – Perspectives of European Corporate Governance', *EBOR* vol. 6 (2005), blz. 3-64

Vanmeenen/Van Hoe 2011

M. Vanmeenen en A. Van Hoe, 'Shareholders' loans at the crossroads between corporate law and insolvency law: impact on the freedom of establishment on national law', *ILLR* 2011, blz. 468-478.

Verbrugh 2007

M.A. Verbrugh, *Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers*, Deventer: Kluwer 2007

Verbrugh 2010

M.A. Verbrugh, 'Wijziging van Boek 2 BW ter uitvoering van Richtlijn 2009/109/EG inzake (grensoverschrijdende) juridische fusies en splitsingen', *Ondernemingsrecht* 2011, 44

Vlas 2009

P. Vlas, *Rechtspersonen*, 4e druk, Apeldoorn/Antwerpen: Maklu 2009

Vossestein 2010

Gert-Jan Vossestein, *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Consideration on its Legal Limits*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International 2010

De Vries 2010

Paul Pieter de Vries, *Exit rights of minority shareholders in a private limited company*, Deventer: Kluwer 2010

Wijckaert/Geens 2008

M. Wijckaert/K. Geens, 'Cross-border mergers and minority protection. An open-ended harmonization', *Utrecht Law Review* 2008, blz. 40-52

R.K. Winter 1977

Ralph K. Winter, 'State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation', *Journal of Legal Studies* vol. 6 (1977), blz. 251-292

J.W. Winter 2010

J.W. Winter, Governance and the Crisis, *ECL* vol. 7 (2010), blz. 140-141

Wymeersch 2003

Eddy Wymeersch, *The Transfer of the Company's Seat in European Company Law*, EGCI Working Paper 08/2003

Zaman e.a. 2009

Zaman e.a. (red.) *The European Private Company (SPE). A Critical Analysis of the EU Draft Statute*, Antwerp-Oxford-Portland: Intersentia 2009

Zetzsche 2008

Dirk Zetzsche, 'Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive', *Journal of Corporate Law Studies* Vol 8 2008, blz. 289-336.

Richtlijnen en Verordeningen (indien verkort aangehaald)

SE-Verordening

Verordening (EG) Nr. 2157/2001 betreffende het statuut van de Europese vennootschap (SE), laatstelijk gewijzigd 20 november 2006, PbEU L 363

SCE-Verordening

Verordening (EG) Nr. 1435/2003 betreffende het statuut voor een Europese Coöperatieve Vennootschap (SCE), PbEU 2003 L 207, rectificatie PbEU 2007, L 49

SPE-Voorstel

Voorstel voor een Verordening van de Raad betreffende het statuut van de Europese besloten vennootschap, COM(2008)396

Overige bronnen

Actieplan

Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement, Modernisering van het vennootschapsrecht en verbetering van de corporate governance in de Europese Unie – Een actieplan (Brussel 31.5.2003 COM (2003) 284 definitief, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:NL:PDF>

ECLE 2011

European Company Law Experts, Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework", <http://european-companylawexperts.wordpress.com>

ECLE 2012

European Company Law Experts, Response to the European Commission's Consultation on the Future of European Company Law, <http://europeancompanylawexperts.wordpress.com>

Feedback Statement Corporate Governance 2011

Feedback Statement van 15 november 2011, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

Feedback Statement Company Law 2012

Feedback Statement, Summary of responses to the public consultation on the future of European company law, 17 july 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/feedback_statement_en.pdf

Groenboek Corporate Governance 2011

Groenboek, Het EU-kader inzake corporate governance, COM(2011) 164 def

High Level Group 2002

Report of the High Level Group of Company Law Expert on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (4 November 2002), http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf

M.L. LENNARTS EN J. ROEST

Kay Review 2012

The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, 2012, <http://www.bis.gov.uk/kayreview>

Reflection Group 2011

Report of the Reflection Group On the Future of EU Company Law, Brussels 5 April 2011, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/reflectiongroup_report_en.pdf

**OVERDRACHT VAN VENNOOTSCHAPSZETELS IN 'EUROPA' –
FINAL CALL voor 14^e RICHTLIJN**

Mr. S.F.G. Rammeloo

1. Inleiding

Een door financiële crises en conjuncturele tegenwind getekend tijdgewricht noopt tot versterking van de economische positie van de Europese Unie. Om de competitie met andere ‘markten’ aan te kunnen gaan moet het potentieel van de Gemeenschappelijke Markt optimaal worden uitgebuit. Een onbelemmerd grensoverschrijdend vrij verkeer voor ondernemingen (rechtspersonen en vennootschappen) binnen die Markt draagt onbetwistbaar bij tot de versterking van die Markt op globaal niveau.¹

Bijna twee decennia na de ‘voltooiing’ van de Interne Markt is deze doelstelling echter nog altijd niet (volledig) verwezenlijkt: het alweer uit 1997 daterende Voorontwerp voor een 14^e Europese Richtlijn betreffende de ‘grensoverschrijdende overdracht van vennootschapszetels’² werd een decennium later in de ijskast geplaatst³ en zou volgens critici zelfs ‘keine Silbe mehr wert’ zijn.⁴

Aanvang 2012 heeft het Europees Parlement middels een Ontwerpresolutie evenwel hernieuwd bij de Commissie aangedrongen op een voorstel tot een Richtlijn.⁵ In deze bijdrage worden de in de Ontwerpresolutie opgenomen aanbevelingen aan een analyse onderworpen.⁶

Een kritische beschouwing van de aanbevelingen verlangt allereerst inzicht in zowel de onderscheiden modaliteiten van grensoverschrijdende zetelverplaatsingen, als in de samenhang tussen het Internationaal privaatrecht (IPR) van de bij dergelijke zetelverplaatsingen betrokken rechtsorden enerzijds en het primaire Europese recht (vrijheid van vestiging) anderzijds. Ten aanzien van

1 Advies van de Commissie werkgelegenheid en sociale zaken van 27 september 2011 aan de Commissie juridische zaken over een 14^e Richtlijn (enz.), addendum bij Verslag Europees Parlement van 9 januari 2012, A7-0008/2012, p. 11.

2 Commissie, niet *officieel*, voorontwerp voor 14^e Richtlijn, Doc. XV/6002/97-EN REV 2, 20 April 1997.

3 Eurocommissaris C. McCreevy, 3 oktober 2007, Speech07/441 EP Legal Affairs Committee.

4 Aldus in de eerste week van Januari 2012 nog U. Noack, Kommentar Gesellschaftsrecht 2012, <http://notizen.duslaw.de/gesellschaftsrecht-2012/>. Anders S. Grundmann, Europäisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 2011, p. 501, die dit wetgevingsproject juist kwalificeert als ‘eine der wichtigsten anstehenden aus dem Bereich des Gesellschaftsrechts.’

5 Verslag Europees Parlement van 9 januari 2012, A7-0008/2012, houdende een Ontwerpresolutie met aanbevelingen aan de Commissie betreffende een 14^e Richtlijn inzake het vennootschapsrecht betreffende de grensoverschrijdende overdracht van vennootschapszetels, 2011/2046(INI), hierna aangeduid als EP Ontwerpresolutie 2012. Eerder reeds, op 25 oktober 2007, EP B6-039907 en op 10 maart 2009, P6 TA(2009)0086, sprak het EP zich krachtig uit ten faveure van een 14^e Richtlijn.

6 Centraal staat de grensoverschrijdende zetelverplaatsing van naar *nationaal* recht rechts-geldig opgerichte rechtspersonen en kapitaalvennootschappen: *sui generis* Europese ondernemingsvormen (SE, resp. SPE) worden slechts besproken voorzover relevant in het licht van het hier behandelde. Evenmin aan de orde gesteld wordt het fenomeen van de *interregionale* zetelverplaatsing (vgl. Nederland – Rijksdelen over zee).

de bestaande migratiemodaliteiten wordt vervolgens rechtsvergelijkend (Nederland, resp. de overige EU lidstaten) en Europeesrechtelijk de ‘state of art’ geschetst. Vanuit communautair perspectief verdient met name het van 12 juli 2012 daterende arrest HvJ EU C-378/10 (*Vale Építési Kft.*) aandacht. Aansluitend worden de aanbevelingen welke zijn opgenomen in de EP Ontwerpresolutie 2012 becommentarieerd. Het geheel wordt besloten met conclusies houdende stellingnames omtrent de aanbevelingen zijdens het EP.

2. Grensoverschrijdend verkeer van rechtspersonen – Een methodologische verkenning

2.1. Verplaatsing van de ‘zetel’ van de vennootschap – Modaliteiten en motieven

Welke zijn de rechtsgevolgen van grensoverschrijdende zetelverplaatsing door vennootschappen? Ieder antwoord op deze vraag vereist allereerst dat het begrip ‘zetel’ nader wordt gedefinieerd, getuige reeds de (spraak)verwarringen welke zijn gerezen in aan het Hof van Justitie EU voorgelegde prejudiciële vragen.⁷ Voorzover verplaatsing van de ‘zetel’ van de vennootschap aan de orde wordt gesteld, is daarmee nog niets gezegd omtrent de onderscheiden modaliteiten van zetelverplaatsing.⁸

Het meest vertrouwd is de rechtspraktijk met grensoverschrijdende verplaatsing van *uitsluitend* de *werkelijke* zetel. Deze migratiemodaliteit wordt ingegeven door uitsluitend economische motieven:⁹ wanneer het zwaartepunt van de bedrijfsmatige activiteiten van de in rechtsorde A opgerichte vennootschap na verloop van tijd economisch calculeerbaar blijkt verschoven naar rechtsorde B¹⁰ zal die vennootschap mogelijk overwegen het ‘hoofdkantoor’

7 Vgl. het hierna, onder 3.3.1., te bespreken arrest HvJ EU 16 december 2008, zaak C-210/06, Jur. 2008, p. I-09641 (*Cartesio*), m.n. opmerking Ierland, waaromtrent Hof, Rechts-overw. 42-47.

8 Uitgebreid M. Wijckaert/F. Jenné, Corporate mobility, via SSRN, laatstelijk bezocht 1 Juli 2012, eindversie, p. 2, voetr. 3, daterend van eind 2009, p. 12 e.v., S. Rammeloo, The 14th EC Company Law Directive on the Cross-Border Transfer of the Registered Office of Limited Liability Companies – Now or Never?, MJ 2008/3, p. 360 e.v.

9 Waaronder begrepen belastingrechtelijke drijfveren.

10 Vgl. AG Poiars Maduro in zijn Conclusie voorafgaand aan het in voetr. 7 aangehaalde arrest *Cartesio*, Overw. 31: ‘Met name voor kleine of middelgrote vennootschappen kan verplaatsing van het operationele bestuurscentrum binnen de Gemeenschap een eenvoudige en doeltreffende manier zijn om daadwerkelijk een economische activiteit te gaan uitoefenen in een andere Lidstaat, zonder geconfronteerd te worden met de kosten en de administratieve rompslomp verbonden met de ontbinding van de vennootschap in het land van herkomst en vervolgens de volledig nieuwe oprichting ervan in de Lidstaat van bestemming.’

van de onderneming naar rechtsorde B te verplaatsen. Een wijziging van het ‘vennootschapsstatuut’ (d.w.z. het op de vennootschap toepasselijke recht) is niet aan de orde: de naar het buitenland migrerende vennootschap beoogt onderworpen te blijven aan het ‘eigen’ vennootschapsrecht.¹¹

Dit laatste is anders wanneer *uitsluitend* de *statutaire* zetel wordt verplaatst naar een andere rechtsorde. Deze vorm van ‘migratie’ wordt ingegeven door uitsluitend juridische motieven: beoogd wordt toepasselijkheid van een ander rechtsstelsel dan dat conform welk de rechtspersoon oorspronkelijk is opgericht.¹² Aldus is sprake van een grensoverschrijdende ‘omzetting’.¹³ Het economische zwaartepunt van de onderneming blijft echter gelegen binnen het oorsprongland.

De derde modaliteit, tenslotte, betreft de gelijktijdige verplaatsing van zowel de *werkelijke* als de *statutaire zetel* van de vennootschap vanuit het land van oprichting naar een andere rechtsorde. Een dergelijk migratie wordt ingegeven door een samenval van economische en juridische beweegredenen.¹⁴

Aan de bespreking van de EP Ontwerpresolutie 2012 gaat een beknopte schets van het positiefrechtelijk kader (IPR, resp. Europeesrecht) betreffende zetelverplaatsingen vooraf.

11 Hoewel de Engelse Ltd. de meeste aandacht weet te vangen zijn er binnen Europa andere voorbeelden. Elders, a.w. (MJ 2008), p. 363, haalde ik het voorbeeld aan van de Slowaakse SRO waarvan de werkelijke zetel wordt verplaatst naar Oostenrijk.

12 Benevens de keuze voor een ander vennootschapsstatuut kunnen overige factoren een rol spelen. Het ‘Commission Staff Working Document – Impact Assessment on the Directive on the cross-border transfer of registered office’, Brussels 12 december 2007, SEC(2007), 1707 (hierna aangeduid als Commissie Impact Assessment 2007), p. 17-19 refereert ondermeer aan: verplaatsing van de statutaire zetel nadat eerst het economisch zwaartepunt (hoofdbestuur annex activiteiten) is verlegd naar een andere lidstaat; het ‘meeliften’ op de reputatie van vennootschapsvormen naar het recht van de ontvangstaat; ‘efficiency’ van vennootschaps- en insolventierecht in het ontvangstland, daarnaast ‘attractivity for investors and lenders in order to boost the corporate value of a company’, resp. ‘the speed of rendering judgments, the expertise of judges and legal advisors’.

13 In ons omringende rechtsorden wordt ook wel gesproken van ‘changing the proper law of the company’, ‘Umwandlung’ (Statutenwechsel), resp. ‘transformation’.

14 Prikkelend in dat verband is de door Wijckaert/F. Jenné, p. 31, opgeworpen vraag: *What kind of competition do we want? (...) One thing is certain; the Court of Justice promotes a very liberal interpretation of the freedom of establishment (...). We are not certain that we can see what exactly is driving the Court of Justice in taking this attitude: is this an open invitation to the Commission and the Council to speed up the harmonization process, which would neutralize the effects of a free choice of governing law.*

2.2. IPR, Europees recht..., of beide?

Iedere grensoverschrijdende zetelverplaatsing, ongeacht de hiervoor omschreven modaliteit, regardeert per definitie minimaal twee rechtsorden:¹⁵ het land van ‘oorsprong’ (*id est* het land waar de rechtspersoon rechtsgeldig is opgericht) en het land van ‘bestemming’.¹⁶ Bij gebreke aan (secundaire) Europeesrechtelijke regelgeving, resp. internationale verdragen is de vraag naar de toelaatbaarheid van grensoverschrijdende zetelverplaatsingen in beginsel¹⁷ onderworpen aan het Internationaal Privaatrecht (IPR) van iedere, bij die zetelverplaatsing betrokken rechtsorde. In het IPR betreffende rechtspersonen en vennootschappen staan van oudsher twee aanknopingstheorieën tegenover elkaar.¹⁸ Volgens de statutaire zetelleer¹⁹ is de rechtspersoon qua bestaan, oprichting, inrichting structuur en einde onderworpen aan het recht van het land waar de rechtspersoon rechtsgeldig is opgericht. In dat land zal meestal ook de statutaire zetel zijn gevestigd. De werkelijke zetelleer²⁰ gaat ter bepaling van het op de rechtspersoon toepasselijke recht uit van het land van de ‘werkelijke’ zetel van de rechtspersoon: de plaats van vestiging van het bestuur, zijnde het centrum van de bestuursactiviteiten.²¹

Hoe verhoudt zich in deze het IPR tot het Europese recht? Ingevolge art. 54 lid 2 VwEU worden ‘(d)e vennootschappen welke in overeenstemming met de wetgeving van een Lidstaat zijn opgericht en hun *statutaire* zetel, hun *hoofdbestuur* of hun *hoofdvestiging* binnen de Gemeenschap hebben, (...) voor de toepassing van de bepalingen van dit hoofdstuk gelijkgesteld met de natuurlijke personen die onderdaan zijn van de lidstaten.’²² Hoezeer ook de

15 In voorkomende gevallen worden daarnaast ‘derde’ rechtsorden ‘geraakt’. Men denke aan de rechtsgeldig in land A opgerichte, aldaar statutair gevestigde vennootschap die haar hoofdbestuur verplaatst van land B naar land C, of aan de vennootschap die haar statutaire zetel wenst te verplaatsen vanuit land A naar land B, terwijl het hoofdbestuur gevestigd is, en blijft, in land C, dan wel – eveneens – wordt verplaatst naar andere rechtsorde, enz. Zie het hierna onder 2.3 omtrent de zetelverplaatsing ‘buitenom’ opgemerkte.

16 In navolging van ontwerp wetgevingsteksten hierna verder aangeduid als ‘ontvangststaat’.

17 Voorzover althans niet strijdig met het *primaire* communautaire recht, zie hierna.

18 De hier volgende omschrijving is ontleend aan P. Vlas, *Rechtspersonen* (Praktijkreeks IPR), 4e druk, Deventer 2009, hfdst. 1, §§ 1-4. Vgl. Voorts P. Paschalidis, *Freedom of establishment and private international law for corporations*, Oxford 2012, Hfdst. 1 en 2, S. Rammeloo, *Corporations in Private International Law. A European Perspective*, Oxford 2001, hfdst. 2.

19 De statutaire zetel wordt in ons omringende landen aangeduid als ‘incorporation seat’, of ‘registered office’; ‘siège statutaire’, ‘Gründungssitz’, of ‘Satzungssitz’.

20 De werkelijke zetel wordt in ons omringende landen aangeduid als ‘real seat’, of ‘(operational) headquarters’ of ‘central management’; ‘siège réel’, of ‘siège social’; ‘Sitz’ of ‘Hauptverwaltung’.

21 Voors en tegens van beide zetellereen staan hier niet ter discussie, vgl. bronnen vermeld in voetn. 18.

22 Cursivering SR.

gecursiveerde begrippen parallelie vertonen met de hiervoor omschreven IPR-aanknopingsfactoren,²³ het rechtstreeks ‘transponeren’ ervan naar het (primaire) Europese recht is niet opportuun: *communis opinio* is dat art. 54 lid 2 VwEU niet zozeer één der genoemde aanknopingsfactoren voorschrijft, als wel het Gemeenschapsrechtelijk kader definieert, waaraan het nationale recht der lidstaten (mede omvattende het IPR) wordt getoetst.²⁴ Als ‘complementaire’ rechtsbron blijft met andere woorden het IPR der lidstaten relevant, en niet louter voor die vennootschappen welke migreren naar of vanuit *niet-EU/EER* Lidstaten. Minstens zo belangwekkend, zoals hierna zal blijken, is de functie welke anno 2012 nog steeds aan beide zetellersen wordt geattribueerd voorzover (nog) niet (volledig) sprake is van *intracommunautaire* ‘inbound’, resp. ‘outbound’ migratievrijheid onder art. 54 lid 2 VwEU.

3. Grensoverschrijdende zetelverplaatsing binnen de EU – ‘State of art’

3.1. Nederland: Titel 10.8 BW (corporaties)

Op 1 januari 2012 is voor de Nederlandse rechtsorde Boek 10 BW (Internationaal privaatrecht) in werking getreden. Titel 8, artikelen 117 – 124, bestrijkt ‘corporaties’. Omtrent grensoverschrijdende zetelverplaatsingen²⁵ bepaalt art. 120:

‘Indien een rechtspersoonlijkheid bezittende corporatie haar statutaire zetel verplaatst naar een ander land en het recht van de staat van de oorspronkelijke zetel en dat van de staat van de nieuwe zetel op het tijdstip van de zetelverplaatsing het voortbestaan van de corporatie als rechtspersoon erkennen, wordt haar voortbestaan als rechtspersoon ook naar Nederlands recht erkend. Vanaf de zetelverplaatsing beheerst het recht van de staat van de nieuwe zetel de in artikel 119 van dit Boek bedoelde onderwerpen, behoudens indien ingevolge dat recht daarop het recht van de staat van de oorspronkelijke zetel van toepassing blijft.’

23 Aan het leerstuk van de ‘verdeckte Kollisionsnormen’ wordt hier evenwel verder geen aandacht geschonken.

24 Rammeloo, 2001, p. 26 e.v., Vlas, 2009, p. 69 e.v.. Aannemelijk lijkt dat reeds wanneer één van de drie vestigingsmodaliteiten in EU-territoir is gelegen de ‘casus’ reeds valt binnen de (ruimtelijk-geografische) werkingssfeer van het VwEU, zie hieronder, 4.2.1.

25 Voor een integrale bespreking van Titel 8: S.M. van den Braak, Het IPR-vennootschapsrecht en Boek 10 BW: een nadere toelichting, *Maandblad voor Vermogensrecht* 2010, p. 184, R.B. van Hees, Art. 117-124 Boek 10 BW: Corporaties, in: *Hoofdpijnen Boek 10 BW (Internationaal privaatrecht)*, P. Vlas e.a., Den Haag 2011, p. 111 e.v.

De reikwijdte (formele ‘scope’) van de in art. 10:120 BW vervatte IPR-bepaling is aldus beperkt tot de zgn. zetelverplaatsingen ‘buitenom’: het *erkennen* door de Nederlandse rechtsorde van *statutaire* zetelverplaatsingen²⁶ waarbij Nederland zelf ‘oorsprong-’, noch ‘bestemmingsland’ van de statutair migrerende rechtspersoon is.²⁷ Verdeeld lijken voorshands de opvattingen ten aanzien van de vraag in hoeverre de Nederlandse rechtsorde thans al dan niet (reeds) voorziet in statutaire zetelverplaatsingen ‘inbound’.²⁸

Ongeacht het antwoord op deze vraag, kunnen ook zetelverplaatsingen ‘buitenom’ wel degelijk raken aan de Nederlandse rechtsorde. Men denke aan de statutair in den vreemde gevestigde rechtspersoon met het hoofdbestuur of een onzelfstandige secundaire vestiging (bijkantoor) hier te lande. Ook de rechtspersoon die zich na zetelverplaatsing conform art. 10:120 voor de Nederlandse rechter beroept op *ius standi* (rechts- en procesbevoegdheid) heeft belang bij erkenning van de (statutaire) zetelverplaatsing. Art. 10:120 vormt aldus een species van het genus ‘elders verworven recht’, door het IPR-beginsel *fait accompli* positief te honoreren.²⁹

Regeling van de verplaatsing van de *werkelijke* zetel is overbodig: een wetssystematische uitleg van de ingevolge art. 10:119 BW hier te lande geldende incorporatieleer brengt *eo ipso* immers met zich mee dat het hoofdbestuur en de statutaire zetel van de vennootschap in verschillende rechtsorden kunnen zijn gevestigd.

Art. 10:120 BW heeft het rechtskarakter van een *Programmsatz* welke preludeert op hetzij wetswijzigingen in andere rechtsorden, hetzij EU regelgeving betreffende statutaire zetelverplaatsingen. Zou de 14^e Richtlijn daadwerkelijk

26 Vooralsnog voorziet evenwel slechts een enkele EU Lidstaat in die mogelijkheid, zie 3.2., hierna.

27 Voorzover de Nederlandse rechtsorde wél betrokken is bij dit type zetelverplaatsing zij gewezen op de Rijkswet vrijwillige zetelverplaatsing, Stb. 1967, 161, de Wet vrijwillige zetelverplaatsing door de overheid van rechtspersonen en instellingen, St. 1976, 162, en de Wet Vrijwillige zetelverplaatsing derde landen, Stb. 1994, 800. Evenwel zien genoemde wetten eenzijdig op ‘outbound’ migratie door *Nederlandse* vennootschappen, alsook (laatstgenoemde wet) op eenzijdige zetelverplaatsing van Nederlandse vennootschappen buiten het Koninkrijk in tijden van nood.

28 H.J.M.M van Boxel, Grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen naar Nederlands recht, Deventer 2011, p. 67 e.v ten aanzien van ‘inbound omzetting’: ‘(O)ok de terughoudende opstelling van de Minister ten aanzien van het Sevic-arrest wijst erop dat Nederland een ruime, niet-geregelde grensoverschrijdende herstructureringspraktijk onwenselijk acht.’ Aansluitend volgt een uitgebreid exposé omtrent de in deze niet eensgezinde literatuur.

29 Art. 10:9 BW vormt daartoe de grondslag: ‘(a)an een feit waaraan rechtsgevolgen toekomen naar het recht dat toepasselijk is volgens het internationaal privaatrecht van een betrokken vreemde staat, kunnen, ook in afwijking van het naar Nederlands internationaal privaatrecht toepasselijke recht, in Nederland dezelfde rechtsgevolgen worden toegekend voor zover de niet-toekenning van zodanige gevolgen een onaanvaardbare schending zou zijn van het bij partijen levende gerechtvaardigde vertrouwen of van de rechtszekerheid.’

worden verwezenlijkt³⁰, dan blijft art. 10:120 BW vanzelfsprekend van betekenis voor, hier verder buiten beschouwing gelaten, statutaire zetelverplaatsingen ‘buitenom’ de *Europese* rechtsorde.

3.2. ‘Europa’ – Rechtsvergelijkend overzicht nationaal recht (IPR) EU Lidstaten

Welke is ten aanzien van zetelverplaatsingen de status quo in ‘Europa’?³¹ Een beknopt rechtsvergelijkend overzicht,³² leert dat naast Nederland ondermeer het Verenigd Koninkrijk, de Scandinavische landen, Bulgarije, Slovenië, Slowakije en Tsjechië de incorporatieleer huldigen.³³ Grensoverschrijdende verplaatsing van de ‘werkelijke’ zetel, het hoofdbestuur, essentieel kenmerk van de incorporatieleer, leidt doorgaans niet tot belemmeringen.³⁴ Verplaatsing van de statutaire zetel blijkt in de meeste rechtsorden, ook incorporatieleerlanden, echter een (nog) relatief onbekend rechtsfenomeen.

De werkelijke zetelleer toegenegen – voorzover althans nog toelaatbaar onder artt. 49 en 54 VwEU³⁵ – zijn de traditoneel ‘industriële’ georiënteerde, resp. Zuidelijke Europese Lidstaten Duitsland, Oostenrijk,³⁶ Frankrijk, Italië, Spanje, Portugal, alsook de Baltische staten Estland, Letland en Litouwen, tenslotte België en Luxemburg, zij het dat beide laatste rechtsorden *renvoi* als IPR-correctief toestaan, met andere woorden bereid zijn zich te voegen naar de rechtsgevolgen van incorporatieleerlanden.³⁷ Het Portugese recht lijkt *mutatis*

30 Wellicht ten overvloede bepaalt art. 10:1 BW: ‘(D)e in dit Boek en andere wettelijke regelingen vervatte regels van internationaal privaatrecht laten de werking van voor Nederland bindende internationale en communautaire regelingen onverlet.’

31 Uitgegaan wordt van de ‘legal landscape’ welke voorafgaat aan het nog uiterst recente, hierna onder 3.3.2 besproken arrest HvJ EU 12 juli 2012 C-378/10 (*Vale Építési Kft.*), zie hierna, onder 3.3.2.

32 Uitgebreider S. Rammelo, Vrij verkeer van vennootschappen in de EU – Een rechtsvergelijkende exercitie van nationaalrechtelijke ontwikkelingen. *State of the Art* anno 2010, OR 2011, p. 39-44. Van wezenlijke verschuivingen op wetgevend terrein sedertdien lijkt geen sprake.

33 Met evenwel de beperking dat niet geheel duidelijk is welke ‘zetel’ het Tsjechische recht bedoelt, vgl. M. Pauknerová, *Entwicklungen im tschechischen internationalen Gesellschaftsrecht*, IPRax 2007, p. 162.

34 Doorgaans, niet echter per definitie: getuige immers het omtrent de vrijheid van *vertrek* uit de Lidstaat van oorsprong (*Cartesio*) opgemerkte.

35 Vgl. hierna, onder 3.3.

36 Ondermeer (maar niet uitsluitend, zie hierna onder 4) speelt de (vennootschapsrechtelijke) invloed van werknemers in ‘maakindustrie-landen’ daarbij wellicht een bepalende rol.

37 Voor België: art. 10 van de IPR-wet 2004; voor Luxemburg: art. 115 van de Wet van 10 augustus 1915.

mutandis dezelfde methodiek te volgen, daarnaast zelfs (reeds) te voorzien in verplaatsing van de statutaire zetel.³⁸

Pogingen vanuit de rechtspraktijk tot het grensoverschrijdend verplaatsen van de statutaire zetel blijken uiterst schaars: voorzover aan dergelijke operaties al energie werd gespendeerd, bleek aan een dergelijke ‘omzetting’ tot voor kort geen rechtskracht te worden verleend.³⁹

3.3. ‘Europa’ – *Communautairrechtelijk ius constitutum*

3.3.1. JURISPRUDENTIE HvJ EU – VERPLAATSING WERKELIJKE ZETEL

Bij ontstentenis van secundaire Europese regelgeving heeft het HvJ EU ten aanzien van grensoverschrijdende verplaatsing van de ‘werkelijke zetel’ (het hoofdbestuur) van de vennootschap de vrijheid van vestiging⁴⁰ als volgt geïnterpreteerd:

- Zowel de rechts- en procesbevoegdheid (*Überseering*⁴¹), als het overigens op een in een Europese Lidstaat rechtsgeldig opgerichte vennootschap toepasselijke recht moet door de ontvangststaat worden gerespecteerd (*Inspire Art Ltd*⁴²). Vrijheid van vestiging (*inbound* zetelverplaatsing) is aldus onder het Verdrag gewaarborgd;
- Desalniettemin kan de lidstaat van oorsprong, *id est* waar de vennootschap rechtsgeldig is opgericht zich uit hoofde van zowel fiscaal-, als vennootschapsrechtelijke redenen verzetten tegen het voornemen van die vennootschap om het hoofdbestuur te verplaatsen naar een andere Lidstaat (*outbound* zetelverplaatsing mét behoud van identiteit, zónder omzetting naar het recht van het ontvangstland: *Daily Mail*,⁴³ resp. *Cartesio*⁴⁴).

38 Artt. 16-19 Portugees BW jo.de uit 1986 daterende Wet op de handelsvennootschappen (Código das Siciudades Comerciales), vertaalde wettekst in IPRax 1987, p. 47.

39 Vijf maanden voorafgaand aan HvJ EU in C-378/10 *Vale Építési Kft* (vgl. hierna, onder 3.3.2) oordeelde op 13 februari 2012 het OLG Nürnberg, DB 2012, p. 853, een ‘grenzüberschreitende Sitzverlegung unter Formwechsel’ nog als ‘unzulässig.’ In casu (testcase?) ging het om een Luxemburgse Sàrl welke zich wilde omzetten tot GmbH naar Duits recht waarbij tezelfdertijd het hoofdbestuur zou ‘meeverhuizen.’ Een besluit van de ‘Generalversammlung’ en ‘notarielle Beurkundung’ ten spijt, weigerde het Duitse Handelsregister inschrijving (commentaar H. Grätz, Handelsblatt Rechtsboard d.d. 11. april 2012, <http://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2012/04/11/3717/>).

40 Thans onder vigeur van artt. 49 en 54 VwEU, voorheen artt. 43 en 48 (en, voor in werkingtreding van het ‘Verdrag van Amsterdam’, artt. 52 en 58 EGV).

41 HvJ EG 5 november 2002, zaak C-208/00, Jur. 2002, p. I-9919.

42 HvJ EG 30 september 2003, zaak C-167/01, Jur. 2003, p. I-10155.

43 HvJ EG 27 september 1988, zaak C-81/87, Jur. 1988, p. 5483.

44 HvJ EG 16 december 2008, zaak C-210/06, Jur. 2008, p. I-09641.

3.3.2. JURISPRUDENTIE HVJ EU – VERPLAATSING STATUTAIRE ZETEL.

Recentelijk beantwoordde het Hof van Justitie HvJ in *Vale Építési Kft.*⁴⁵ de prejudiciële vraag in hoeverre de lidstaat van ontvangst (in casu Hongarije) verplicht is tot inachtneming van de artikelen 49 en 54 VwEU wanneer een in de lidstaat van oorsprong (in casu Italië) opgerichte vennootschap haar *maatschappelijke*⁴⁶ zetel verplaatst naar de lidstaat van ontvangst en *tegelijktijd* daartoe haar inschrijving in het handelsregister van de lidstaat van oorsprong laat doorhalen, de vennoten van de vennootschap een *nieuwe oprichtingsakte opstellen in overeenstemming met het recht van de lidstaat van ontvangst* en de vennootschap verzoekt om *inschrijving* in het handelsregister van de lidstaat van *ontvangst* in *overeenstemming met het recht van die lidstaat*.⁴⁷

Aangezien de ‘overdracht’ (verplaatsing) van de *statutaire* zetel het object vormt van de beoogde 14e Richtlijn, is de integrale weergave van het dictum van het arrest alleszins opportuun. Omtrent de eerste vraag oordeelt het Hof:

1) De artikelen 49 VwEU en 54 VwEU (...) verzetten zich tegen een nationale regeling die, terwijl zij bepaalt dat vennootschappen naar binnenlands recht mogen worden omgezet, niet op algemene wijze toestaat dat een vennootschap die onder het recht van een andere lidstaat valt, wordt omgezet in een vennootschap naar nationaal recht door een dergelijke vennootschap op te richten.

Ten aanzien van de aansluitende prejudiciële vragen luidt het oordeel:

2) De artikelen 49 VwEU en 54 VwEU moeten in het kader van een grensoverschrijdende omzetting van een vennootschap aldus worden uitgelegd dat de lidstaat van ontvangst gerechtigd is het voor deze verrichting relevante nationale recht te bepalen en aldus de bepalingen van zijn nationale recht inzake binnenlandse omzettingen toe te passen die de oprichting en de werking van een vennootschap regelen, zoals de vereisten inzake het opstellen van een balans en een inventaris van de activa. Niettemin verzetten het gelijkwaardigheidsbeginsel respectievelijk het doeltreffendheidsbeginsel zich ertegen dat de lidstaat van ontvangst

45 HvJ EU, 12 juli 2012, Zaak C-378/10 (behoudens <http://curia.europa.eu/>, nog niet gepubliceerd). Ten aanzien van feiten en hoofdgeding *in extenso* Rechtsverw. 9-12. Concl. AG N. Jääskinen 15 december 2011. Voorzover relevant voor het hier behandelde wordt gerefereerd aan dictum en rechtsoverwegingen.

46 Bedoeld is hier: hoofdbestuur, de ‘werkelijke’ zetel.

47 Curs. SR.

- voor grensoverschrijdende omzettingen weigert om de vennootschap die de omzetting heeft gevraagd te vermelden als ‘rechtsvoorgangster’, indien een dergelijke vermelding van de rechtsvoorgangster in het handelsregister wel is voorzien voor binnenlandse omzettingen, en
- weigert om tijdens de inschrijvingsprocedure van de vennootschap naar behoren rekening te houden met de van de autoriteiten van de lidstaat van oorsprong afkomstige documenten.

In *Vale Építési Kft.* wordt aldus niet voor de eerste maal door het Hof de route richting secundaire EU-wetgeving op het terrein van het vennootschapsrecht geplaveid.⁴⁸ Hoewel de lidstaat van ontvangst zich niet ‘op algemene wijze’ mag verzetten tegen ‘inbound’ statutaire zetelverplaatsing, worden de grenzen aan de (wetgevings)bevoegdheid van die staat niet in concreto nader afgebakend. Dit is niet onbegrijpelijk, aangezien, aldus het Hof, ‘een op grond van een *nationale* rechtsorde opgerichte vennootschap *enkel bestaat* krachtens de *nationale* wetgeving, die de oprichtings- en *werkingsvoorwaarden* ervan bepaalt’,⁴⁹ waarna wordt overwogen dat ‘aangezien het afgeleide Unierecht bij de huidige stand ervan niet voorziet in *specifieke* regels inzake grensoverschrijdende omzettingen, de bepalingen op grond waarvan een dergelijke verrichting mogelijk is zich *slechts in het nationale recht kunnen* bevinden, namelijk in het nationale recht van de staat van *oorsprong*, waaronder de vennootschap waarvan de omzetting wordt gevraagd valt, en in het nationale recht van de lidstaat van *ontvangst*, waaronder de uit deze omzetting ontstane vennootschap zal vallen.’⁵⁰

3.4. Opportuniteit 14^e Richtlijn – Formaliteiten zetelverplaatsing en ‘transaction costs’

Vrijheid van statutaire zetelverplaatsing mag dan sedert Juli 2012 onder artt. 49 en 54 VwEU als zodanig zijn gewaarborgd, het scala aan wettelijk vereiste, per lidstaat sterk variërende formaliteiten om het beoogde doel te bereiken⁵¹ is

48 Ook HvJ EU 13 december 2005, zaak C-411/03 (*Sevic Systems AG*), Jur. 2005 I-10805 ging aan een haperend secundair wetgevingsproces, de 10^e Richtlijn (2005/56), vooraf. Ten tijde van het schrijven van deze bijdrage waren vooralsnog slechts prospectief ‘annotaties’ gepubliceerd, gerelateerd aan de op dat moment nog aanhangige zaak.

49 Aldus het Hof in Rechtsoverw. 27 (curs. SR), daaraan nog toevoegend dat sprake is van ‘vaste rechtspraak’, vgl. *Cartesio*, Rechtsoverw. 104 (cursivering SR), onder aanhaling van Rechtsoverw. 19 in *Daily Mail* (beide zaken hiervoor aangehaald).

50 Hof, *Vale*, Rechtsoverw. 43 (curs. SR).

51 Commissie Impact Assessment 2007, p. 5: gemiddeld niet minder dan ‘35 procedural steps to be taken’ verlangt zetelverplaatsing, met alle risico’s op aantastbare rechtshandelingen van dien.

allerminst overzichtelijk,⁵² laat staan geharmoniseerd. Migratievrijheid ‘ohne weiteres’ (lees: zonder secundaire, op harmonisatie gerichte Europese wetgeving) zou zetelverplaatsingen in de rechtspraak hoogst bezwaarlijk, zo niet illusoir maken.⁵³

Evenmin vrij van bezwaren echter zijn de ‘omwegen’ waartoe, de verhoogde ‘transaction costs’ ten spijt, de rechtspraak zich in ieder geval tot 12 juli 2012 genoodzaakt zag om het uiteindelijk beoogde doel⁵⁴ – grensoverschrijdende verplaatsing van de *statutaire* zetel – alsnog te realiseren.

De kortste weg om dit doel te bereiken placht tevens te gelden als de meest radicale: ontbinding en vereffening van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming in de lidstaat van oorsprong, gevolgd door de oprichting van een nieuwe rechtspersoon in het ‘ontvangstland’.⁵⁵ Deelnemers in de vennootschap (aandeelhouders, werknemers) en derden evident in hun belangen schadelend, vormt deze route geen reële optie voor de ‘going concern’ migrerende onderneming. De opening van een onzelfstandige ‘branch’ (bijkantoor) in het land van ‘bestemming’, dan wel de oprichting van een zelfstandige dochtervennootschap aldaar kunnen als ‘second best’ optie dienen, evenwel – ten gevolge van de verschuiving van het economisch zwaartepunt van de onderneming naar het land van bestemming – ‘the tail wagging the dog’ ten gevolge hebbend. Tenslotte is er nog de omslachtige ‘Hinausverschmelzung’,⁵⁶ een ‘fusie’ met per ultimo geen ander doel dan zetelverplaatsing van slechts één vennootschap. Deze ‘fusie’ kan zowel ‘verticaal’ (tussen moeder- en dochtervennootschap, *up stream*, dan wel

52 Hiervan getuigt genoegzaam de zaak *Cartesio*, m.n. de inschrijvingperikelen van de migrerende rechtsvoorganger(s), c.q. rechtsopvolger. Ironisch genoeg rezen in de Hongaarse doctrine vragen omtrent de (on)mogelijkheid van grensoverschrijdende zetelverplaatsingen naar geldend Hongaarse recht, eerst nádat prejudiciële vragen aan het Hof waren voorgelegd, V. Korom/P. Metzinger, Freedom of establishment for companies: the European Court of Justice confirms and refines its *Daily Mail* decision in the *Cartesio* case C-210/06, ECFR 2009, p. 141.

53 J. Borg-Barthet, *The governing law of companies in EU Law*, Oxford and Portland, Oregon 2012, p. 164: ‘Member States could then unilaterally prescribe the formalities for a seat transfer to be effected, so long as such formalities do not act as a disproportionate barrier to freedom of establishment.’

54 Het aantal ondernemingen dat dit doel daadwerkelijk beoogt vormt intussen geen quantité négligéable, zoals zal blijken de hierna, onder 4.1 besproken consultatieronde.

55 In welk geval rechtens eigenlijk niet langer kan worden gesproken van een ‘ontvangstland’, omdat de vennootschap als rechtssubject immers ophoudt te bestaan (geen behoud van identiteit), elders een geheel nieuwe rechtspersoon wordt opgericht.

56 Grundmann, p. 504 en p. 516, refererend aan de grensoverschrijdende fusie op de grondslag van EU Richtlijn 2005/56. Vgl. ook Borg-Barthet, p. 164.

*down stream*⁵⁷), als ‘horizontaal’ worden vorm gegeven (rechtspersoon in lidstaat A richt rechtspersoon in lidstaat B op om vervolgens met laatstgenoemde rechtspersoon te fuseren), waarbij de ‘verkrijgende’ vennootschap is gelegen in het ‘ontvangstland’.

Het belang van een ‘level playing field’ voor ondernemingen in Europa indachtig lijkt de vraag in hoeverre de EU-wetgever realiter de 14^e Richtlijn op de lange baan kan blijven schuiven alleszins legitiem.

4. Grensoverschrijdende zetelverplaatsing – *Ius constituendum* communautair recht

4.1. ‘Legal history’ (voor)ontwerp 14^e Richtlijn – *Pro’s en contra’s; heroriëntatie*

Het streven om zetelverplaatsingen te harmoniseren voert niet minder dan vier decennia terug in de tijd,⁵⁸ getuige een nimmer in werking getreden Ontwerp Verdrag 1968⁵⁹ alsmede de nadien ondernomen initiatieven om een 14^e Richtlijn Vennootschapsrecht tot stand te brengen.⁶⁰ Zelfs de eenduidig positieve respons in 2005 op een door de Commissie geïnitieerde Consultatieronde⁶¹

57 Recentelijk, in Maart 2012, beoogde Biolitec AG Jena (Duitsland) grensoverschrijdende migratie (annex omzetting) naar Oostenrijk door middel van ‘down stream merger’ met Oostenrijkse dochtervennootschap, <http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2012-03/23099363-dgap-adhoc-biolitec-ag-downstream-merger-mit-sitzverlegung-nach-oesterreich-geplant-016.htm>.

58 Uitgebreid: J.W. Bellingwout, Zetelverplaatsing van rechtspersonen, Nijmegen 1996; Vorschläge und Berichte zur Reform des Europäischen und deutschen internationalen Gesellschaftsrechts (red. H.J. Sonnenberger, Tübingen 2007 (hierna: Vorschläge und Berichte); het integraal aan grensoverschrijdende zetelverplaatsingen gewijde ZGR Themanummer 1999-1. Zie voorts ondermeer S.M. van den Braak, Grensoverschrijdende omzetting van rechtspersonen, WPNR 2007 (6721), p. 688, S.F.G. Rammeloo. The 14th EC Company Law Directive on the cross-border transfer of the registered office of limited liability companies – Now or never?, MJ 2008, p. 359, alsook de reeds aangehaalde werken: Grundmann (2011), p. 499; Rammeloo (2001), hfdst 6, en Vlas (2009), hfdst. 1.

59 Ontwerp EG Verdrag van 29 februari 1968 (Brussel) betreffende de onderlinge erkenning van vennootschappen en rechtspersonen.

60 Reeds aangehaald (Inleiding, voeten. 2), werd het – niet-officiële – voorontwerp voor een 14^e Richtlijn, Doc. XV/6002/97-EN REV 2, 20 April 1997. Vergelijking van de aanbevelingen zoals neergelegd in de EP Ontwerpresolutie 2012 (vgl. hierna, onder 4.2) met een ‘binair’ Duits project zoals eind 2003 geïnitieerd door de Deutsche Rat für Internationales Privatrecht lijkt anno 2012 nog steeds zinvol. Dit project, Vorschläge und Berichte, resulteerde in 2007 in een *nationaalrechtelijke* (Duitse) IPR-ontwerp wettekst, complementair geflankeerd door een ‘allseitig’ ontwerp voor een EU *Verordening* (hierna: Deutsche Rat – EU Vo). Omtrent ‘the instrument to be used’ (Verdrag, Richtsnoer, Richtlijn, Verordening), Commissie Impact Assessment 2007, p. 32 e.v.

61 Commissie Impact Assessment 2007, p. 6. ‘An overwhelming majority’ van maar liefst 79.6 % van de respondenten sprak zich uit ten faveure van een 14e Richtlijn, p. 7. Idem EP Ontwerpresolutie 2012, p.4.

weerhield diezelfde Commissie er *per ultimo* 2007 niet van voorshands af te zien van een 14^e Richtlijn,⁶² omdat in de behoefte daartoe inmiddels langs andere wegen zou zijn voorzien, namelijk EU Verordening 2157/2001 (Societas Europaea: SE) en Richtlijn 2005/56 (grensoverschrijdende fusie).⁶³

Om meerdere redenen overtuigt verwijzing naar dit instrumentarium niet. Als *sui generis* Europese kapitaalvennootschap vormt de SE immers geen bruikbaar gereedschap voor de ‘op grond van een nationale rechtsorde opgerichte vennootschap’⁶⁴ die overweegt intracommunautair te migreren. Daarenboven verlangt art. 7 Van de SE-Verordening dat de statutaire zetel en het hoofdbestuur van de SE zijn gelegen binnen dezelfde lidstaat, waardoor sowieso niet alle voorschreven migratiemodaliteiten kunnen worden geëffectueerd. Tenslotte nopen zowel de SE Verordening als de 10^e RL, zoals reeds opgemerkt, tot omslachtige, tijd- en geldroevende procedures.⁶⁵

Pro harmonisatie pleit anno 2012 het EP, op grond van de volgende argumenten:⁶⁶ de behoefte van de rechtspraak (getuige de respons op voornoemde Consultatieronde); de omstandigheid dat *Cartesio* niet heeft geresulteerd in de verlangde duidelijkheid en rechtszekerheid; dat – bijgevolg – thans de Europese wetgever aan zet is; de hoge administratieve en fiscale lasten voortvloeiend uit mobiliteit; de noodzaak om sociaal en fiscaal misbruik van ‘brievenbusmaatschappijen’ te voorkomen,⁶⁷ alsook om zetelverplaatsingen fiscaal neutraal te maken; het belang van behoud van rechtspersoonlijkheid van de migrerende rechtspersoon; bescherming van de belangen van (minderheids)aandeelhouders, werknemers en schuldeisers; ‘die dateren van vóór de

62 Aldus toenmalig Eurocommissaris C. McCreevy, op 3 oktober 2007 (Legal Affairs Committee). Wel maakte de Commissie een voorbehoud: ‘(s)hould a principle of freedom of transfer of the registered office be established on the basis of the Treaty, the need and possible scope of an EU action would have to be reconsidered’ (curs. SR), Impact Assessment 2007, p. 38. Gesteld kan worden dat op 12 juli 2012 het Hof (*Vale*) deze vrijheid in het leven heeft geroepen. Uiterst kritisch inzake de stellingname van de Commissie: Grundmann, p. 502 e.v. en Wijckaert/F. Jenné, p. 29. Vgl. tevens G.J. Vossestein, Transfer of the registered office. The European Commission’s decision not to submit a proposal for a Directive. *Utrecht Law Review*, 2008, pp. 53.

63 In het licht van het hoge percentage positieve respondenten verbaast de stellingname van de Commissie anno 2007 eens te meer, gezien de vaststelling dat van de eertijds 10 miljoen kapitaalvennootschappen binnen de EU ‘approximately 60.000-300.000 companies would likely use the option to relocate their legal seat’, waarbij ook nog met zoveel woorden werd onderkend dat ‘(s)ince the transfer of the registered office will be voluntary, the companies will only decide to transfer their office if the benefits of such a transaction outweigh the costs’, Commissie Impact Assessment 2007, p. 14.

64 Aldus, andermaal aangehaald, het Hof in *Cartesio*, Rechtsoverw. 109. Bovendien kan de SE, Europeesrechtelijk species immers van het genus *naamloze* vennootschappen, niet (rechtstreeks) het grensoverschrijdend verkeer van *besloten* vennootschappen faciliteren (vgl. de behoeften van het MKB).

65 Waarmee vanzelfsprekend niet is gezegd dat de waarborgen welke Richtlijn 2005/56 in het leven roept niet tevens van waarde kunnen zijn voor een 14e Richtlijn, zie hierna.

66 EP Ontwerpresolutie 2012, Overw. ‘A’ – tot en met ‘N’.

67 Vgl. C. Teichmann, The downside of being a letterbox company, *ECL* 2012, p. 180.

overdracht' en van de coherentie van procedures betreffende inspraak van werknemers.⁶⁸

Hoewel niet met zoveel woorden door het EP aangeroerd, vormt het risico op 'hinkende rechtsverhoudingen' een aanvullend argument ten faveure van een 14^e Richtlijn. Juist het 'multi-party character' van rechtspersonen en vennootschappen verlangt waarborgen ten behoeve van zowel deelnemers in die rechtspersoon als derden, *ergo* verdraagt zich niet met rechtsgebreken⁶⁹ ten gevolge waarvan de rechtspersoon na migratie ofwel rechtens niet (langer) bestaat, ofwel qua 'statuut' onderworpen blijft aan het recht van de Lidstaat van vertrek én van de Lidstaat van bestemming ('hybride' rechtspersoon).

De hierna besproken aanbevelingen van het EP dienen de door de Commissie geformuleerde 'objectives'⁷⁰ te verwezenlijken, waarbij art. 50 lid 2 sub (g) VwEU gelijkelijk waarborgen verlangt voor deelnemers in de migrerende rechtspersoon en derden.⁷¹

4.2. EP Ontwerpresolutie 2012 – De aanbevelingen

4.2.1. AANBEVELING 1: TOEPASSINGSGEBIED RICHTLIJN

De door het EP beoogde Richtlijn regardeert 'vennootschappen als vermeld in art. 2 lid 1 van Richtlijn 2005/56 betreffende grensoverschrijdende fusies' en moet 'een passende oplossing bieden voor de kwestie van de scheiding tussen de zetel en de administratieve zetel van de vennootschap.'⁷² Uiterst lapidair geformuleerd, nodigt deze Toelichting uit tot het plaatsen van meerdere kanttekeningen omtrent het toepassingsgebied van de beoogde Richtlijn.

Allereerst rijst de vraag welke 'vennootschappen' worden geregardeerd door de beoogde Richtlijn. Ingevolge de verwijzing door art. 2 lid 1 van Richtlijn

68 EP Ontwerpresolutie 2012, Overw. 'A' – tot en met 'N'.

69 Dat dit risico bepaald niet denkbeeldig is volgt reeds uit de 'more than 35 procedural steps to overcome' waaraan hiervoor werd gerefereerd. Dit risico speelt bovendien bij verplaatsing van zowel de statutaire als de werkelijke zetel, getuige ondermeer de Duitse rechtspraktijk, vgl. 'Extrem hohe Frühsterblichkeit der Ltd.', DB online, August 7, 2009.

70 Die doeleinden zijn, Aldus Commissie Impact Assessment 2007, p. 27 en 28: 'ensure the same business opportunities for all European companies; ensure legal certainty of the rules governing the transfer; promote migration of the company in the host Member State after the transfer of the registered office.'

71 *Mutatis mutandis* idem het Hof in *Vale Építési Kft.*, Rechtsoverw. 39: '(...) de bescherming van de belangen van de schuldeisers, de minderheidsaandeelhouders en de werknemers, alsook de waarborging van de doeltreffendheid van de fiscale controles en de eerlijkheid van handelstransacties.'

72 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 7.

2005/56 naar Richtlijn 68/151⁷³ vallen zowel kapitaalvennootschappen⁷⁴ als, mits rechtspersoonlijkheid bezittend, commanditaire vennootschappen ‘op aandelen’ binnen het toepassingsgebied van de beoogde Richtlijn. Opmerkelijk is dat ten aanzien van het Hongaarse recht de 1^e Richtlijn wel de *részvénytársaság* en de *korlátolt felelősségű társaság* (equivalente rechtsvormen van NV, resp. BV), *niet* echter de *betéti társaság* (de commanditaire vennootschap *niet* zijnde een vennootschap op aandelen) benoemt, waar, afgaande op *Cartesio*, de rechtspraktijk gelijkelijk de mogelijkheid tot zetelverplaatsing verlangt. Het verdient dan ook aanbeveling nader te onderzoeken of niet *alle* ‘vennootschappen’ met enige vorm van beperkte aansprakelijkheid (van niet-besturend vennoten) te laten bestrijken door de Richtlijn.⁷⁵ Waar mogelijk dient vermeden te worden dat een grensoverschrijdende migratie als die welke ten grondslag lag aan *Cartesio*, ook in de toekomst eerst nog moet worden voorafgegaan door ‘omzetting’ in, resp. ‘inbreng van de vennootschap’ in een *ad hoc* naar het nationale recht van de vertrekstaat op te richten ‘rechtspersoon’ vallende onder de noemer van de door het EP voorgestelde Richtlijn. Anderzijds dient erkend te worden dat harmonisatiepogingen complexer dreigen te worden naarmate eenmanszaak, personenvennootschap, *light vehicle*, beursgenoteerde vennootschap, etc.,⁷⁶ alle onder de werkingsfeer van de Richtlijn wordt gebracht.⁷⁷

In de tweede plaats dwingt opnieuw ‘(...) de scheiding tussen de zetel en de administratieve zetel van de vennootschap’ tot terminologisch helder formuleren. Zowel de (werk) titel als de Toelichting zijdens het EP lijken tot uitdrukking te willen brengen dat de functionele ‘scope’ van de Richtlijn zal worden ingeperkt tot ‘overdracht’ van de *statutaire* zetel. Niet valt uit de gekozen bewoordingen af te leiden of de EU-wetgever een verplaatsing van

73 De ‘1^e Richtlijn vennootschapsrecht’, geconsolideerde tekst thans RL 2009/101 van 16 september 2009, Pb 2009 L 258/11.

74 Waaronder bezijden NV en BV ondermeer begrepen de Franse société par actions simplifiée. Art. 1 lid 2 Deutsche Rat – EU Vo, omvatte daarnaast (coöperatieve) verenigingen en stichtingen, niet echter ‘firms’, vgl. Rammeloo 2008, p. 378.

75 Grundmann, p. 505 wenst nog een stap verder te gaan: alle, door art. 54 VwEU vennootschappen en firma’s dienen door een RL te worden bestreken. Alsdan dient wel te worden voorzien in aanvullende bescherming van derden die zaken doen met deze ‘vennootschappen’, vgl. hierna, 4.2.6.

76 Een voorbeeld hiervan vormt art. 150 van de Zwitserse IPR-wet 1987 welke ‘alle organisierte Personenzusammenschlüsse und Vermögenseinheiten’ bestrijkt.

77 Vgl. Wijckaert/F. Jenné, p. 33: ‘Opening the European market for all companies requires a sufficient degree of trust in each corporate form that is “exported” to other Member States under the cover of freedom of establishment.’ Dit vertrouwen zou dankzij de 2^e Richtlijn Vennootschapsrecht, alleen voor ‘public companies’ gerechtvaardigd zijn. Daar staat weer tegenover dat in het Ver. Koninkrijk, Duitsland en Nederland ook ‘private companies’ grotere, grensoverschrijdend opererende ondernemingen zijn, vgl. reeds C. Timmermans, European business law, Chapter Three, Methods and Tools for Integration in: R.M. Buxbaum/G. Hertig/A. Hursch/K. Hopt (eds.), Berlijn 1991, p. 131.

uitsluitend, dan wel *mede* van die statutaire zetel op het oog heeft.⁷⁸ Het hiervoor omschreven spectrum aan migratiemodaliteiten enerzijds en de belangen van de Gemeenschappelijke Markt anderzijds indachtig lijkt het aan te bevelen om zowel de ‘isolierte Satzungssitzverlegung’ (verplaatsing van uitsluitend de statutaire zetel),⁷⁹ als de gelijktijdige verplaatsing van de statutaire én de ‘maatschappelijke’ zetel⁸⁰ onder de werking van de Richtlijn te brengen. Gelijkelijk laat zich verdedigen dat de verplaatsing van *uitsluitend* het *hoofdbestuur* ook door de Richtlijn wordt bestreken, aangezien het rechtsvacuum dat ingevolge *Cartesio* – verplaatsing van het hoofdbestuur ‘outbound’ zónder omzetting in rechtspersoonsvorm naar het recht van de ontvangstaat – nog altijd niet is ingevuld.⁸¹ Wetgevingstechnisch zou gedacht kunnen worden aan een Richtlijn waarvan een algemeen, op alle modaliteiten toepasselijk hoofdstuk wordt gevolgd door afzonderlijke, op de specifieke modaliteiten toegesnede hoofdstukken.

In de derde plaats is voorsnog onduidelijk in hoeverre ‘cross-overs’ door de Richtlijn worden gefaciliteerd: men denke aan de Duitse GmbH die niet slechts een statutaire zetelverplaatsing naar Engeland, doch tevens ‘omzetting’ in een *public limited liability company* beoogt.⁸² Het Hof lijkt in *Vale Építési Kft.* de weg ook vrij te willen maken voor deze rechtshandeling. Immers, waar ‘vennootschappen naar *binnenlands* recht mogen worden omgezet, (mag naar nationaal recht) niet op algemene wijze (worden verhinderd, SR) dat een vennootschap die onder het recht van een *andere* lidstaat valt, wordt omgezet in een vennootschap naar *nationaal* recht door een *dergelijke* vennootschap op te richten’.⁸³

78 Eveneens enigszins ambivalent geformuleerd: art. 7 Deutsche Rat – EU Vo: ‘a registered company which was founded under the law of a Member State of the EU or the EEA may change the law applicable to it by relocating the place of registration (...) to another Member State of the EU or the EEA, *without having* to transfer its *actual seat* (curs. SR).’ De tekst lijkt aldus al dan niet simultane verplaatsing van werkelijke en statutaire zetel toe te staan.

79 Grundmann, p. 508.

80 In deze bewoordingen HvJ EU in Zaak C-378/10 *Vale Építési Kft.*

81 In vergelijkbare zin Commissie Impact Assessment 2007, p. 45: ‘...in order to achieve a clear and easy solution (...) Community action should be based on the principle that when the company moves its registered office to another Member State it should be free to decide whether it wants to move its *real seat at the same time* or *not* (curs. SR).’ Idem Wijckaert/F. Jenné“ p. 30. In dit verband zij eraan herinnerd, Rammeloo 2008, p. 379, voetn. 86, dat art. 1 van het uit 1997 stammende Voorontwerp reeds uiting van verplaatsing van de ‘companies registered office or *de facto head office* (...) (curs. SR)’. Idem art. 7, Deutsche Rat EU Vo, 2007.

82 Een dergelijke ‘Typenwchsel’ kan zich in meerdere gedaanten voordoen, vgl. Rammeloo, 2008, p. 383, ten aanzien van ‘non-registered entities’ (personenvennootschappen) welke grensoverschrijdend omzetting naar een kapitaalvennootschap beogen, p. 385.

83 *Vale Costruzioni* en *Vale Építési* hebben volgens het Unierecht overigens dezelfde vennootschapsvorm, namelijk die van een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, aldus benadrukt de AG Jääskinen in diens Conclusie, Overw. 33.

Tenslotte rijst de vraag in welke mate vennootschappen economische activiteit binnen de Gemeenschappelijke Markt dienen te ontplooiën om überhaupt beroep te kunnen doen op de vrijheid tot migratie binnen die Markt. Het Hof overweegt in *Vale Építési Kft.*, dat de ‘vestiging in de zin van de verdragsbepalingen inzake de vrijheid van vestiging, de daadwerkelijke uitoefening van een economische activiteit voor onbepaalde tijd door middel van een duurzame vestiging in de lidstaat van ontvangst impliceert. Dit veronderstelt bijgevolg dat de betrokken vennootschap werkelijk gevestigd is in deze lidstaat en daar daadwerkelijk een economische activiteit uitoefent.’⁸⁴

4.2.2. AANBEVELING 2: EFFECTEN VAN GRENSOVERSCHRIJDENDE ZETELVERPLAATSING

Doel van de Richtlijn is dat vennootschappen intracommunautair kunnen migreren zonder hun rechtspersoonlijkheid te verliezen, ‘door te worden omgezet in een vennootschap waarop de wetgeving van de Lidstaat van ontvangst van toepassing is, zonder te worden opgeheven.’⁸⁵ Een dergelijke ‘overdracht’ moet belastingneutraal zijn overeenkomstig RL 90/434, mag niet leiden tot omzeiling van wettelijke, sociale en fiscale bepalingen, en mag evenmin invloed hebben op juridische banden van de vennootschap met derde partijen. De overdracht gaat in op de dag van registratie door de lidstaat van ontvangst, vanaf welk moment de vennootschap is onderworpen aan de wetgeving van die staat.⁸⁶

Migratie van de statutaire zetel impliceert uit de aard der zaak *Statutenwechsel*, een wijziging van het ‘vennootschapsstatuut’, waarbij overigens de betrokken ‘company officers’ niet dezelfde personen hoeven te zijn als die ten tijde van oprichting in het land van oorsprong.⁸⁷ Het belang van de 2^e aanbeveling is daarmee gegeven: zowel een ‘positief’ conflict – (minimaal) twee rechtsstelsels claimen cumulatief toepassing⁸⁸ –, als een ‘negatief

84 Rechtsoverw. 34, onder verwijzing naar ‘arrest van 12 september 2006, Cadbury Schweppes en Cadbury Schweppes Overseas, C-196/04, Jurispr. blz. I-7995, punt 54 en aldaar aangehaalde rechtspraak.’ Volgens Grundmann, p. 507: ‘...genügt allein der *Satzungssitz* (curs. SR)’ Het oorspronkelijke Ontwerp 1997 verlangde nog dat zowel de statutaire zetel als – daarnaast – het hoofdbestuur van de vennootschap ‘within the Community’ zou zijn gelegen, vgl. Rammeloo, 2008, p. 379, voetn. 86.

85 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 7

86 Idem.

87 In zijn Conclusie, voetn. 25, wijst AG Jääskinen erop dat de *oprichtingsakte* van Vale *Építési* is opgesteld door deels *andere* vennoten dan die van Vale *Costruzioni*. Iedere afwijkende visie zou grensoverschrijdende migratie door vennootschappen ernstig belemmeren.

88 Herinnerd zij aan de hierboven omschreven feitenconstellaties (betrokkenheid derde landen, zetelverplaatsingen ‘buitenom’, etc.).

IPR-conflict' (geen der betrokken rechtstelsels claimt toepassing: rechtsvacuum⁸⁹) dient te allen tijde worden voorkomen.⁹⁰

Elk rechtsgevolg ('effecten') van de zetelverplaatsing vooronderstelt uit de aard der zaak dat is voldaan aan procedurele voorwaarden *ex ante*. HvJ EU *Vale Építési Kft.* reikt daartoe de normstelling aan, waarbij uit hoofde van de opgeworpen prejudiciële vragen het Hof zich blijkens het dictum noodzakelijkerwijs beperkt tot 'de lidstaat van *ontvangst* (welke al dan niet) gerechtigd is het voor deze verrichting relevante nationale recht te bepalen en aldus de bepalingen van zijn nationale recht inzake binnenlandse omzettingen toe te passen die de oprichting en de werking van een vennootschap regelen (...).' *Mutatis mutandis* aanbevelenswaardig, althans voor wat betreft de 'effecten', lijkt de door de 1^e Richtlijn Vennootschapsrecht (RL 2009/101) gevolgde wetssystematiek waarbij (ver)nietig(baar)heid van grensoverschrijdende zetelverplaatsingen uitsluitend door de rechter kan worden uitgesproken op bovendien strikt gelimiteerde gronden, waarbij de (negatieve) rechtsgevolgen waar mogelijk worden beperkt.

4.2.3. AANBEVELING 3: TRANSPARANTIE EN INFORMATIE VOORAFGAAND AAN OVERDRACHTSBESLUIT

De directie of het bestuur van de vennootschap die 'een overdracht' overweegt moet een rapport en een actieplan opstellen. Voorafgaand aan een besluit dienen vertegenwoordigers van werknemers, dan wel de werknemers zelf te worden geïnformeerd en geraadpleegd met betrekking tot de geplande overdracht, overeenkomstig het bepaalde in art. 4 van RL 2002/14. Het overdrachtsplan bevat dwingendrechtelijk: rechtsvorm, naam en statutaire zetel van de vennootschap in zowel de lidstaat van oorsprong als van ontvangst; ontwerpstatuten in laatstgenoemde lidstaat; tijdsschema van overdracht; datum vanaf welke vennootschapstransacties voor boekhoudkundige doeleinden worden geacht plaats te vinden in de lidstaat van ontvangst; gedetailleerde informatie over de overdracht van de centrale administratie of hoofdvestiging; rechten van aandeelhouders, werknemers en schuldeisers van de vennootschap, eventuele voorgestelde maatregelen en een adres waar informatie kan worden verkregen; procedurele informatie voorzover de vennootschap wordt geleid op basis van werknemersmedezeggenschap en indien wetgeving van ontvangstaar hierin niet voorziet.⁹¹

89 Door Wijckaert/F. Jenné, p. 30, aangeduid als 'statelessness'.

90 Immers, aldus het Hof in *Vale*, Rechtsverw. 37, is 'voor dergelijke omzettingen de opeenvolgende toepassing van twee nationale rechtstelsels vereist', onder verwijzing naar zijn *Sevic* oordeel.

91 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 7 e.v.

Deze aanbeveling beoogt aldus art. 8 van EU Verordening 2157/2001 (*Societas Europaea*: SE) en artt. 5 e.v. van EU Richtlijn 2005/56 (grensoverschrijdende fusie) min of meer analoog toepassing te laten vinden.

4.2.4. AANBEVELING 4: BESLUIT VAN DE AANDEELHOUDERSVERGADERING

De algemene aandeelhoudersvergadering (hierna: AVA) hecht haar goedkeuring aan het ‘overdrachtsvoorstel’ conform geldende regels en met de meerderheid vereist voor een verandering van de statuten krachtens de wetgeving in de Lidstaat van oorsprong (vertrek). Indien en voorzover de vennootschap wordt geleid op basis van werknemersmedezeggenschap, kan de aandeelhoudersvergadering aan de uitvoering van de overdracht de voorwaarde verbinden dat zij haar uitdrukkelijke goedkeuring moet geven aan de regelingen voor werknemersmedezeggenschap. De lidstaten moeten de mogelijkheid hebben bepalingen vast te stellen die een passende bescherming waarborgen van minderheidsaandeelhouders die tegen de overdracht gekant zijn, bijvoorbeeld het recht zich uit de vennootschap terug te trekken volgens de staat van oorsprong geldende wetgeving.⁹²

Vooropgesteld zij dat onder de belangen welke art. 50 lid 2 sub (g) VwEU beoogt te waarborgen die van de ‘deelnemers’ (lees: aandeelhouders) in de vennootschap een prominente plaats innemen. De Commission Impact Assessment onderscheidt diverse ‘levels’ aan invloed zijdens de AVA als *orgaan*,⁹³ en draagt vervolgens enkele ‘options’ aan voor in het bijzonder *minderheidsaandeelhouders*.⁹⁴

Ook zonder Richtlijnbevestiging zou de AVA overigens niet kunnen worden genegeerd: in geval van grensoverschrijdende omzetting is wijziging van de statuten onontkoombaar, aangezien immers naar het recht van nagenoeg alle lidstaten de statuten van (kapitaal)vennootschappen melding dienen te maken van de statutaire zetel.⁹⁵ Daarnaast dwingt de gekozen vennootschapsvorm (commanditaire vennootschap op aandelen, NV, BV), alsook, navenant, de bestuursstructuur (dualistisch, dan wel monistisch) en de rechten van aandeelhouders, resp. werknemers tot stellingname en besluitvorming zijdens de AVA.

92 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 8 e.v.

93 Commissie Impact Assessment 2007, p. 30, onderscheidt: geen rechten, het recht op informatie, instemming bij gewone, resp. gekwalificeerde meerderheid. De gradaties roepen vragen op omtrent, voor de integrale Richtlijn of afzonderlijke bepalingen, omtrent minimum-, resp. uitputtende harmonisatie, als in HvJ EG 19 november 1996, C-42/95, Jur. P. I-6017 (*Siemens – Nold*).

94 Idem, p. 31, onderscheid makend tussen in het geheel geen bescherming versus vetorecht, dan wel ‘sell out right’, of, tenslotte, enige vorm van (minimum)harmonisatie, ter discretie van de afzonderlijke lidstaten.

95 Grundmann, p. 511, spreekt van de statuten als ‘scharnier’ tussen het oorspronkelijke en het beoogde vennootschapsstatuut.

In navolging van art. 4 lid 2, 2^o zin van Richtlijn 2005/56 dient het recht van de staat van *oorsprong* de rechten van *minderheidsaandeelhouders* te waarborgen.⁹⁶ Hierbij denke men gelijkelijk aan processuele rechten (percentages gerechtigdheid), als aan *buy out* en *squeeze out* regelingen.⁹⁷ Ten aanzien van ‘sell out rights’ wordt evenwel de kanttekening gemaakt dat, voorzover lidstaten al de mogelijkheid daartoe bieden, procedures tijd- en geldrovend zijn.⁹⁸

4.2.5. AANBEVELING 5: VERIFICATIE VAN DE WETTELIJKHEID VAN DE OVERDRACHT

De lidstaat van oorsprong verifieert de overdrachtsprocedure overeenkomstig zijn eigen wetgeving. De bevoegde instantie geeft een certificaat af waarin wordt verklaard dat alle vereiste handelingen en formaliteiten vóór de overdracht zijn vervuld. Certificaat en afschrift van de statuten worden ingediend bij de ontvangststaat, alwaar de tot registratie bevoegde autoriteit verifieert of is voldaan aan inhoudelijke en formele voorwaarden voor de overdracht, met inbegrip van de toepasselijke oprichtingsvoorwaarden in die staat. De bevoegde instantie in de ontvangststaat stelt de autoriteit in de staat van oorsprong in kennis van registratie waarna de lidstaat van oorsprong de vennootschap uit zijn register verwijdert. In-, resp. uitschrijving van de vennootschap uit de registers⁹⁹ dient in voldoende mate aan derden kenbaar te worden gemaakt.¹⁰⁰ De wettelijkheid van de ‘overdracht’ zal materieel-, resp. formeelrechtelijk al dan niet uitputtend door de Richtlijn behoren te worden gedefinieerd.¹⁰¹ Waar ten aanzien van met name de materieelrechtelijke vereisten tot ‘omzetting’ het Hof in *Vale Építési Kft.* met zoveel woorden lijkt toe te staan dat in ieder geval de lidstaat van *ontvangst* ‘gerechtigd is (...)

96 Prikkelend is de visie van Borg-Barthet, p. 33 e.v., meer in het bijzonder p. 164: deelname door (minderheids)aandeelhouders in de vennootschap berust op *contractuele* vrijheid, met als rechtsgevolg dat ‘(they) should not be able to rely on laws other than those which they (id est: als *orgaan?*, SR) have chosen.’ Hij verwijst daarbij naar HvJ EG 10 maart 1992, Zaak C-214/89 (*Powell Duffryn v. Petereit*), Jur. I-01745, Rechtsoverw. 10.

97 Grundmann, p. 512 e.v.

98 Idem, p. 47. ‘Its introduction could compromise the success of the proposal (...) and disproportionately limit the freedom of companies and the flexibility of the Member States.’

99 Daarbij zou het niet (moeten) uitmaken of de inschrijving in het ontvangstland constitutief, dan wel declaratoir van aard is, vgl. eenstemmig de hieromtrent reeds in 2007 gevoerde discussie, Vorschläge und Berichte, p. 225.

100 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 9.

101 Aanbevelenswaardig lijkt opname van een bepaling welke garandeert dat ‘overdracht’ van de zetel eerst rechtsgeldig is indien cumulatief aan de voorwaarden van de staat van oorsprong en van bestemming is voldaan, vgl. Deutsche Rat – EU Vo, art. 7.

de bepalingen van zijn nationale recht inzake binnenlandse omzettingen toe te passen die de oprichting en de werking van een vennootschap regelen, zoals de vereisten inzake het opstellen van een balans en een inventaris van de activa',¹⁰² staat het de EU-wetgever vanzelfsprekend vrij minimumharmonisatie in te ruilen voor exclusieve harmonisatie.

Ten aanzien van de formele vereisten zullen lidstaten ervoor moeten zorgdragen dat de grensoverschrijdende omzetting niet 'stukloopt' op 'technische' verwerkingsproblemen (D-base gerelateerde inschrijvings van een nummer/code van *binnen* de lidstaat, resp. vanuit een andere lidstaat immigrerende rechtsvoorganger).¹⁰³ Aangewezen instantie ter ondersteuning van, en doorverwijzend naar nationale instanties voor wat betreft het grensoverschrijdend vennootschapsverkeer, is het European Business Register.¹⁰⁴

4.2.6. AANBEVELING 6: BESCHERMENDE MAATREGELEN (SCHULDEISERS)

Een vennootschap waartegen een procedure voor ontbinding, liquidatie, insolventie, of surseance van betaling of andere soortgelijke procedures zijn gestart, mag geen grensoverschrijdende overdracht van haar 'zetel' uitvoeren. In het kader van lopende gerechtelijke of administratieve procedures die vóór de overdracht van de zetel zijn gestart, wordt de vennootschap geacht haar zetel in de lidstaat van oorsprong te hebben. Bestaande schuldeisers hebben recht op een borgstelling.¹⁰⁵

Van intracommunautaire mobiliteit mag met andere woorden geen misbruik worden gemaakt.¹⁰⁶ In zekere zin beschermt reeds het behoud van identiteit de schuldeisers van de gemigreerde vennootschap.¹⁰⁷ Zouden echter ook

102 Met dien verstande, aldus kort gepraefraseerd de slotzin van het dictum in *Vale Építési Kft.*, dat het gelijkwaardigheidsbeginsel resp. het doeltreffendheidsbeginsel zich ertegen verzetten dat de lidstaat van ontvangst weigert de 'rechtsvoorgangster' in te schrijven, of om tijdens de inschrijvingsprocedure van de vennootschap naar behoren rekening te houden met de van de autoriteiten van de lidstaat van oorsprong afkomstige documenten.

103 Vgl. het hiervoor, onder 3.3.2., omtrent HvJ EU C-378/10 (*Vale Építési Kft.*) opgemerkte.

104 <http://www.ebr.org/>. Uitgebreider: Groenboek Commissie: 'The interconnection of business registers', COM(09)614 final, alsook 'interconnecting corporate registers' en 'e-Justice': Borg-Barthet, p. 158 e.v.

105 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 9. Het woord 'zetel' dient ook hier contextueel te worden verstaan als *statutaire* zetel.

106 Volgens Borg-Barthet, p. 163, is de noodzaak tot bescherming van schuldeisers genomen, omdat kapitaalbescherming voor 'private companies' onder het *nationaal* vennootschapsrecht van de lidstaten juist is geërodeerd *tengevolge* van de hiervoor (3.3.2.) aangehaalde jurisprudentie van het HvJ EU.

107 In diens Conclusie voor *Vale Építési Kft.*, Overw. 78, overweegt AG Jääskinen: 'vermelding in het Hongaarse handelsregister van de rechtsopvolging (kan) de schuldeisers beschermen, nu het arrest *Cartesio* de "verdwijning" van een vennootschap zonder liquidatie mogelijk heeft gemaakt, (...) wat impliceert dat de vennootschap in oprichting alle rechten en plichten van haar rechtsvoorgangster overneemt.

personenassociaties binnen de ‘scope’ van de Richtlijn worden gebracht,¹⁰⁸ bijgevolg ongelimiteerde (hoofdelijke) aansprakelijkheid van besturend vennoten na ‘omzetting’ in een kapitaalvennootschap worden ingewisseld tegen een regime van beperkte aansprakelijkheid, dan lijkt aanvullende bescherming van derden opportuun.¹⁰⁹ Echter verdraagt de rechtszekerheid zich niet met het ‘transplanteren’ van een relatief ‘streng’ kapitaalbeschermingsregime vanuit het oorsprongland naar een ‘milder’ regime van het ontvangstland.¹¹⁰ Schuldeisersbelangen dienen obligatoir en goederenrechtelijk waar mogelijk te worden gewaarborgd.¹¹¹ Niet minder dan vijf opties staan daartoe open: geen bescherming; informatieverstrekking op voorhand omtrent de voorgenomen zetelverplaatsing; het aanbieden van ‘appropriate security’ door de vennootschap; een vetorecht voor (de gezamenlijke) schuldeisers, of, tenslotte – andermaal inzetend op minimumharmonisatie – informatierechten en ‘other means of protection’, evenwel over te laten aan de individuele lidstaten.¹¹² Ook hier is Europeesrechtelijke instrumentarium is reeds voorhanden, in dier voege dat art. 8 lid 7 van Verordening 2157/2001 bepaalt:

‘Voordat de bevoegde autoriteit het (...) attest afgeeft, moet de SE aantonen dat, met betrekking tot vorderingen die vóór de bekendmaking van het verplaatsingsvoorstel ontstaan, de belangen van de schuldeisers en van de houders van andere rechten jegens de SE (de rechten van overheidslichamen daaronder begrepen) afdoende beschermd zijn overeenkomstig de voorschriften van de lidstaat waar de SE vóór de verplaatsing haar statutaire zetel heeft. Een lidstaat kan de toepassing van de eerste alinea uitbreiden tot vorderingen die vóór de verplaatsing ontstaan (of kunnen ontstaan). De eerste en de tweede alinea laten de toepassing op SE’s van de nationale wetgeving van de lidstaten met betrekking tot het verrichten en waarborgen van betalingen aan overheidslichamen onverlet.’

Daarnaast behoren schuldeisersbelangen te worden beschermd tegen een kunstmatige verlegging van het ‘Center of Main Interest’ (COMI). Wederom laat een bepaling uit de SE-Verordening zich analoog toepassen. Art. 8 lid 16 bepaalt:

‘Een SE die haar statutaire zetel naar een andere lidstaat heeft verplaatst, wordt met betrekking tot vóór de datum van de zetelverplaatsing als bedoeld in lid 10, opgetreden geschillen geacht haar statutaire zetel te hebben in de

108 Vgl. het hiervoor, onder 4.2.1 opgemerkte.

109 In bescherming van derden ‘te goeder trouw’ werd voorzien in art. 2 lid 2, Deutsche Rat – EU Vo.

110 Bedenkingen werden geuit tegen het (dwingendrechtelijk) ‘meenemen’ van het GmbH *Mindestkapital* naar een Engelse Ltd. met een cumulatie van rechtsstelsels tot gevolg: *Vorschläge und Berichte*, p. 299.

111 Een wijziging in het vennootschapsstatuut brengt overigens geen wijziging in het contractstatuut teweeg. De overeenkomst blijft beheerst door het *ex ante* geldende verbintenissenrecht.

112 Commission Impact Assessment 2007, p. 31.

lidstaat waar de SE vóór de zetelverplaatsing was ingeschreven, zelfs indien een rechtsvordering tegen de SE na de zetelverplaatsing wordt ingeleid.’ Europees, resp. nationaalrechtelijk IPR in deze worden aldus genormeerd door het procesbeginsel van *perpetuatio fori*.¹¹³ Waar de aanbevelingen zijdens het EP zich eerst en vooral richten op verplaatsing van de statutaire zetel verdient het aanbeveling ook ‘outbound’ verplaatsing van – al dan niet uitsluitend – de werkelijke zetel aan een parallel beschermingsregime te onderwerpen.¹¹⁴

4.2.7. AANBEVELING 7: WERKNEMERSRECHTEN

Medezeggenschapsrechten van de werknemers mogen door de overdracht niet worden aangetast. De medezeggenschapsrechten vallen onder de wetgeving van de staat van ontvangst, tenzij (a) deze niet voorziet in tenminste hetzelfde niveau van medezeggenschap als hetwelk geldt in de lidstaat van oorsprong, of (b) deze de werknemers van vestigingen van de vennootschap in andere lidstaten niet hetzelfde recht op de uitoefening van medezeggenschapsrechten geeft als hetwelk vóór de overdracht gold. Bovendien moeten de wetgevingsbepalingen inzake de rechten van de werknemers in overeenstemming zijn met het acquis.¹¹⁵

Het uitgangspunt dat ‘medezeggenschapsrechten van de werknemers door de overdracht niet (mogen) worden aangetast’ is vatbaar voor misverstanden. Waar medezeggenschap van dusdanig belang wordt geacht dat dit recht geen ‘aantasting’ verdraagt, is nog niet gezegd dat het op de migrerende vennootschap toe te passen medezeggenschapsregime geen enkele wijziging mag ondergaan. Adequater, zij het nog altijd uiterst algemeen verwoord, is het door de Commissie werkgelegenheid en sociale zaken aan de Commissie gerichte advies dat ‘de overdracht van de zetel gekoppeld wordt aan flexizekerheid, met als doel een markt die flexibeler is en die zonder hindernissen beter aangepast is aan de behoeften van de werknemers, zulks

113 Met name EU Vo 44/2001 (bevoegdheid en erkenning en tenuitvoerlegging van vonnissen in burgerlijke en handelszaken) en EU Vo 1346/2000 (Insolventieverordening). Vgl. Paschalidis, hfdst. 6.

114 Kwesties is overigens of het Europeesrechtelijk rechtsvacuum in geval van ‘outbound’ verplaatsing van het hoofdbestuur zonder omzetting van de vennootschap naar het recht van het land van ontvangst (*Cartesio*) problematisch behoort te zijn. Ook het commune (IPR annex materiële) vermogensrecht fourneert immers waarborgen tegen bv. *Insolvenzverschleppung*. Vgl. P. Kindler, Die Abgrenzung von Gesellschafts- und Insolvenzstatut, in: Vorschläge und Berichte, p. 497 e.v.

115 EP Ontwerpresolutie 2012, p. 9 e.v. De laatste zin spreekt voor zich. Gedacht kan worden, ondermeer, aan Richtlijn 2002/14 (informatie en raadpleging van werknemers in de EU), Richtlijn 2009/38 (Europese Ondernemingsraad), enz.

met inachtneming van de rechten van de werknemers, die tegen het gevaar van ontslag moeten worden beschermd.’¹¹⁶

Reeds in 2007 formuleerde de Commissie dienaangaande vier ‘options’,¹¹⁷ waarvan de eerste - informatie en consultatie van werknemers conform het recht van de lidstaat van ontvangst – werknemersrechten wél fundamenteel zou aantasten, die rechten immers *de facto* en *de iure* illusoir zou maken ingeval die staat (vgl. het Verenigd Koninkrijk) niet zou voorzien in enige vorm van medezeggenschap. Enigszins cryptisch geformuleerd is de tweede optie: het recht van de ontvangststaat is maatgevend, zij het dat bestaande medezeggenschapsrechten niet mogen worden ‘diminished or lost *without their consent*’ (curs. SR).¹¹⁸ In de praktijk zal laatstgenoemd ‘correctief’ immers toepasselijkheid van het recht van de ontvangststaat per definitie uitsluiten wanneer het ontvangstland ‘minder’ medezeggenschap kent dan het oorsprongland. De derde optie – een vetorecht voor werknemers – zou binnen de beoogde ‘flexizekerheid’ de balans doen doorschieten. De vierde optie, tenslotte – informatie en consultatie van werknemers conform het land van oorsprong – zou continuering met zich brengen van het vóór migratie vigerende medezeggenschapsregime. Hoeveel rechtszekerheid deze ‘onwrikbare’ optie op voorhand ook zou bieden, zij zou aan de eisen van de praktijk te weinig recht doen, resulteren in een ‘Versteinerung’ van medezeggenschapsregimes.

De uiteindelijk door het EP aanbevolen methodiek is *mutatis mutandis* ontleend aan de ‘before after approach’ welke sedert 2004 ten aanzien van SE’s geldt.¹¹⁹ Het voordeel van deze methodiek is dat de praktijk hiermee inmiddels ervaring opdeed, zij het uiteraard dat dit argument vervalt ten aanzien van (commanditaire) vennootschappen (op aandelen).

116 Advies van de Commissie werkgelegenheid en sociale zaken van 27 september 2011 aan de Commissie juridische zaken over een 14^e Richtlijn (enz.), addendum bij Verslag Europees Parlement van 9 januari 2012, A7-0008/2012, p. 11.

117 Commissie Impact Assessment 2007, p. 31 e.v.

118 Idem, p. 32.

119 Richtlijn 2001/86 tot aanvulling van het statuut van de Europese vennootschap met betrekking tot de rol van de werknemers. Het uit 1997 daterende Ontwerp voor de 14^e Richtlijn kende nog geen vergelijkbare medezeggenschapsmethodiek. Kritisch omtrent de positie van werknemers, ETUC, Consultation on the future of European Company Law, gepresenteerd aan de Commissie op 16 en 17 Mei 2011, <http://www.etuc.org/a/9986>, p. 6 e.v. ‘Given that previous initiatives (...) have pursued an agenda of reducing worker rights rather than advancing genuine company needs, the ETUC is wary of a similar initiative in the area of EU company law directives.’ Opmerkelijk, ten aanzien van 14e Richtlijn, p. 12: minimum requirement for this directive is a provision for worker involvement based at least on standards contained in the SE directive and a *prohibition* on having the registered office and the real seat of a company in different countries. (curs. SR)’

5. Conclusies – Stellingname omtrent aanbevelingen EP

Grensoverschrijdende verplaatsing van de *statutaire* zetel is als vestigingsmodaliteit onder artt. 49 en 54 VwEU in Zaak C-378/10 (*Vale Építési Kft.*) gevestigd. Echter zijn de belangen van ‘deelnemers in de (migrerende) vennootschap en derden’ nog geenszins afdoende gewaarborgd. De door het Europees Parlement in Januari 2012 aangenomen Resolutie welke andermaal aandringt op een Richtlijn zetelverplaatsingen verdient dan ook bijval. Echter blinkt de Resolutie niet uit in helderheid, reden om de zeven daarin opgenomen aanbevelingen vergezeld te laten gaan van aanbevelingen van de auteur.

Aanbeveling 1 – Het toepassingsgebied van de Richtlijn dient ‘vennootschappen’ in ruime zin te omvatten, alsook alle verplaatsingsmodaliteiten (van de statutaire, resp. ‘werkelijke’ zetel, al dan niet gecombineerd). Tevens dient de omzetting naar een niet-equivalente vennootschapsvorm te worden bestreken, althans voorzover ‘cross-overs’ door het *ontvangstland* voor *binnenlandse* omzettingen worden toegestaan.

Aanbevelingen 2 en 3 – Migratie mag niet ontaarden in misbruik van vestigingsvrijheid. Ten aanzien van de waarborgen welke worden verlangd voor ‘deelnemers’ en ‘derden’ is inmiddels functioneel Europeesrechtelijk (Verordening 2157/2001 en Richtlijn 2005/56) instrumentarium voorhanden. *Mutatis mutandis* aanbevelenswaardig voor wat betreft de ‘effecten’, lijkt een bij de 1^e Richtlijn Vennootschapsrecht (RL 2009/101) aansluiting zoekende wetssystematiek waarbij (ver)nietig(baar)heid van grensoverschrijdende zetelverplaatsingen uitsluitend door de rechter en op strikt gelimiteerde gronden wordt uitgesproken en waarbij (negatieve) rechtsgevolgen waar mogelijk worden beperkt.

Aanbeveling 4 – In navolging van art. 4 lid 2, 2^e zin van Richtlijn 2005/56 dient het recht van de staat van *oorsprong* de rechten van *minderheidsaandeelhouders* te waarborgen, zij het dat ten aanzien van ‘sell out rights’ lidstaten vanwege de bestaande verschillen een relatief grote discretionaire ruimte dient toe te komen.

Aanbeveling 5 – Waar de wettelijkheid van de ‘overdracht’ formeelrechtelijk bij voorkeur uitputtend door de Richtlijn zal worden geregeld, behoudt de ontvangsstaat materieelrechtelijke enige ruimte, althans wanneer men dienaangaande *Vale Építési Kft.* tot leidraad neemt.

Aanbeveling 6 – Het waarborgen van schuldeisersbelangen is eens te meer opportuun indien personenassociaties omzetting naar een kapitaalvennootschap beogen. Echter verdraagt de rechtszekerheid zich niet met het ‘transplanteren’ van ‘strengere’ regels van kapitaalbescherming vanuit het oorsprongland naar een mogelijk ‘milder’ kapitaalregime van het ontvangstland.

Aanbeveling 7 – Waar werknemersbelangen niet mogen worden ‘aangetast’, mag dit er niet toe leiden dat het medezeggenschapsregime van de migrerende vennootschap geen enkele wijziging zou mogen ondergaan. Navolging, *mutatis mutandis*, van de ‘before after approach’ welke sedert 2004 ten aanzien van SE’s geldt verdient aanbeveling.

**CONTOUREN VOOR EEN WET INZAKE DE
GRENSOVERSCHRIJDENDE OMZETTING VAN
KAPITAALVENNOOTSCHAPPEN**

Mr. E. Schmieman¹

¹ Mr. E. Schmieman is wetgevingsjurist bij de Directie Wetgeving en Juridische Zaken, Sector Privaatrecht van het Ministerie van Veiligheid en Justitie. Daarnaast is hij als docent-onderzoeker verbonden aan het Van der Heijden Instituut (Onderzoekcentrum Onderneming & Recht) van de Radboud Universiteit Nijmegen.

1. Inleiding

1.1. *Inhoud van het preadvies*

Dit preadvies betreft de vraag of wetgeving gewenst is teneinde de gevolgen te regelen van de jurisprudentie van het Hof van Justitie van de Europese Unie inzake grensoverschrijdende omzetting, meer in het bijzonder de arresten *Cartesio*² en *Vale*.³ Betoogd wordt dat dit inderdaad het geval is nu Europese regelgeving ten aanzien van de grensoverschrijdende omzetting vooralsnog niet binnen afzienbare termijn te verwachten valt. Bezien wordt hoe een nationale regeling ten aanzien van grensoverschrijdende omzetting er concreet uit zou kunnen zien. Daarbij wordt de regeling tot uitgangspunt genomen zoals die door de Commissie Vennootschapsrecht is voorgesteld. Van deze regeling worden de belangrijkste punten besproken.

1.2. *Aanleiding voor het preadvies*

In het *Cartesio*-arrest bepaalde het Europese Hof dat lidstaten in geval van een grensoverschrijdende omzetting van een vennootschap niet mogen eisen dat de betreffende vennootschap eerst ontbonden en vereffend wordt. In het arrest *Vale* is door het Hof uitgemaakt dat lidstaten van de Europese Unie in beginsel moeten toelaten dat een in de ene lidstaat opgerichte vennootschap zich omzet in een vennootschap naar het recht van een andere lidstaat wanneer het inreisland een nationale regel voor omzettingen kent. De ontvangende lidstaat mag daarbij niet weigeren de in de lidstaat van vertrek opgerichte vennootschap als rechtsvoorgangster in te schrijven. Wanneer de nationale wet aldus de mogelijkheid kent dat nationale rechtspersonen kunnen worden omgezet, is het niet toegestaan in andere EU-lidstaten opgerichte vennootschappen van die regeling in algemene zin uit te sluiten.

Naar aanleiding van het *Cartesio*-arrest hebben velen betoogd dat wetgeving aangewezen is.⁴ Ongetwijfeld zal ook het *Vale*-arrest auteurs in de pen doen klimmen die van mening zijn dat nieuwe wetgeving of in ieder geval de aanpassing van bestaande wetgeving op zijn plaats is. Ik ben het daarmee eens. Zonder wetgeving bestaat het risico dat de belangen van aandeelhouders, werknemers en schuldeisers van vennootschappen die zich grensoverschrijdend (willen) omzetten al te zeer onder druk komen te staan.

2 HvJ EU 16 december 2008, C-201/06, JOR 2009/35 m.nt. G.J. Vossestein (*Cartesio Oktató es Szolgáltató*).

3 Hof van Justitie van de Europese Unie 12 juli 2012, nog niet gepubliceerd (C-378/10, *Vale Építési Kft*).

4 Zie bv. J.B.S Hijink, *Ondernemingsrecht* 2010/77, L.Timmerman, *Ondernemingsrecht* 2009/18 en G.-J. Vossestein in zijn noot onder het arrest *Cartesio* in JOR 2009/35.

Aandeelhouders worden geconfronteerd met een gewijzigd vennootschappelijk regime: bepaalde goedkeuringsbevoegdheden van de algemene vergadering bestaan in een ander rechtsstelsel wellicht niet of aandeelhouders beschikken niet meer over de mogelijkheid vernietiging van een besluit te vragen of de bevoegdheid om een enquête te verzoeken. De positie van werknemers kan veranderen indien zij via de bij hun vennootschap ingestelde ondernemingsraad invloed hebben op de benoeming of het ontslag van bestuurders en commissarissen. Voor schuldeisers geldt dat zij kunnen worden geconfronteerd met een ander aansprakelijkheidsregime wanneer de vennootschap als gevolg van het doen van uitkeringen aan aandeelhouders niet meer kan voortgaan met het betalen van haar schulden.

De jurisprudentie van het Europese Hof laat toe dat lidstaten regels treffen ter bescherming van de belangen van schuldeisers, minderheidsaandeelhouders en werknemers waarmee zulks kan worden vermeden, mits deze maatregelen niet verder gaan dan nodig is.⁵

1.3. Concrete regeling

Niet alleen ten aanzien van het onderwerp van dit preadvies, maar ook in het algemeen is het lot van wetgevingsambtenaren dikwijls dat velen weliswaar betogen dat wetgeving op een bepaald terrein wenselijk is en actie van de wetgever geboden, maar nalaten concrete voorstellen te doen ten aanzien van wát die wetgever nu eigenlijk zou moeten regelen.

Gelukkig heeft de Commissie Vennootschapsrecht, die de regering en de beide Kamers der Staten-Generaal adviseert over het vennootschapsrecht inmiddels nagedacht over hoe een wettelijke regeling er concreet uit zou kunnen zien.⁶ Hoewel dit proces (nog) niet heeft uitgemond in een consultatiedocument, is het advies van de Commissie Vennootschapsrecht wel openbaar.⁷

In het navolgende zal ik de belangrijkste elementen schetsen van de mogelijke wettelijke regeling zoals die door de Commissie Vennootschapsrecht is voorgesteld. Met de betreffende regeling wordt bewerkstelligd dat een grensoverschrijdende omzetting gestructureerd verloopt en kan worden voorkomen dat de belangen van minderheidsaandeelhouders, werknemers of schuldeisers al te zeer onder druk komen te staan. Dat gebeurt door minderheidsaandeelhouders een uittreedrecht te verschaffen, voor werknemers een vergelijkbaar niveau van

⁵ Zie bijvoorbeeld het arrest van Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen van 13 maart 2005, C-411/03, JOR 2006/33 m.nt. G-J.Vossestein (Sevic Systems). In het Vale-arrest heeft het Europese Hof dit herhaald, vgl. ro. 39.

⁶ Artikel 1 lid 3 Wet Adviesstelsel Justitie.

⁷ <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/wetgeving/documenten-en-publicaties/brieven/2012/02/12/advies-commissie-vennootschapsrecht-over-grensoverschrijdende-omzetting.html>.

(vennootschaprechtelijke) medezeggenschap te garanderen en schuldeisers een verzetrecht toe te kennen.

Vooraleer ik aan de schets van de voorgestelde wettelijke regeling toekom, ligt het voor de hand eerst enige definities te formuleren alsmede kort samen te vatten wat door het Europese Hof van Justitie in de arresten *Cartesio* en *Vale* is uitgemaakt. Ik beperk mij daarbij tot de voor dit preadvies noodzakelijke informatie. Voor een uitgebreide uiteenzetting ten aanzien van deze arresten en hun voorlopers verwijs ik de lezer gaarne naar het preadvies van Rammeloo elders in deze bundel.

1.4. Twee varianten van grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel

In het *Cartesio*-arrest onderscheidt het Hof van Justitie van de Europese Unie twee varianten van grensoverschrijdende zetelverplaatsing. Zouden wij geheel precies willen zijn, dan zouden wij beter zeggen dat het Hof twee varianten onderscheidt van *grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel*. Naast de grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel bestaat natuurlijk de grensoverschrijdende verplaatsing van de werkelijke zetel.

In tegenstelling tot landen die nog uitgaan van de werkelijke zetelleer⁸ is de verplaatsing van de werkelijke zetel voor Nederland als land dat sinds lange tijd de incorporatieleer⁹ toepast echter minder relevant. Aldus zou ik menen dat deze variant hier onbesproken kan blijven. Waar in dit preadvies dus wordt gesproken van grensoverschrijdende zetelverplaatsing wordt bedoeld grensoverschrijdende verplaatsing van de statutaire zetel.

1.4.1. VARIANT I: GRENDOERSCHRIJDENDE ZETELVERPLAATSING ZONDER WISSELING VAN HET TOEPASSELIJKE RECHT

De eerste variant van grensoverschrijdende zetelverplaatsing is die waarin een vennootschap haar statutaire zetel van het ene land verplaatst naar het andere land zonder dat het op haar toepasselijke recht wisselt. De vennootschap blijft dan gewoon een vennootschap naar het recht van het land waar zij oorspronkelijk is opgericht. Deze variant, waaraan ik in dit preadvies slechts zijdelings aandacht zal besteden, zal ik in navolging van het Hof aanduiden als *grensoverschrijdende zetelverplaatsing zonder wisseling van het toepasselijke recht*.

8 De werkelijke zetelleer is de stroming in het IPR-vennootschapsrecht waarbij ter bepaling van het op een vennootschap toepasselijke recht wordt aangeknoopt bij het recht van het land waar zich de werkelijke zetel van de vennootschap bevindt.

9 De incorporatieleer is de stroming in het IPR-vennootschapsrecht waarbij ter bepaling van het op een vennootschap toepasselijke recht wordt aangeknoopt bij het land waarin de vennootschap is opgericht.

1.4.2. VARIANT II: GRENDOERSCHRIJDENDE OMZETTING

De tweede variant van grensoverschrijdende zetelverplaatsing is die waarop in de meeste gevallen in de literatuur wordt gedoeld. Deze variant wordt door het Hof aangeduid als zetelverplaatsing met wisseling van het toepasselijke recht. Ook in dit geval verplaatst de vennootschap haar statutaire zetel van het ene naar het andere land. Daarbij ‘zet zij zich om’ in een vennootschap naar het recht van de ontvangende lidstaat. Deze variant, waarop in dit preadvies de nadruk ligt, zal ik in het navolgende aanduiden als *grensoverschrijdende omzetting*.

1.5. Twee varianten van grensoverschrijdende omzetting: *outbound* en *inbound*

De grensoverschrijdende omzetting moet op haar beurt worden onderscheiden in *outbound* grensoverschrijdende omzetting en *inbound* grensoverschrijdende omzetting.

1.5.1. VARIANT I: OUTBOUND GRENDOERSCHRIJDENDE OMZETTING

Vanuit Nederland gezien moet onder *outbound* grensoverschrijdende omzetting worden verstaan het verschijnsel dat een vennootschap haar statutaire zetel vanuit Nederland verplaatst naar een ander land en zich omzet in een vennootschap naar het recht van dat land.

1.5.2. VARIANT II: INBOUND GRENDOERSCHRIJDENDE OMZETTING

Onder *inbound* grensoverschrijdende omzetting moet vanuit Nederland gezien worden verstaan het verschijnsel waarbij een vennootschap haar statutaire zetel vanuit een ander land naar Nederland verplaatst en zich omzet in een vennootschap naar Nederlands recht.

2. Het huidige recht in het licht van de arresten *Cartesio* en *Vale*

2.1. Inleiding

Ten aanzien van de grensoverschrijdende zetelverplaatsing met behoud van het toepasselijke recht heeft het Europese Hof in het *Cartesio*-arrest bepaald dat een lidstaat mag beletten dat een krachtens zijn nationale recht opgerichte vennootschap haar zetel naar een andere lidstaat verplaatst *met* behoud van haar hoedanigheid van vennootschap volgens het recht van deze (eerstgenoemde) lidstaat.

Ten aanzien van de *outbound* grensoverschrijdende omzetting heeft het Hof in het *Cartesio*-arrest bepaald dat de thans in artikel 49 en 54 van het Verdrag

betreffende de werking van de EU (hierna: “VWEU”) geregelde vrijheid van vestiging van vennootschappen tot gevolg heeft dat een lidstaat daarvoor geen belemmeringen mag opwerpen, mits de lidstaat waarnaar de vennootschap zich wil omzetten dat toelaat.

Ten aanzien van de *inbound* grensoverschrijdende omzetting heeft het Hof in het Vale-arrest kort gezegd bepaald dat de hierboven genoemde vrijheid van vestiging tot gevolg heeft dat indien lidstaten voor naar hun nationale recht opgerichte vennootschappen voorzien in de mogelijkheid van omzetting, zij die mogelijkheid ook moeten openstellen voor vennootschappen die zijn opgericht naar het recht van een andere lidstaat. Deze overweging van het Hof komt erop neer dat lidstaten de *inbound* grensoverschrijdende omzetting moeten toelaten. In het navolgende zal ik betogen dat moeten toelaten iets anders is dan daadwerkelijk toestaan.

Uit de jurisprudentie van het Europese Hof volgt dat lidstaten regels mogen treffen ter bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders, schuldeisers en werknemers, de waarborging van de doeltreffendheid van fiscale controles en de eerlijkheid van handelstransacties. Voorwaarde daarbij is wel dat de betreffende maatregelen geschikt zijn om hun doel te bereiken en niet verder gaan dan wat daarvoor nodig is.¹⁰

2.2. *Grensoverschrijdende omzetting in Apocalyptische omstandigheden*

Het Nederlandse recht houdt op dit moment beperkt rekening met de grensoverschrijdende zetelverplaatsing. Wetgeving bestaat slechts voor zetelverplaatsing in bijzondere gevallen. Zo bepaalt artikel 1 lid 1 van de Wet vrijwillige zetelverplaatsing derde landen¹¹ dat NV's, BV's, coöperaties en onderlinge waarborgmaatschappijen de zetel van de rechtspersoon kunnen verplaatsen naar een plaats buiten het Koninkrijk der Nederlanden. Een besluit tot zetelverplaatsing treedt, zo bepaalt artikel 1 lid 2, echter niet in werking dan in geval van oorlog, onmiddellijk oorlogsgevaar, revolutie of daarmee vergelijkbare omstandigheden van apocalyptische aard, door de wet aangeduid als buitengewone omstandigheden. De Rijkswet vrijwillige zetelverplaatsing¹² voorziet in de mogelijkheid van verplaatsing van de zetel naar een ander deel van het Koninkrijk der Nederlanden. Eveneens onder dreiging van onheil als oorlog en revolutie is zetelverplaatsing door de overheid van rechtspersonen en

10 Vgl. Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen 5 november 2002, C-208/00, NJ 2003/58 (Uberseering) en Vale r.o. 39

11 Wet van 13 oktober 1994, Stb. 1994, 800, laatstelijk gewijzigd bij wet van 7 juli 2010, Stb. 2010/280.

12 Rijkswet van 9 maart 1967, Stb 1967, 257, laatstelijk gewijzigd bij Rijkswet van 30 september 2010, Stb. 2010, 388.

instellingen mogelijk, zo volgt uit artikel 2 lid 1 van de Rijkswet zetelverplaatsing door de overheid van rechtspersonen en instellingen.¹³

2.3. *Grensoverschrijdende omzetting in normale omstandigheden: Nederlands recht*

2.3.1. INLEIDING

Afgezien van de hierboven beschreven bijzondere gevallen voorziet de Nederlandse wet thans niet in de mogelijkheid van grensoverschrijdende omzetting zonder dat de vennootschap eerst ontbonden wordt. Dat geldt voor zowel de inbound- als de outbound grensoverschrijdende omzetting.

2.3.2. INBOUND GRENSOVERSCHRIJDENDE OMZETTING NIET MOGELIJK

Ten aanzien van inbound grensoverschrijdende omzetting bepaalt de wet in het geheel niets. Met Van Boxel en Rensen meen ik dat buitenlandse vennootschappen aldus niet de mogelijkheid hebben om zich om te zetten in een vennootschap naar Nederlands recht.¹⁴

Een van de door Van Boxel en Rensen voor die zienswijze aangedragen argumenten is erin gelegen dat het Europese Hof van Justitie in het Cartesio-arrest heeft gesteld dat het inreisland de grensoverschrijdende omzetting moet 'toestaan'. Over de betekenis van 'toestaan' liet het Hof zich niet verder uit. Volgens Schutte-Veenstra zijn aan de overwegingen van het Hof geen argumenten te ontleen die met zich brengen dat een verbod op inbound omzetting strijdig is met het vestigingsrecht.¹⁵ Vossestein daarentegen meent juist dat een lidstaat de grensoverschrijdende omzetting niet mag beletten.¹⁶ De huidige wet doet echter beide niet: er is gewoonweg niets geregeld. Daarom ligt mijns inziens het meest in de rede het argument van Van Boxel en Rensen, die menen dat 'toestaan' iets anders is dan niet verbieden.¹⁷

De onduidelijkheid over de betekenis van het begrip 'toestaan' is, zo signaleert Van Boxel naar mijn mening terecht, verdwenen met het Vale-arrest.¹⁸ In r.o. 29 van dat arrest overweegt het Hof dat een lidstaat de aanknopning mag

13 Rijkswet van 9 maart 1967, Stb. 1967, 257, laatstelijk gewijzigd bij Rijkswet van 7 juli 2010, Stb. 2010, 388.

14 Onder anderen Hijink ziet dit anders, zie daarover J.B.S. Hijink, Grensoverschrijdende verplaatsingen na Cartesio: enige juridische, fiscale en beleidsmatige overpeinzingen, *Ondernemingsrecht* 2010/77, p. 377.

15 J.N. Schutte-Veenstra, Zetelverplaatsing; herbevestiging Daily Mail met nuancering, *Ondernemingsrecht* 2009/25.

16 Zie punt 11 van zijn noot onder het Cartesio-arrest in *JOR* 2009/35.

17 H.J.M.M. van Boxel en G.J.C. Rensen, Crossing Borders met coöperaties, *Ondernemingsrecht* 2012/82.

18 H.J.M.M. van Boxel, (In)flexibiliteit over de grens, *Ondernemingsrecht* 2012/118.

omschrijven die van een vennootschap vereist is opdat deze kan worden beschouwd als opgericht volgens het nationale recht van die (inreis. *ES*) lidstaat. In r.o. 33 overweegt het Hof dat de uitdrukking ‘voor zover diens recht het toestaat’ uit het *Cartesio*-arrest zo moet worden uitgelegd dat een op grond van een nationale rechtsorde opgerichte vennootschap enkel bestaat krachtens de nationale wetgeving.

Het Hof voegt daaraan in r.o. 35 toe dat de (inreis)lidstaat voorschriften kan vaststellen voor de oprichting en de werking van de uit een grensoverschrijdende omzetting ontstane vennootschap en overweegt voorts in r.o. 36 dat een door grensoverschrijdende omzetting ontstane vennootschap alleen onder het recht van de ontvangende lidstaat valt alsmede dat die lidstaat de oprichting en de werking van de betreffende vennootschap regelt. In r.o. 42 gaat het Hof voort te overwegen dat de artikelen 49 en 54 VWEU zo moeten worden uitgelegd dat zij zich verzetten tegen een nationale regeling die, terwijl zij bepaalt dat vennootschappen naar binnenlands recht mogen worden omgezet, niet op algemene wijze toestaat dat een vennootschap die onder het recht van een andere lidstaat valt, wordt omgezet in een vennootschap naar nationaal recht door een dergelijke vennootschap op te richten. In r.o. 43 wordt dan overwogen dat het Unierecht bij de huidige stand ervan niet voorziet in specifieke regels inzake grensoverschrijdende omzettingen.

Aldus kunnen volgens het Europese Hof van Justitie de bepalingen omtrent grensoverschrijdende omzetting zich slechts in het nationale recht bevinden. Daaruit kan men naar mijn mening het volgende afleiden: de vennootschap en overigens ook de mogelijkheid om een vennootschap op te richten worden beheerst door het nationale recht. Indien het nationale recht inbound grensoverschrijdende omzettingen niet toelaat, is dat weliswaar in strijd met het EU-recht, maar die strijd neemt niet weg dat de inbound omzetting naar nationaal recht niet mogelijk is. Met andere woorden: de enkele constatering van het Hof van Justitie van de Europese Unie dat het nationaal recht in strijd is met Europese recht wil nog niet zeggen dat de mogelijkheid tot inbound omzetting die volgens het Hof zou moeten bestaan aanwezig is. Inbound omzetting is daarmee vooralsnog onmogelijk.

2.3.3. GRENDOERSCHRIJDENDE ZETELVERPLAATSING ZONDER WIJZIGING TOEPASSELIJK RECHT NIET MOGELIJK

Uit artikel 2:66/177 lid 3 BW volgt dat kapitaalvennootschappen die zijn opgericht naar Nederlands recht verplicht zijn om hun statutaire zetel in Nederland te hebben. Voor die vennootschappen is het niet mogelijk om hun statutaire zetel naar een ander land dan Nederland te verplaatsen en toch een Nederlandse vennootschap te blijven. Grensoverschrijdende zetelverplaatsing zonder wisseling van het toepasselijke recht is naar Nederlands recht dus niet mogelijk.

De Nederlandse wet behoeft op dit punt niet te worden aangepast naar aanleiding van het Cartesio-arrest. Daarin heeft het Hof van Justitie immers bepaald dat lidstaten ten aanzien van het recht dat van toepassing is op een rechtspersoon zelf mogen bepalen welke aanknopingspunten daarvoor gelden. Ook in het Vale-arrest heeft het Hof van Justitie overwogen dat een lidstaat ‘zowel de aanknopng mag omschrijven die vennootschap vereist is opdat deze kan worden geacht te zijn opgericht volgens het nationale recht van die lidstaat alsook de aanknopng die vereist is om deze hoedanigheid [van vennootschap naar het recht van die lidstaat, *ES*] naderhand te kunnen handhaven.¹⁹ Aldus mogen lidstaten van naar hun recht opgerichte vennootschappen eisen dat zij hun statutaire zetel in die lidstaat hebben.²⁰

2.3.4. OUTBOUND GRENSOVERSCHRIJDENDE OMZETTING OOK NIET MOGELIJK

Ten aanzien van outbound grensoverschrijdende omzetting bevat de wet geen expliciete regeling. Ik zou echter menen dat een besluit tot outbound grensoverschrijdende omzetting nietig is op grond van artikel 2:14 lid 1 BW. Uit deze bepaling volgt immers dat een besluit van een orgaan nietig is wanneer dat besluit in strijd is met de wet of de statuten. Nu artikel 2:66/177 lid 3 BW bepaalt dat vennootschappen die zijn opgericht naar Nederlands recht hun zetel in Nederland moeten hebben, vloeit uit die eis mijns inziens voort dat een vennootschap die is opgericht naar Nederlands recht niet kan besluiten haar zetel naar een ander land te verplaatsen, zelfs niet indien daarbij het op haar toepasselijke recht wordt gewijzigd.²¹

Hier geldt mijns inziens wederom hetgeen het Europese Hof in r.o. 43 van het Vale-arrest heeft overwogen, namelijk dat het Unierecht bij de huidige stand ervan niet voorziet in specifieke regels inzake grensoverschrijdende omzettingen en de bepalingen omtrent grensoverschrijdende omzetting zich slechts in het nationale recht kunnen bevinden. Het Nederlandse recht is thans zo ingericht dat outbound grensoverschrijdende omzetting niet kan zonder voorafgaande ontbinding en vereffening. Dat is weliswaar in strijd met het EU-recht, zo volgt uit het Cartesio-arrest, maar de enkele omstandigheid dat dat zo is, wil niet zeggen dat de outbound grensoverschrijdende omzetting mogelijk is.

19 Vgl. r.o. 29.

20 Vgl. r.o. 110 van het Cartesio-arrest.

21 In deze overtuiging voel ik mij gesteund door hetgeen de Commissie Vennootschapsrecht opmerkt in de toelichting bij het in haar advies gepresenteerde concept voor een wettelijke regeling waarin wordt opgemerkt dat een besluit tot verplaatsing van de statutaire zetel naar een locatie buiten Nederland nietig is op grond van artikel 2:14 BW.

2.4. Grensoverschrijdende omzetting in normale omstandigheden: Europese regelgeving

2.4.1. GRENDOERSCHRIJDENDE OMZETTING MOGELIJK VOOR EUROPESE VENNOOTSCHAP

Een Europese vennootschap (SE) heeft ook buiten het geval van (dreigende) oorlog of revolutie de mogelijkheid haar statutaire zetel te verplaatsen van de ene naar de andere lidstaat van de Europese Unie zonder dat de SE moet worden ontbonden en vereffend. Artikel 8 van de SE-Verordening bevat de voorschriften die een SE in dat geval acht dient te nemen.

2.4.2. GEEN GEHARMONISEERDE REGELGEVING VOOR GRENDOERSCHRIJDENDE OMZETTING VAN NATIONALE RECHTSPERSONEN

Ten aanzien van grensoverschrijdende omzetting van naar nationaal recht opgerichte vennootschappen bestaat geen geharmoniseerde Europese regeling. In de loop der jaren zijn wel verschillende pogingen gedaan om tot een zodanige regeling te komen in de vorm van een veertiende richtlijn voor grensoverschrijdende zetelverplaatsing van vennootschappen. Voor een uitgebreidere beschrijving van dit proces verwijs ik de lezer wederom gaarne naar het preadvies van Rammeloo, elders in deze bundel.²²

Op deze plaats volsta ik met te melden dat de Europese Commissie in 1997 een eerste concept ontwierp voor een voorstel voor een veertiende richtlijn dat nooit officieel is gepubliceerd. In 2007 werd door de Europese Commissie een nieuw concept voor een richtlijn voorbereid. Toen duidelijk werd dat het Europese Hof van Justitie binnen afzienbare tijd uitspraak zou doen in de *Cartesio*-zaak en daarmee nieuwe inzichten over grensoverschrijdende zetelverplaatsing aan de dag zou kunnen leggen, besloot de Europese Commissie het ontwerp evenwel in de ijskast te zetten.

Het Europees Parlement nam op 10 maart 2009 een resolutie aan met aanbevelingen aan de Commissie betreffende grensoverschrijdende overplaatsingen van zetels van vennootschappen.²³ Vorig jaar liet de Europese Commissie tijdens een ambtelijke bijeenkomst aan de lidstaten doorschemeren niet opnieuw te willen komen met een algemene richtlijn inzake zetelverplaatsing en eerst te willen bezien of kwesties rond de verplaatsing van de zetel van geval tot geval konden worden geregeld, bijvoorbeeld voor de

22 Zie ook E.R. Roelofs, Eindelijk op weg naar een EU-richtlijn betreffende grensoverschrijdende zetelverplaatsing?, *Ondernemingsrecht* 2012/32.

23 Grensoverschrijdende overplaatsingen van zetels van vennootschappen, Resolutie van het Europees Parlement van 10 maart 2009 met aanbevelingen aan de Commissie betreffende grensoverschrijdende overplaatsingen van zetels van vennootschappen (2008/2196(INI)), PB C 87 E van 1 april 2010, p. 5.

Europese BV. En zo te willen bezien of tot een algemene oplossing kan worden gekomen. Nadat de onderhandelingen erover tot driemaal toe waren stukgelopen is het voorstel voor een verordening voor het statuut van de Europese BV door de Europese Commissie echter in dezelfde ijskast geplaatst als het voorstel voor een veertiende richtlijn.

Een belangrijke oorzaak voor het stuklopen van de onderhandelingen over de Europese BV was juist de mogelijkheid van grensoverschrijdende statutaire zetelverplaatsing. Een aantal lidstaten, waaronder Nederland, was van mening dat de bescherming van werknemers in dat geval niet goed was geregeld in die zin dat onvoldoende was gegarandeerd dat eenmaal verworven vennootschapsrechtelijke medezeggenschapsrechten behouden zouden blijven. Een zetelverplaatsing zou kunnen worden benut om de nationale regels op dat gebied te omzeilen, zo meenden de lidstaten die zich tegen de verordening verzetten. Een tweede oorzaak voor het mislukken van de onderhandelingen was dat de lidstaten die de werkelijke zetelleer hanteren zich de mogelijkheid wilden voorbehouden om aanvullende eisen te stellen aan SPE's die in andere lidstaten waren opgericht.

2.4.3. HARMONISATIE NIET OP KORTE TERMIJN TE VERWACHTEN

Op 2 februari 2012 heeft het Europees Parlement weer een resolutie aangenomen. Daarin wordt de Europese Commissie verzocht op korte termijn een voorstel in te dienen voor een richtlijn betreffende 'grensoverschrijdende overdracht van vennootschapszetels.'²⁴ De Commissie kan naar aanleiding van deze resolutie een voorstel voor een richtlijn indienen, maar is daartoe niet verplicht. De Europese Commissie heeft de lidstaten inmiddels gevraagd in hoeverre zij een dergelijk initiatief zouden ondersteunen. De geluiden uit de lidstaten zijn wisselend. Een groot aantal lidstaten, inclusief Nederland, heeft aangegeven een initiatief te zullen ondersteunen. Tussen de lidstaten bestaat echter wederom verschil van inzicht over de vraag of scheiding van de werkelijke en de statutaire zetel mogelijk zou moeten zijn. Daarnaast wordt door de lidstaten verschillend gedacht over de prioriteit die aan een dergelijk voorstel zou moeten worden gegeven.

In dit licht meen ik dat het nog maar zeer de vraag is of binnen afzienbare tijd een initiatief van de Europese Commissie te verwachten is. Ik heb daarover aanzienlijke twijfels. Deze worden versterkt door de omstandigheid dat zittingstermijn van de huidige Europese Commissie reeds voor meer dan de helft is verstreken: zij eindigt in 2014. Gezien de lange doorlooptijd van

24 Verslag met aanbevelingen aan de Commissie betreffende een Veertiende Richtlijn inzake het vennootschapsrecht betreffende de grensoverschrijdende overdracht van vennootschapszetels, 9 januari 2012 (2011/2046(INI) en European Parliament resolution of 2 February 2012 with recommendations to the Commission on a 14th company law directive on the cross-border transfer of company seats (2011/2046(INI)).

vennootschapsrechtelijke voorstellen (zo werd over de SE ongeveer dertig jaar onderhandeld en liepen de onderhandelingen over de SPE na 3 jaar stuk) en het feit dat discussies die raken aan de zetel van de vennootschap een garantie zijn voor stevige controverse, is voor de huidige Commissie waarschijnlijk geen succes meer te boeken. Aldus is de kans reëel dat de Europese Commissie deze handschoen niet meer oppakt en een besluit erover aan een nieuwe Commissie zal overlaten.

2.4.4. NOODZAAK AAN NATIONALE REGELING BIJ GEBREK AAN EUROPESE ACTIE

Hierboven kwam al aan de orde dat de mogelijkheid van grensoverschrijdende omzetting van een vennootschap zonder voorafgaande ontbinding en vereffening ertoe kan leiden dat de belangen van aandeelhouders, werknemers en schuldeisers onder druk komen te staan. Bij gebreke aan een Europese regeling bestaat behoefte aan een nationale regeling.

Met een nationale regeling zou Nederland niet de eerste lidstaat zijn die regels stelt voor de grensoverschrijdende omzetting. Spanje kent sinds 2009 een wettelijke regeling die vennootschappen in staat stelt uit Spanje te vertrekken. Ook kunnen vennootschappen die binnen de EER zijn opgericht kunnen zich omzetten in een Spaanse vennootschap. Buiten de EER opgerichte vennootschappen hebben die mogelijkheid indien zij een verklaring kunnen overleggen waaruit blijkt dat zij aan de Spaanse kapitaaleisen voldoen.²⁵ Ook de Luxemburgse wet staat toe dat de zetel van een naamloze vennootschap (société anonyme, SA) en een besloten vennootschap (société à responsabilité limitée, s.a.r.l.) naar het buitenland wordt verplaatst, mits daaraan een unaniem aandeelhoudersbesluit ten grondslag ligt.²⁶ Ook Denemarken kent wetgeving die de grensoverschrijdende omzetting regelt. Naar ik begrijp is thans ook in Ierland wetgeving in voorbereiding.

3. Voorstel van de Commissie Vennootschapsrecht

3.1. Inleiding

De Commissie Vennootschapsrecht heeft enige tijd geleden een advies uitgebracht met daarin een concept-wetsvoorstel houdende een regeling voor de grensoverschrijdende omzetting van kapitaalvennootschappen.²⁷

25 Vgl. artikel 92 e.v. van de Ley 3/2009, de 3 de abril 2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

26 Concept-Memorie van Toelichting pagina 3-4.

27 <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/wetgeving/documenten-en-publicaties/brieven/2012/02/12/advies-commissie-vennootschapsrecht-over-grensoverschrijdende-omzetting.html>.

Het concept-wetsvoorstel regelt aan welke randvoorwaarden moet worden voldaan voordat een grensoverschrijdende omzetting kan plaatsvinden en bevat procedurevoorschriften.

3.2. *Alle bepalingen over omzetting bijeen*

De bepalingen die de omzetting van rechtspersonen regelen, staan thans verspreid over Boek 2 BW. Met de nieuwe regeling voor de grensoverschrijdende omzetting zou daar weer een aantal bepalingen bijkomen. In het concept-wetsvoorstel wordt ten behoeve van de overzichtelijkheid voorgesteld alle bepalingen betreffende de omzetting van rechtspersonen bijeen te brengen in één nieuwe Titel 7A, genaamd ‘Omzetting’.

De voorgestelde regeling ziet er zo uit dat afdeling 1 van titel 7a de algemene bepalingen bevat die van toepassing zijn op de omzetting van elke soort rechtspersoon. Daarnaast bevat afdeling 1 bepalingen ten aanzien van de besluitvorming tot omzetting van de verschillende soorten rechtspersonen en bepalingen voor de omzetting van en in stichtingen. Afdeling 2 betreft een reeks (bestaande) bijzondere bepalingen voor de omzetting van en in NV’s en BV’s, die in aanvulling op de algemene bepalingen gelden voor nationale omzettingen. De bepalingen die worden verplaatst zijn (i) het algemene omzettingsartikel 2:18 BW (wordt artikel 2:334jj), (ii) de artikelen 2:71 BW (omzetting NV) en 2:181 BW (omzetting BV), deze worden deels samengevoegd in artikel 2:334jj, 334kk en 334mm en (iii) de artikelen 2:72 BW en 2:183 BW, die worden samengevoegd in het nieuwe artikel 2:334nn. Inhoudelijk zijn de verplaatste artikelen niet wezenlijk gewijzigd, zo vermeldt de concept-Memorie van Toelichting.²⁸

3.3. *Afzonderlijke afdeling voor grensoverschrijdende omzetting*

In dit preadvies wordt afdeling 3 besproken. Deze afdeling is inhoudelijk nieuw en bevat de bepalingen die voor de grensoverschrijdende omzetting zouden moeten gaan gelden. In het geval van een grensoverschrijdende omzetting zijn de afdelingen 1 en 2, die de nationale omzetting regelen niet van toepassing.

Voor de bepalingen ten aanzien van grensoverschrijdende omzetting is waar mogelijk de bestaande regeling voor de SE tot uitgangspunt genomen. Dit lijkt een verstandige aanpak. Het is waarschijnlijk dat indien het nog tot een veertiende richtlijn komt, ook daarvoor aansluiting zal worden gezocht bij de bestaande regeling voor de SE.

²⁸ Concept-Memorie van Toelichting, p. 4.

4. Reikwijdte van de voorgestelde wettelijke regeling

4.1. Inleiding

Vooraleer ik toekom aan een beschrijving van de procedure van de grensoverschrijdende omzetting zoals die is voorzien in het voorstel van de Commissie Vennootschapsrecht, ligt het voor de hand eerst te bezien wat de reikwijdte van de voorgestelde regeling is. Die reikwijdte wordt bepaald door het voorgestelde artikel 2:334oo lid 1. Die bepaling luidt:

Artikel 334oo

1. Deze afdeling (de regeling van de grensoverschrijdende omzetting, ES) is met uitsluiting van de afdelingen 1 en 2 (de normale regeling van omzetting, ES) van toepassing indien:

a. een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap wordt omgezet in een kapitaalvennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte onderscheidenlijk indien een kapitaalvennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte wordt omgezet in een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap;

b. een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap wordt omgezet in een naamloze of besloten vennootschap naar het recht van de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius of Saba onderscheidenlijk indien een naamloze of besloten vennootschap naar het recht van de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius of Saba wordt omgezet in een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap.

De door de Commissie Vennootschapsrecht voorgestelde regeling regelt aldus de volgende situaties:

- (i) de outbound grensoverschrijdende omzetting van een Nederlandse NV of BV in een kapitaalvennootschap naar het recht van een lidstaat van de EU/EER of de BES- eilanden;
- (ii) de inbound omzetting van een in een andere EU/EER lidstaat of de BES opgerichte kapitaalvennootschap in een Nederlandse NV of BV.

4.2. Reikwijdte beperkt tot NV en BV

4.2.1. INLEIDING

De regeling opent de mogelijkheid van outbound grensoverschrijdende omzetting zonder voorafgaande ontbinding en vereffening dus alleen voor NV's en

BV's. Voor andere rechtspersonen is de mogelijkheid van grensoverschrijdende omzetting niet opengesteld. Van Boxel en Rensen bepleiten dat een regeling ten aanzien van de grensoverschrijdende omzetting ook van toepassing moet zijn op de coöperatie. De mogelijkheid van grensoverschrijdende omzetting zou, zo begrijp ik hun betoog, van pas komen wanneer bijvoorbeeld het ledenbestand van een coöperatie (nagenoeg) uitsluitend bestaat uit buitenlandse leden en de coöperatie zich om wenst te zetten in een coöperatie naar het recht van het land waar zich de meeste leden bevinden om op die wijze een adequate aansluiting op haar leden te hebben.²⁹ De vraag rijst of ook de vereniging, de onderlinge waarborgmaatschappij en de stichting zich grensoverschrijdend zouden moeten kunnen omzetten.³⁰

4.2.2. HARMONISATIE VAN HET RECHT OMTRENT KAPITAALVENNOOTSCHAPPEN

Aan de beperking van de voorgestelde wettelijke regeling tot kapitaalvennootschappen ligt de reden ten grondslag dat het Europese recht omtrent die rechtspersonen tot op zekere hoogte door Europese richtlijnen is geharmoniseerd.³¹ Zulks is voor andere rechtspersonen niet het geval. Om diezelfde reden zijn zij eerder uitgezonderd van de mogelijkheid om grensoverschrijdend te fuseren.³² In de toelichting bij de voorgestelde wettelijke regeling wordt opgemerkt dat als gevolg van de harmonisatie beter voorspelbaar is wat het rechtsgevolg is wanneer een NV of een BV zich omzet in een kapitaalvennootschap naar het recht van een ander land dan wanneer bijvoorbeeld een NV zich zou omzetten in een stichting of een vereniging naar het recht van een andere lidstaat.³³

Het voorbeeld van een NV of BV die zich omzet in een stichting of een vereniging is wellicht wat ongelukkig in het licht van het doel waarvoor het wordt aangehaald. Dat doel is, zo zou ik menen, om aan te geven dat omzetting acceptabel is wanneer het buitenlandse equivalent van de om te zetten rechtspersoon gelijkwaardig is aan de om te zetten rechtspersoon. Gelijkwaardig moet dan zodanig worden verstaan dat de buitenlandse rechtsvorm waarin de rechtspersoon wordt omgezet de bij die rechtspersoon

29 H.J.M.M. van Boxel en G.J.C. Rensen, Crossing Borders met coöperaties, *Ondernemingsrecht* 2012/82.

30 Zo betoogt Roelofs dat een grensoverschrijdende omzetting van een Nederlandse stichting in een vergelijkbare stichtingsvorm naar het recht van een andere lidstaat van de EU op grond van het Cartesio-arrest tot de mogelijkheden behoort, zie E.R. Roelofs, De trust versus de stichting, in: M.L. Lennarts, W.J.M. van Veen en D.F.M.M. Zaman (red.), *De Stichting, Kritische beschouwingen over de wettelijke regeling van een veelzijdige rechtsvorm*, p. 172.

31 Concept-Memorie van Toelichting, pagina 4.

32 Kamerstukken II 2006/07, 30 929, nr. 3, p. 3.

33 Concept-Memorie van Toelichting, pagina 4.

belanghebbenden tot op zekere hoogte dezelfde waarborgen biedt als die waarover zij in de bestaande situatie kunnen beschikken. In dat geval kan het rechtsgevolg van de omzetting namelijk beter worden overzien. Ten aanzien van kapitaalvennootschappen geldt dat nu het recht tot op zekere hoogte is geharmoniseerd, men ervan kan uitgaan dat buitenlandse equivalenten tot op zekere hoogte gelijkwaardig zijn en aldus dat het rechtsgevolg van de omzetting overzichtelijk is.

4.2.3. RECHT TEN AANZIEN VAN ANDERE RECHTSPERSONEN IS NIET GEHARMONISEERD

Ten aanzien van de andere in Boek 2 BW geregelde rechtspersonen – vereniging, coöperatie, onderlinge waarborgmaatschappij en stichting – geldt dat binnen de EU geen sprake is van harmonisatie. Sterker: rechtspersonen met dezelfde naam zijn vaak heel verschillend en sommige rechtspersonen zijn in andere lidstaten zelfs geheel of nagenoeg geheel onbekend.

In Nederland mogen stichtingen winst maken zolang zij die winst maar niet uitkeren aan de oprichters of hen die deel uitmaken van de organen van de stichting.³⁴ In de meeste andere lidstaten van de EU mogen stichtingen geen winst maken. In het Verenigd Koninkrijk kent men de stichting nauwelijks en gebruikt men veelal een trust voor doeleinden waarvoor in Nederland een stichting wordt opgericht.

Ten aanzien van de coöperatie geldt dat terwijl men deze rechtsfiguur in andere rechtsstelsels wel ziet als vennootschap, er in Nederland – volgens Van Boxel en Rensen terecht – van uit wordt gegaan dat de coöperatie niet met een vennootschap gelijk te stellen is. De coöperatie wordt in ons land gezien als een bijzondere vorm van de vereniging, die geen wettelijke kapitaalstructuur kent maar wel contributies of andere bijdragen en bijzondere aansprakelijkheden van haar leden.³⁵

Als gevolg van het ontbreken van harmonisatie en de aanzienlijke verschillen in de rechtsvormen anders dan de NV en de BV kan de gelijkwaardigheid niet of slechts met (aanzienlijke) moeite worden vastgesteld. Doordat de vraag is of het buitenlandse equivalent gelijkwaardig is aan de Nederlandse rechtspersoon, zijn de rechtsgevolgen van een omzetting in zo'n buitenlands equivalent moeilijker in te schatten dan voor de NV of de BV. Aldus is het risico dat de belangen van de bij de rechtspersoon betrokkenen door de omzetting onevenredig onder druk komen te staan aanzienlijk.

34 Artikel 2:285 lid 3 BW.

35 Kamerstukken II 2006/07, 30 929, nr. 3. p. 3.

4.2.4. HOUDBAARHEID VAN DE BEPERKTE REIKWIJDTE

Hoewel de keuze om slechts de grensoverschrijdende omzetting van NV's en BV's mogelijk te maken in het licht van het bovenstaande alleszins begrijpelijk is, zou de ruime definitie die artikel 54, tweede alinea VWEU toekent aan het begrip 'vennootschappen', aanleiding kunnen geven tot de vraag of deze beperkte reikwijdte wel houdbaar is. Die bepaling luidt dat onder vennootschappen worden verstaan maatschappen naar burgerlijk recht of handelsrecht, coöperatieve verenigingen of vennootschappen daaronder begrepen, en de overige rechtspersonen naar publiek- of privaatrecht, met uitzondering van vennootschappen welke geen winst beogen.

Vossestein schreef in zijn noot onder het Cartesio-arrest dat deze definitie meebrengt dat als vennootschappen in de zin van artikel 54 VWEU kunnen worden aangemerkt zowel de rechtspersonen die in Boek 2 regeling vinden als personenvennootschappen.³⁶ Mij is niet geheel duidelijk of hij daarmee bedoelt dat ook de vereniging, de coöperatie, de onderlinge waarborgmaatschappij en de stichting de mogelijkheid moeten hebben om zich grensoverschrijdend om te zetten. Vóór deze opvatting zou kunnen pleiten dat de coöperatie in artikel 54, tweede lid, expliciet wordt genoemd alsmede dat men van de vereniging en de stichting zou kunnen betogen dat de omstandigheid dat zij geen winst mogen verdelen of uitkeren³⁷ niet per definitie met zich brengt dat deze rechtspersonen geen winst mogen maken of zelfs beogen.

Ik zou zover toch niet willen gaan en meen dat de beperking tot kapitaalvennootschappen zoals die in de voorgestelde regeling is voorzien houdbaar is. In het Sevic-arrest is door het Europese Hof van Justitie beslist dat het vestigingsrecht van vennootschappen lidstaten verbiedt de faciliteit van juridische fusie voor te behouden aan eigen nationale vennootschap. Juridische fusies met vennootschappen uit andere lidstaten moeten worden toegelaten.³⁸ Na het Sevic-arrest is de Richtlijn grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen vastgesteld.³⁹ Uit artikel 1 jo. artikel 2 lid 1 van die richtlijn volgt dat de mogelijkheid van grensoverschrijdende fusie wordt opengesteld voor kapitaalvennootschappen, hetgeen overigens ook al uit de titel van de richtlijn volgt. Artikel 3 lid 2 van de richtlijn geeft lidstaten de mogelijkheid om coöperaties uit

³⁶ Zie punt 13 van zijn noot onder het Cartesio-arrest, JOR 2009/35.

³⁷ Artikel 26 lid 3 BW bepaalt dat een vereniging geen winst onder haar leden mag verdelen. Artikel 2:285 lid 3 BW bepaalt dat het doel van de stichting niet mag inhouden het doen van uitkeringen aan haar oprichters of aan hen die deel uitmaken van haar organen. Uitkeringen aan anderen mogen alleen indien die uitkeringen een ideële of sociale strekking hebben.

³⁸ Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen 13 maart 2005, C-411-03, JOR 2006/33 m.nt. G-J. Vossestein (Sevic Systems).

³⁹ Richtlijn 2005/56/EG van het Europees Parlement en de Raad van 26 oktober 2005 betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen Pb. EU L 310.

te sluiten van de mogelijkheid tot grensoverschrijdend fuseren. Van grensoverschrijdende fusies tussen andere rechtspersonen dan kapitaalvennootschappen wordt in de richtlijn niet gerept. Daaruit volgt mijns inziens dat ‘vennootschappen’ in dit verband kan worden beschouwd als kapitaalvennootschappen. Overigens blijkt ook uit het niet officieel gepubliceerde voorontwerp voor een veertiende richtlijn inzake grensoverschrijdende omzettingen uit 1997 dat de Europese Commissie uitging van een reikwijdte die beperkt was tot kapitaalvennootschappen. Een van de overwegingen spreekt van kapitaalvennootschappen en artikel 6 lid 2 van de ontwerp-richtlijn bepaalt dat het besluit tot verplaatsing van de zetel door de algemene vergadering moet worden genomen met een meerderheid die niet kleiner mag zijn dan twee derden van de uitgebrachte stemmen.

4.2.5. UITBREIDING TOT ANDERE RECHTSPERSONEN VERGT NADER ONDERZOEK

Indien en voor zover men van mening is dat de coöperatie de mogelijkheid zou moeten hebben zich grensoverschrijdend om te zetten, vraag ik mij af of het überhaupt mogelijk is de reikwijdte van de door de Commissie Vennootschapsrecht voorgestelde regeling zover op te rekken dat coöperaties eronder vallen. De regeling is thans toegesneden op kapitaalvennootschappen. Zo eist zij voor een besluit tot grensoverschrijdende omzetting een besluit genomen met een meerderheid van ten minste twee derden van het aantal uitgebrachte stemmen, vertegenwoordigend ten minste de helft van *het geplaatste kapitaal*.⁴⁰ Ook bevat zij een bepaling over het bepaalde van de waarde van aandelen van de aandeelhouders die tegen de omzetting hebben gestemd en om die reden een uittreedrecht hebben verkregen.⁴¹ Aldus zou, indien men de reikwijdte van de regeling zou willen uitbreiden, eerst moeten worden gezien in hoeverre aanvullende bepalingen zijn vereist die specifiek zijn afgestemd op de situatie van de coöperatie.

4.3. *Reikwijdte beperkt tot omzettingen naar en van EU/EER en BES*

4.3.1. INLEIDING

De door de Commissie Vennootschapsrecht voorgestelde wettelijke regeling regelt de outbound grensoverschrijdende omzetting van een Nederlandse NV of BV in een kapitaalvennootschap naar het recht van een lidstaat van de EU/EER of de BES- eilanden en de inbound omzetting van een in een andere EU/EER

40 Zie het voorgestelde artikel 2:334uu lid 1.

41 Zie het voorgestelde artikel 2:334vv lid 1.

lidstaat of de BES opgerichte kapitaalvennootschap in een Nederlandse NV of BV.

Niet geregeld is de outbound grensoverschrijdende omzetting vanuit Nederland naar buiten de EU/EER en BES gelegen landen. Grensoverschrijdende omzetting blijft in die gevallen dus onmogelijk zonder voorafgaande ontbinding en vereffening. Ook bevat het concept-wetsvoorstel geen regeling voor de inbound grensoverschrijdende omzetting vanuit buiten de EU/EER gelegen landen naar Nederland. Daarmee behoort ook deze niet tot de mogelijkheden. In de concept-memorietoelichting wordt daarover opgemerkt dat nadat ervaring is opgedaan met de voorgestelde regeling, kan worden bezien of er bezwaar is tegen een uitbreiding van de regeling tot grensoverschrijdende omzetting naar of vanuit buiten de EU/EER en BES gelegen landen.

Voor deze aanpak is in het algemeen veel te zeggen. Binnen de Europese Unie geldt in ieder geval ten aanzien van naamloze vennootschappen dat een aantal regels geharmoniseerd is, bijvoorbeeld op het gebied van de kapitaalbescherming en de financiële verslaggeving. Voor de BV geldt zulks in mindere mate, maar binnen de EU/EER lijkt ook de BV een rechtsvorm die op zijn minst vergelijkbare kenmerken bezit. Daarbij zou nog gesteld kunnen worden dat binnen de EU/EER ook de rechtspraak aan bepaalde eisen voldoet. Voor landen buiten de EU/EER geldt dit in veel mindere mate.

4.3.2. ONTBREKEN VAN EEN REGELING VOOR GRENSOVERSCHRIJDENDE OMZETTING BINNEN HET KONINKRIJK

Sinds de staatkundige hervorming die zijn beslag kreeg op 1 oktober 2010 bestaat het Koninkrijk der Nederlanden uit de landen Nederland, Curaçao, Aruba en Sint Maarten en de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius en Saba. In de voorgestelde wettelijke regeling is slechts de omzetting naar en van Bonaire, Sint Eustatius en Saba geregeld. Ten aanzien van omzetting naar en van de andere landen van het Koninkrijk is geen regeling opgenomen. De outbound grensoverschrijdende omzetting waarbij een NV of BV zich omzet in een NV of BV naar het recht van de andere landen van het Koninkrijk, namelijk Curaçao, Aruba of Sint Maarten blijft zonder voorafgaande ontbinding en vereffening dus onmogelijk. Hetzelfde geldt voor de situatie dat een vennootschap naar het recht van die landen zich omzet in een NV of BV naar Nederlands recht.

4.3.3. CONCORDANTIEBEGINSEL

Mede indachtig het in artikel 39 lid 1 van het Statuut voor het Koninkrijk der Nederlanden neergelegde concordantiebeginsel, op grond waarvan het zo zou moeten zijn dat het recht van Nederland en de overige landen van het

Koninkrijk niet al te zeer uiteenloopt en dus sprake is van een omzetting naar een gelijkwaardige vennootschap, zou men zich kunnen afvragen of het ontbreken van een regeling ten aanzien van grensoverschrijdende omzetting binnen het Koninkrijk der Nederlanden logisch is.⁴² Deze vraag rijst temeer nu het ontbreken van een dergelijke regeling als gevolg heeft dat vennootschappen die zijn opgericht naar het recht van bijvoorbeeld Curaçao zich niet rechtstreeks zullen kunnen omzetten in een vennootschap naar Nederlands recht, terwijl dit wel langs indirecte weg mogelijk zal zijn indien het conceptwetsvoorstel tot wet zou worden verheven en in werking treedt.

4.3.4. OMZETTING BINNEN HET KONINKRIJK WEL INDIRECT MOGELIJK

Artikel 67 lid 1 van de Landsverordening vennootschap met beperkte aansprakelijkheid bepaalt namelijk dat een vennootschap met beperkte aansprakelijkheid zich kan omzetten in een buitenlandse rechtspersoon die naar aard en inrichting vergelijkbaar is met een naamloze of besloten vennootschap naar het recht van Curaçao. Wanneer wordt gekozen voor omzetting in een Spaanse vennootschap kan deze zich op grond van de Spaanse wet in een Nederlandse vennootschap omzetten. Het concept-wetsvoorstel biedt in de EU opgerichte vennootschappen daartoe met artikel 2:334oo immers de mogelijkheid. Vice versa is dezelfde operatie mogelijk: een Nederlandse vennootschap kan zich omzetten in een Spaanse vennootschap die zich vervolgens omzet in een vennootschap naar het recht van Curaçao.

Ten aanzien van de naamloze vennootschap meen ik dat wel iets te zeggen is voor de beperking zoals die thans in het concept-wetsvoorstel is aangebracht. Ik gaf hierboven al aan dat de kapitaaleisen voor naamloze vennootschappen binnen de Europese Unie zijn geharmoniseerd, evenals de eisen voor financiële verslaggeving. Hoewel de wetgeving op het gebied van het vennootschapsrecht thans nog sterk overeen komt geldt deze harmonisatie niet voor de andere landen van het Koninkrijk. Op grond van het hierboven al genoemde concordantiebeginsel zou men echter verwachten dat dit ook in de toekomst zo blijft. Zeker is dat echter niet.

42 Het concordantiebeginsel van artikel 39 lid 1 van het Statuut van het Koninkrijk der Nederlanden bepaalt dat het burgerlijk recht en handelsrecht in Nederland, de Nederlandse Antillen (thans vervangen door de landen Curaçao, Aruba en Sint-Maarten en openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius en Saba) zoveel mogelijk op overeenkomstige wijze wordt geregeld.

4.4. *Gevalen waarin grensoverschrijdende omzetting onmogelijk blijft*

4.4.1. DE VENNOOTSCHAP HEEFT EEN BEKLEMD VERMOGEN

Het voorgestelde artikel 2:334pp sluit de grensoverschrijdende omzetting in een aantal gevallen uit. Zo is de grensoverschrijdende omzetting uitgesloten wanneer de om te zetten rechtspersoon een NV of een BV is die een beklemd vermogen heeft dat is ontstaan⁴³ (i) doordat de betreffende NV of BV het resultaat is van een omzetting van een stichting of (ii) doordat een al beklemd vermogen krachtens fusie of splitsing is overgegaan op de NV of BV die zich wil omzetten.⁴⁴

Ten aanzien van een omzetting van een stichting in een NV of een BV geldt dat na die omzetting uit de statuten van de betreffende NV of BV moet blijken dat het vermogen van de stichting dient te worden aangewend voor het doel van de stichting zoals dat luidde voordat de rechtsvormwijziging werd geëffectueerd. Het vermogen van de vroegere stichting en de vruchten daarvan mogen slechts met toestemming van de rechter anders worden besteed dan voor de omzetting was voorgeschreven.⁴⁵

De reden die ten grondslag ligt aan de onmogelijkheid voor NV's of BV's met een beklemd vermogen is volgens de concept-memorie van toelichting dat bij de grensoverschrijdende omzetting van een Nederlandse NV of BV met een beklemd vermogen dat vermogen weliswaar opgaat in het vermogen van de buitenlandse vennootschap die het gevolg is van de omzetting, maar de rol van de rechter niet kan worden gegarandeerd.⁴⁶ Mijns inziens is dit een terechte veronderstelling. Niet staat immers vast dat het recht van het land waar naar toe wordt omgezet een regel voor het beklemd vermogen kent. Het verdient aanbeveling het behoud van het beklemd vermogen niet aan het toeval over te laten, maar dit zeker te stellen. Dit voorkomt tevens dat het beklemd vermogen wordt vrijgemaakt door middel van een constructie waarin een NV of een BV met een beklemd vermogen wordt omgezet in een buitenlandse kapitaalvennootschap waarvoor geen regels omtrent het beklemd vermogen bestaan, om, nadat het beklemd vermogen is vrijgemaakt, door middel van een inbound grensoverschrijdende omzetting weer in een Nederlandse vennootschap te worden omgezet, ditmaal zonder beklemd vermogen.

43 Vgl. het nieuwe artikel 2:334jj, dat in het geldende BW is opgenomen in artikel 2:18 lid 6.

44 Vgl. het voorgestelde artikel 2:334pp lid 1 aanhef, dat verwijst naar het voorgestelde artikel 2:334jj lid 6. Het beklemd vermogen is thans geregeld in artikel 2:18 lid 6 BW.

45 H.E. Boschma en B. Snijder-Kuipers, De bescherming van het (doel)vermogen van de stichting en herstructurering, in: M.L. Lennarts, W.J.M. van Veen en D.F.M.M. Zaman (red.), *De stichting, kritische beschouwingen over de wettelijke regeling van een veelzijdige rechtsvorm*, p. 52.

46 Concept-Memorie van Toelichting, p. 6.

De regeling voor de inbound omzetting kent geen verbod voor rechtspersonen met een beklemd vermogen. De reden daarvoor is, zo vermeldt de toelichting, dat in dat geval kan worden vertrouwd op de verklaring van een plaatselijke bevoegde autoriteit dat aan alle voorwaarden voor grensoverschrijdende omzetting is voldaan. Een dergelijke verklaring is op grond van het voorgestelde artikel 2:334xx lid 2 sub a vereist voor een inbound grensoverschrijdende omzetting.

4.4.2. DE VENNOOTSCHAP IS REEDS ONTBONDEN EN DE VEREFFENING IS GAANDE

Een outbound grensoverschrijdende omzetting is niet mogelijk ingeval de vennootschap reeds is ontbonden en de vereffening gaande is, dat wil zeggen wanneer er een uitkering is gedaan, zo volgt uit het voorgestelde artikel 2:334pp lid 1 slot. De concept-memorïe van toelichting meldt hierover slechts dat een grensoverschrijdende omzetting niet wenselijk wordt geacht wanneer een NV/BV reeds is ontbonden en de vereffening gaande is alsmede dat aansluiting is gezocht bij de regeling voor de grensoverschrijdende juridische fusie.⁴⁷

De betreffende bepaling noch de toelichting laten zich uit over welk moment bepalend voor de onmogelijkheid is. Voor de bepaling is aangesloten bij de regeling van de grensoverschrijdende fusie. Van Boxel schrijft daarover dat voor het vaststellen van de onmogelijkheid bepalend is het moment van de fusie. Toegepast op de grensoverschrijdende omzetting is dat aldus het moment van de omzetting. Op grond van het voorgestelde artikel 2:334ww lid 1 moet de notaris controleren of alle vormvoorschriften voor de grensoverschrijdende omzetting in acht zijn genomen. De notaris zal bij het Handelsregister een uittreksel van de om te zetten vennootschap opvragen. Uit dat uittreksel zal blijken of de vennootschap ontbonden is. Is dat het geval, dan zal de notaris bij het bestuur moeten nagaan of uitkeringen hebben plaatsgevonden. Indien die vraag bevestigend wordt beantwoord, is omzetting niet mogelijk.⁴⁸

4.4.3. FAILLISSEMENT OF SURSEANCE VAN BETALING OF BUITENLANDS EQUIVALENT

Outbound grensoverschrijdende omzetting en inbound grensoverschrijdende omzetting zijn op grond van het voorgestelde artikel 2:334pp lid 1 eerste volzin niet mogelijk in het geval de vennootschap die zich wenst om te zetten

47 Concept-Memorïe van Toelichting, pagina 6.

48 H.J.M.M. van Boxel, Grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen naar Nederlands recht (diss.), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 109 (2011), p. 94.

betrokken is in een insolventieprocedure als bedoeld in de Europese Insolventieverordening.^{49, 50}

Aldus is een outbound grensoverschrijdende omzetting niet mogelijk wanneer de betreffende vennootschap zich in surseance van betaling bevindt of in staat van faillissement is verklaard. Voor de inbound grensoverschrijdende omzetting geldt dat deze niet mogelijk is indien de kapitaalvennootschap uit de EU/EER die zich in een Nederlandse NV of BV wenst om te zetten is betrokken in een procedure als genoemd in Bijlage A bij de Europese Insolventieverordening, waarin alle surseance- en faillissementsprocedures van alle lidstaten zijn opgesomd.

De reden voor de onmogelijkheid van grensoverschrijdende omzetting wanneer de betreffende vennootschap in een insolventieprocedure is betrokken, is dat moet worden voorkomen dat een grensoverschrijdende omzetting de correcte afwikkeling van een faillissement of surseance van betaling belemmert of bezwaard. De toelichting vermeldt hieromtrent dat deze regeling is geïnspireerd op de regeling van de grensoverschrijdende juridische fusie.⁵¹ Deze is opgenomen in artikel 2:310 lid 6 BW en houdt in dat de akte van fusie slechts mag worden verleden na het einde van het faillissement of de surseance van betaling. Evenals bij de grensoverschrijdende fusie geldt dat notaris alvorens de verklaring af te geven als bedoeld in het voorgestelde artikel 2:334ww lid 1 (namelijk dat aan alle vormvoorschriften is voldaan), op de dag waarop hij die verklaring afgeeft actief zal moeten onderzoeken of sprake is van een faillissement of surseance van betaling.⁵²

Waar voor de grensoverschrijdende fusie geldt dat de omstandigheid dat de akte van fusie niet mag worden verleden dan na het einde van het faillissement of de surseance van betaling er niet aan in de weg staat dat tijdens het faillissement of de surseance van betaling een voorstel tot grensoverschrijdende fusie wordt gedaan, geldt volgens mij hetzelfde voor de grensoverschrijdende omzetting. Weliswaar kan een voorstel tot grensoverschrijdende omzetting worden gedaan, maar dat voorstel kan niet worden uitgevoerd.

4.4.4. VERZET VAN DE MINISTER VAN VEILIGHEID EN JUSTITIE

Het voorgestelde artikel 2:334ss lid 1 bepaalt dat de grensoverschrijdende omzetting geen rechtsgevolg heeft wanneer de Minister van Veiligheid en Justitie zich daartegen verzet om redenen van algemeen belang. Dat verzet dient dan binnen twee maanden na de aankondiging van de voorgenomen grensoverschrijdende omzetting plaats te vinden door nederlegging van een

49 Vgl. het voorgestelde artikel 2:334pp lid 1, eerste volzin.

50 Verordening (EG) nr. 1346/2000 van de Raad van 29 mei 2000 betreffende insolventieprocedures.

51 Concept-Memorie van Toelichting, pagina 6.

52 Vgl. t.a.v. de grensoverschrijdende fusie Van Boxel (diss.), p. 94.

verklaring bij het Handelsregister. Indien sprake is van verzet van de Minister, mag de notaris – die op grond van het voorgestelde artikel 2:334ww lid 1 moet controleren of aan alle voorwaarden is voldaan – geen verklaring afgeven voordat het verzet is ingetrokken of de opheffing van het verzet onherroepelijk is.

Ook voor de verzetregeling geldt dat aansluiting is gezocht bij de regeling van de SE. Het artikel is een kopie van artikel 5 Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap. Het verzet kan slechts plaatsvinden om redenen van algemeen belang. In de Memorie van Toelichting bij de Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap wordt als voorbeeld genoemd de zetelverplaatsing van een geprivatiseerde onderneming met een openbare taak.⁵³ In de nota naar aanleiding van het verslag wordt dat voorbeeld nader uitgewerkt.⁵⁴ Daarbij wordt opgemerkt dat het begrip openbaar belang moet worden geïnterpreteerd overeenkomstig het Europese kader.

Boschma en Schutte-Veenstra schrijven over het openbaar belang dat het Hof van Justitie van de Europese Unie in zijn rechtspraak betreffende de vrijheid van vestiging dit begrip eng uitlegt. Een uitsluitend economisch belang is niet voldoende rechtvaardiging voor een verzet. Zij merken op dat een bepaalde vennootschappelijke structuur die voor een lidstaat van belang kan zijn, zoals de bevoorrading met aardgas, wel voldoende rechtvaardiging kan zijn.⁵⁵ Het instellen van verzet zal aldus slechts in uitzonderingsgevallen mogelijk zijn. Het verzet van de Minister heeft tot gevolg dat de omzetting geen rechtsgevolg heeft, met andere woorden: de Minister kan de omzetting blokkeren.

4.4.5. VERZET VAN DE NEDERLANDSCHE BANK

In het tweede lid van het voorgestelde artikel 2:334ss is bepaald dat ook DNB in verzet kan komen indien de vennootschap die tot omzetting wil overgaan is onderworpen aan zijn toezicht. Ook dat is alleen mogelijk indien zulks wordt gerechtvaardigd door het algemeen belang. Ook voor verzet door DNB geldt dat dit leidt tot een blokkade van de omzetting: zij heeft geen rechtsgevolg.

53 Kamerstukken II, 2003/04, 29 309, nr. 3, p. 10/11.

54 Kamerstukken II, 2003/04, 29 309, nr. 7, p. 20.

55 H.E. Boschma en J.N. Schutte-Veenstra, Tekst en Commentaar Ondernemings- en effectenrecht, aantekening 2 bij artikel 5 Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap.

5. De omzettingsprocedure

5.1. Inleiding

5.1.1. NATIONAAL RECHT VAN TOEPASSING

De procedure voor de grensoverschrijdende omzetting is geregeld in de nieuwe Titel 7A, afdeling 3. Voor de procedure van de grensomzetting is waar mogelijk de bestaande regeling voor grensoverschrijdende zetelverplaatsing van SE's als uitgangspunt genomen. Waar dat niet mogelijk was, is aansluiting gezocht bij de procedure van de grensoverschrijdende fusie. Waar nodig zijn specifieke bepalingen voor de situatie van grensoverschrijdende omzetting geformuleerd.

Voor de outbound grensoverschrijdende omzetting geldt dat aan de procedure tot grensoverschrijdende omzetting vooraf gaat dat het bestuur zich ervan vergewist dat het recht van het land waarnaar de vennootschap zich wil omzetten voorziet in de mogelijkheid van grensoverschrijdende omzetting.⁵⁶ In het geval van outbound grensoverschrijdende omzetting wordt de omzetting tot aan het moment van omzetting beheerst door Nederlands recht. Voor de inbound grensoverschrijdende omzetting geldt dat deze tot aan het moment van de omzetting wordt beheerst door het land van vertrek. Dat recht bepaalt of de desbetreffende rechtspersoon zich mag omzetten, aldus de concept-memorie van toelichting.⁵⁷

5.1.2. ROL NOTARIS

Ook ten aanzien van de rol van de notaris geldt dat is aangesloten bij de regeling van de grensoverschrijdende fusie. In de procedure is dan ook een belangrijke rol weggelegd voor de notaris. Deze volgt uit een aantal bepalingen. Het voorgestelde artikel 2:334xx lid 1 bepaalt ten aanzien van de inbound grensoverschrijdende omzetting dat voor de omzetting in een NV of een BV een notariële akte van omzetting is vereist. Deze komt in de plaats van de akte van oprichting, die immers op grond van het Vale-arrest niet mag worden geëist.

Ten aanzien van de outbound grensoverschrijdende omzetting wordt de rol van de notaris geregeld in het voorgestelde artikel 2:334ww lid 1, dat bepaalt dat de notaris moet verklaren dat de wettelijke en statutaire eisen in acht zijn genomen voor alle besluiten die de wet eist voor een grensoverschrijdende omzetting en ook voor het overige de voorschriften voor een grensoverschrijdende omzetting

⁵⁶ Concept-Memorie van Toelichting, p. 6.

⁵⁷ Concept-Memorie van Toelichting, p. 2.

zijn nageleefd.⁵⁸ Zo moet de notaris controleren of de termijn voor oproeping is nageleefd voor de algemene vergadering waarin het besluit tot omzetting wordt genomen alsmede of de voor omzetting vereiste besluiten met het vereiste quorum zijn genomen. Slechts indien hij dat heeft gecontroleerd mag hij de verklaring dat aan alle eisen voor de omzetting is afgegeven. In de concept-memorie van toelichting wordt over de rol van de notaris nog opgemerkt dat hij de formaliteiten moet controleren, maar van hem geen inhoudelijke toetsing wordt verlangd. De notaris hoeft bijvoorbeeld niet te controleren of de aandeelhouders hun aandelen rechtsgeldig geleverd hebben gekregen.

5.2. *Het omzettingsvoorstel*

De notaris zal in de regel een belangrijke rol spelen bij het opmaken van het omzettingsvoorstel. De procedure van grensoverschrijdende omzetting neemt een aanvang met het door het bestuur opmaken van een voorstel tot grensoverschrijdende omzetting, dat op grond van het voorgestelde artikel 2:334qq lid 3 wordt neergelegd bij het Handelsregister of op elektronische wijze bij het Handelsregister openbaar gemaakt wordt. Aandeelhouders, crediteuren, de ondernemingsraad en zo die er niet is de werknemers moeten het voorstel ten kantore van de vennootschap of op elektronische wijze kunnen inzien, zo bepaalt het voorgestelde artikel 2:334qq lid 4.

Ook voor de inhoud van het omzettingsvoorstel geldt dat is aangesloten bij de omzettingsregeling die geldt voor de SE⁵⁹ en de bestaande bepalingen voor de fusie van rechtspersonen.⁶⁰ Het voorgestelde artikel 2:334qq lid 1 bepaalt welke gegevens het voorstel tot grensoverschrijdende omzetting moet bevatten, namelijk:

a) De rechtsvorm, de naam en de statutaire zetel na omzetting (lid 1, sub a)

Op deze wijze kunnen de aandeelhouders, crediteuren en andere belanghebbenden zich een beeld vormen van het recht dat na de omzetting op de vennootschap van toepassing zal zijn.

b) Een voorstel voor een medezeggenschapsregeling indien van toepassing (lid 1, sub b)

Medezeggenschap ziet in dit geval op de zogeheten vennootschapsrechtelijke medezeggenschap: de invloed die werknemers hebben op de benoeming en het ontslag van bestuurders en commissarissen. Deze bepaling is aldus van toepassing in geval van een structuurvennootschap. Ik kom daarop hieronder nog terug in paragraaf 8.

58 Concept-Memorie van Toelichting, p. 11.

59 Artikel 8 SE-Verordening (dat voorschrijft welke informatie in het voorstel moet staan) en artikel 3 Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap (dat voorschriften bevat over het neerleggen van een voorstel tot zetelverplaatsing van een SE bij het handelsregister).

60 Artikel 2:312-314 en 333d BW.

c) De prijs die de vennootschap zal betalen wanneer zij de aandelen overneemt van een aandeelhouder die tegen de omzetting stemt (lid 1, sub c) Wanneer een aandeelhouder tegen omzetting heeft gestemd, of aandelen zonder stemrecht heeft, geeft het voorgestelde artikel 2:334vv hem het recht zijn aandelen over te laten nemen tegen een door de Ondernemingskamer te bepalen prijs. Ik kom daarop hieronder terug in paragraaf 6.2.

d) Een schriftelijke toelichting waarin het bestuur van de om te zetten vennootschap (i) een uiteenzetting geeft de redenen voor de omzetting, (ii) de verwachte gevolgen voor de werkzaamheden uiteenzet en (iii) een toelichting uit juridisch, economisch en sociaal oogpunt geeft (lid 2).

Vergelijkbaar met de regels voor grensoverschrijdende fusie moet het bestuur een toelichting op het omzettingsvoorstel geven, tenzij de aandeelhouders ermee instemmen dat zo een toelichting achterwege blijft. De regeling voor de grensoverschrijdende fusie voorziet erin dat de toelichting ook vermeldt welke de gevolgen van de fusie voor de werkgelegenheid zijn.⁶¹ Een zodanige bepaling is in het concept-wetsvoorstel niet voorzien. Waarschijnlijk ligt daaraan de gedachte ten grondslag dat een omzetting van de rechtspersoon in beginsel geen gevolgen heeft voor de onderneming van die rechtspersoon.

5.3. *Het besluit tot omzetting*

5.3.1. MEERDERHEID EN QUORUM

Voor de outbound grensoverschrijdende omzetting is een besluit van de algemene vergadering nodig. Het voorgestelde artikel 2:334uu bepaalt aan welke eisen dat besluit moet voldoen. Een grensoverschrijdende omzetting is een ingrijpend besluit. In de concept-Memorie van Toelichting wordt daarover opgemerkt dat voorkomen moet worden dat een dergelijk besluit wordt genomen met een toevallige meerderheid. Om die reden is in het artikel bepaald dat voor een besluit tot grensoverschrijdende omzetting een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen vereist is, vertegenwoordigend ten minste de helft van de uitgebrachte stemmen.

Hier wijkt de voorgestelde regeling op een aantal punten af van de regeling ten aanzien van de grensoverschrijdende fusie. Artikel 2:317 lid 2 BW voorziet daaromtrent slechts in een wachtermijn van één maand in plaats van twee maanden voor de grensoverschrijdende omzetting. Artikel 2:317 lid 2 BW bepaalt dat een besluit tot grensoverschrijdende fusie wordt genomen op dezelfde wijze als een besluit tot wijziging van de statuten. Slechts indien de statutenwijziging een bijzondere meerderheid eist, geldt deze ook voor de grensoverschrijdende fusie. Een meerderheid van twee derden van het aantal

⁶¹ Artikel 2:333d sub b BW.

uitgebrachte stemmen is slechts vereist indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is.⁶²

5.3.2. WACHTTIJD

Het voorgestelde artikel 2:334uu lid 1 bepaalt dat het besluit tot grensoverschrijdende omzetting eerst kan worden genomen na verloop van twee maanden na de aankondiging van het voorstel tot grensoverschrijdende omzetting. Deze twee maanden houden verband met de termijn voor verzet van schuldeisers,⁶³ de Minister van Veiligheid en Justitie⁶⁴ en DNB⁶⁵ en sluiten aan bij de regeling voor grensoverschrijdende omzetting van de SE.⁶⁶ Artikel 2:317 lid 2 BW bevat een vergelijkbare bepaling ten aanzien van de (grensoverschrijdende) fusie. Daarin is bepaald dat een besluit tot fusie eerst kan worden genomen na verloop van een maand na de dag waarop alle fuserende rechtspersonen de nederlegging van het voorstel tot fusie hebben aangekondigd. Zaman merkt daaromtrent op dat het besluit tot fusie eerst kan worden genomen na verloop van de verzettermijn en alsdan wanneer er in de tussenliggende periode geen verzet is gedaan.⁶⁷ Van Boxel betoogt dat die stelling weliswaar praktisch is, maar juridisch onjuist. Volgens hem is er geen wettelijke regeling die verbiedt het besluit tot fusie te nemen bij gedaan verzet. De wet kent volgens Van Boxel slechts een verbod de akte van fusie te passeren totdat het verzet is ingetrokken of de opheffing van het verzet uitvoerbaar is.⁶⁸ Van Boxel wijst erop dat de strekking van artikel 2:317 lid 2 BW is dat de algemene vergadering bekend moet kunnen zijn met een ingediend verzet om dit bij haar besluit mee te nemen.⁶⁹

In het geval van een outbound grensoverschrijdende omzetting is, anders dan in het geval van een outbound grensoverschrijdende juridische fusie, geen sprake van een notariële akte. Op grond van het voorgestelde artikel 2:334ww verklaart de notaris slechts dat aan alle vereisten is voldaan en dat de overige in afdeling 3 gegeven voorschriften zijn nageleefd. Van Boxel stelt voor wettelijk te bepalen dat het besluit tot fusie eerst kan worden genomen na opheffing van het verzet.⁷⁰ Zulks is, als ik het goed zie, ten aanzien van nationale omzettingen al geschied met het voorgestelde artikel 2:334ll lid 5

62 Artikel 2:330 lid 1 BW.

63 Zie daarover paragraaf 7.

64 Zie daarover paragraaf 4.4.4.

65 Zie daarover paragraaf 4.4.5.

66 Vgl. artikel 8 lid 6 SE-Verordening.

67 D.F.M.M. Zaman, Juridische fusie en splitsing van NV's en BV's, Sdu 2003, p. 43.

68 Van Boxel (diss.), p. 175.

69 Zie daarover ook M.J.G.C. Raaijmakers en G.J.H. van der Sangen, Titel 7- Afdeling 2. Algemene bepalingen omtrent fusies, in C.A. Boukema e.a. (red.). *Rechtspersonen* (losbl.), Kluwer, Deventer.

70 Van Boxel (diss.), p. 175.

waarin is bepaald dat een besluit tot omzetting niet van kracht wordt zolang verzet kan worden gedaan alsmede dat indien tijdig verzet is gedaan, het besluit eerst van kracht wordt zodra het verzet is ingetrokken of de opheffing van het verzet uitvoerbaar is. Ook is bepaald dat de akte van omzetting niet eerder kan worden verleden. Deze bepaling zou in het voorgestelde artikel 2:334ww van overeenkomstige toepassing kunnen worden verklaard.

5.3.3. NOTULEN MOETEN WORDEN OPGEMAAKT BIJ NOTARIËLE AKTE

Het voorgestelde artikel 2:334uu lid 2 bepaalt dat de notulen van de algemene vergadering waarin tot omzetting wordt besloten moeten worden opgemaakt bij notariële akte. Dit voorschrift is vooral van belang in verband met het oog op het duidelijk vastleggen van welke aandeelhouders tegen het besluit tot omzetting hebben gestemd.

5.4. *De eigenlijke omzetting*

Het moment waarop de eigenlijke omzetting van kracht wordt, wordt geregeld door het voorgestelde artikel 2:334ww lid 2. Deze bepaling houdt verband met de omstandigheid dat in sommige lidstaten rechtspersoonlijkheid wordt verkregen op het moment dat de rechtspersoon in het Handelsregister wordt ingeschreven (zoals in Frankrijk) terwijl in andere lidstaten geldt dat rechtspersoonlijkheid wordt verkregen op het moment dat de notariële akte wordt verleden, zoals in Nederland het geval is.

Omdat een verschil kan bestaan tussen het recht van het land van vertrek en het recht van het land van inreis, is geregeld dat het tijdstip waarop de vennootschap zich onderwerpt aan buitenlands recht, wordt bepaald door het recht van het land waarheen de statutaire zetel wordt verplaatst.

6. **Bescherming van minderheidsaandeelhouders**

6.1. *Inleiding*

Hierboven stelde ik al vast dat de grensoverschrijdende omzetting ertoe kan leiden dat de minderheidsaandeelhouder in een lastige situatie terecht komt. De concept-Memorie van Toelichting noemt als voorbeeld dat de aandeelhouder wellicht geen beroep meer kan doen op rechtsmiddelen zoals de vernietiging van besluiten, een recht op overname van zijn aandelen in het geval van een openbaar bod, het recht van enquête en de geschillenregeling. Voorts wordt erop gewezen dat een grensoverschrijdende omzetting op grond van het voorgestelde artikel 2:334yy niet kan worden vernietigd.⁷¹

⁷¹ Concept-Memorie van Toelichting, pagina 10.

Om die reden is het nodig minderheidsaandeelhouders die tegen de grensoverschrijdende omzetting hebben gestemd (en overigens ook stemrechtloze aandeelhouders) te beschermen. De jurisprudentie van het Europese biedt daarvoor ruimte, zo zagen wij hierboven al.

6.2. *Uittreedrecht voor minderheidsaandeelhouder*

De bescherming van de minderheidsaandeelhouder krijgt in de voorgestelde regeling gestalte met artikel 2:334vv lid 1. Op grond van deze bepaling heeft iedere aandeelhouder die tegen de omzetting heeft gestemd (en iedere stemrechtloze aandeelhouder) een uittreedrecht. De betreffende aandeelhouders kunnen binnen een maand na de datum van het besluit tot omzetting aan de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam verzoeken te bepalen dat de vennootschap hun aandelen moet overnemen tegen de prijs die op grond van het voorgestelde artikel 2:334qq lid 1 sub c in het voorstel tot grensoverschrijdende omzetting is opgenomen. De minderheidsaandeelhouder ontvangt aldus een schadeloosstelling.

6.3. *Voorwaarden aan het uittreedrecht voor de minderheidsaandeelhouder*

Om in aanmerking te komen voor de schadeloosstelling, moet de minderheidsaandeelhouder wel aan een aantal voorwaarden voldoen. De eerste voorwaarde is dat sprake is van een outbound grensoverschrijdende omzetting. Het moet dus gaan om een Nederlandse NV of BV die zich omzet in een buitenlandse vennootschap.

De tweede voorwaarde is dat de aandeelhouder die een recht op schadeloosstelling wil verkrijgen, tegen de omzetting moet hebben gestemd. In de concept-Memorie van Toelichting wordt daaromtrent opgemerkt dat het recht op overneming van aandelen niet toekomt aan stemrechthebbende aandeelhouders die zich van stemming hebben onthouden. Uit hun gedrag wordt afgeleid dat zij geen bezwaar hebben tegen de omzetting.⁷² Voor degenen die geen gebruik maken van hun stemrecht geldt aldus wat mijn grootmoeder genoemd zou hebben ‘wie zwijgt, stemt toe.’

De derde voorwaarde is dat de betreffende aandeelhouder moet kunnen bewijzen dat hij tegen de omzetting heeft gestemd. Teneinde daartoe in staat te zijn, zal de aandeelhouder kunnen vragen dat in de notulen van de algemene vergadering aantekening wordt gemaakt van zijn stemgedrag. Hierboven zagen wij reeds dat de notulen bij notariële akte moeten worden opgemaakt.⁷³ Ook de notaris zal juist moeten noteren wie er tegen de omzetting stemt.

⁷² Concept-Memorie van Toelichting, pagina 10.

⁷³ Zie paragraaf 5.3.3.

De vierde voorwaarde waaraan moet worden voldaan, is dat het verzoek tot overname van de aandelen moet worden gedaan binnen een maand na de datum van het besluit tot grensoverschrijdende omzetting. De termijn van een maand is gelijk aan de termijn die geldt in het geval van een grensoverschrijdende fusie.⁷⁴ Van Boxel merkt daarover op dat het er niet om gaat of het besluit daadwerkelijk is genomen, dan wel onder opschortende voorwaarde. Het zou onredelijk zijn om van de aandeelhouder een vergaande onderzoeksplicht te eisen. Het gaat erom dat sprake is van een ijkmoment waarop de procedure tot overname kan worden gestart.⁷⁵ Dat moment dient eenvoudig en objectief bepaalbaar te zijn, hetgeen met deze bepaling wordt bewerkstelligd.

6.4. *De prijs voor de aandelen*

Het voorgestelde artikel 2:334vv lid 1 bepaalt dat de vennootschap is gehouden aan de tegenstemmende aandeelhouder voor overname van diens aandelen de prijs te betalen die is genoemd in het voorstel tot omzetting. In de eerste instantie ligt het voor de hand dat de aandeelhouders en de vennootschap zelf tot overeenstemming proberen te komen. Als dat lukt, maar de aandeelhouder de betaling van de prijs toch zeker wil stellen, kan hij alsnog besluiten de Ondernemingskamer te vragen de vennootschap te veroordelen tot overname van de aandelen. Het voorgestelde artikel 2:334vv lid 1 verschaft hem daartoe de mogelijkheid. Hetzelfde geldt wanneer de aandeelhouder van mening is dat hij voor zijn aandelen een hogere prijs dient te krijgen dan die welke in het voorstel tot omzetting is genoemd, ook hij kan de Ondernemingskamer vragen die prijs vast te stellen.

De reden die aan de keuze voor de Ondernemingskamer ten grondslag ligt, is mijns inziens praktisch en duidelijk. De Ondernemingskamer moet in verschillende andere procedures ook al oordelen over de prijs van aandelen, bijvoorbeeld in geval van de geschillenregeling. Bovendien kan de Ondernemingskamer zonodig deskundigen inschakelen, zo volgt uit het voorgestelde artikel 2:334vv lid 2. Uit die bepaling volgt eveneens dat de prijs van de aandelen door de Ondernemingskamer wordt bepaald aan de hand van de datum waarop het besluit tot omzetting wordt genomen. Dit heeft als gevolg dat de tegenstemmende aandeelhouder en de stemrechtloze aandeelhouder niet worden geraakt door ontwikkelingen die zich na de datum van het besluit hebben voorgedaan.

74 Vgl. artikel 2:333h lid 1.

75 Van Boxel (diss.), p. 209.

6.5. *Zekerheid voor betaling van de prijs van de aandelen*

De tegenstemmende aandeelhouder en ook de stemrechtloze aandeelhouder moeten voldoende zekerheid hebben dat zij de door hen te ontvangen prijs ook daadwerkelijk krijgen na de omzetting van de vennootschap in een vennootschap naar het recht van een ander land.

Teneinde dit te bewerkstelligen is in het voorgestelde artikel 2:334xx lid 4 bepaald dat de tegenstemmende aandeelhouder en de stemrechtloze aandeelhouder binnen een maand nadat het besluit is genomen de Ondernemingskamer kunnen verzoeken te bevelen dat de vennootschap zekerheid stelt of een andere waarborg geeft voor de voldoening van de prijs. Zolang de aan de Ondernemingskamer gevraagde zekerheid of waarborg door de vennootschap niet is gegeven, dan wel zolang een verzoek bij de Ondernemingskamer aanhangig is en niet is afgewezen, kan de notaris niet de in het voorgestelde artikel 2:334ww lid 1 bedoelde verklaring geven dat alle formaliteiten van de grensoverschrijdende fusie zijn voldaan.

7. **Bescherming van crediteuren**

7.1. *Inleiding*

In paragraaf 1.1.2. zagen wij reeds dat een grensoverschrijdende omzetting ertoe kan leiden dat de belangen van de crediteuren onder druk komen te staan. Wanneer de statutaire zetel van de vennootschap als gevolg van de omzetting wijzigt in een zetel in een ander land, kunnen crediteuren worden genoodzaakt hun vorderingen in het buitenland te innen. Bovendien lopen zij het risico dat de vennootschap na de omzetting veranderingen aanbrengt in haar vermogenspositie. Deze risico's zijn niet nieuw, zo vermeldt de toelichting bij de voorgestelde omzettingsregeling: zij bestonden ook al in het geval van een grensoverschrijdende omzetting van een SE of wanneer een NV of een BV na een grensoverschrijdende fusie wordt beheerst door het recht van een ander land.⁷⁶ Artikel 4 Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap voorziet daarom in een verzetrecht voor de schuldeiser. Een vergelijkbare regeling geldt op grond van artikel 2:316 BW in geval van een grensoverschrijdende fusie.

7.2. *Verzetrecht*

Het voorgestelde artikel 2:334rr is op de regelingen van de SE en de grensoverschrijdende fusie gebaseerd en vormt de kern van de schuldeisersbescherming in geval van grensoverschrijdende omzetting. Het artikel

⁷⁶ Concept-Memorie van Toelichting, pagina 7.

voorziet in zo een geval in een verzetrecht van schuldeisers. Het eerste en het tweede lid van het voorgestelde artikel 2:334rr voorzien erin dat crediteuren tot twee maanden nadat de vennootschap de nederlegging of elektronische raadpleegbaarheid van het voorstel tot grensoverschrijdende omzetting openbaar heeft gemaakt tegen de omzetting in verzet kunnen komen. Dat kunnen zij doen door het indienen van een verzoekschrift bij de rechtbank waarin zij vermelden welke waarborg(en) zij verlangen.

7.3. *Gevolg van verzet*

Indien het verzet tijdig is ingesteld, brengt dit op grond van het voorgestelde artikel 2:334rr lid 4 met zich dat de omzetting moet worden opgeschort totdat het verzet is ingetrokken of de opheffing ervan uitvoerbaar is. Gedurende die periode moet de notaris zijn verklaring dat alle voorschriften die voor de grensoverschrijdende omzetting gelden zijn nageleefd (artikel 2:334ww lid 2) weigeren.

8. **Bescherming van werknemers**

8.1. *Inleiding*

Een grensoverschrijdende omzetting behoeft op zichzelf geen ingrijpende gevolgen te hebben voor de werknemers die werkzaam zijn in de door de vennootschap gedreven onderneming. De omstandigheid dat de statutaire zetel wordt verplaatst, brengt in veel gevallen immers geen verplaatsing van de onderneming mee. In dat geval blijven bestaande arbeidsovereenkomsten van kracht en blijft de Wet op de Ondernemingsraden van toepassing indien dat voorheen ook zo was. Dat betekent dat de Ondernemingsraad gewoon zijn advies- en instemmingsrecht behoudt en kan blijven uitoefenen.⁷⁷

Bij een grensoverschrijdende omzetting kunnen de belangen van werknemers echter wel anderszins onder druk komen te staan in die zin dat zij hun zogeheten ‘vennootschapsrechtelijke medezeggenschap’ kwijt kunnen raken. In Nederland beschikken werknemers over vennootschapsrechtelijke medezeggenschap in het geval de vennootschap waarin zij werken een structuurvennootschap is. Het behoeft hier geen nadere uitleg dat een structuurvennootschap verplicht is een raad van commissarissen te hebben.⁷⁸ De werknemers hebben via de ondernemingsraad, invloed op de samenstelling van de raad van commissarissen: de ondernemingsraad heeft ten aanzien van de benoeming van alle commissarissen

⁷⁷ Artikel 25 en 27 en 30 Wet op de Ondernemingsraden.

⁷⁸ Artikel 2:158/268 lid 1 BW. Na inwerkingtreding van de wet bestuur en toezicht kan ook sprake zijn van een two tier board.

een aanbevelingsrecht en ten aanzien van één derde van die commissarissen zelfs een zogeheten versterkt aanbevelingsrecht.⁷⁹

In het geval van outbound grensoverschrijdende omzetting wordt de vennootschap onderworpen aan het vennootschapsrecht van het land waarnaar de statutaire zetel wordt verplaatst. In de andere lidstaten bestaat geen exact met de structuurregeling vergelijkbare regeling van vennootschapsrechtelijke medezeggenschap. In sommige lidstaten bestaan andere, soms nog verdergaande systemen, terwijl andere lidstaten geen dwingend systeem van vennootschapsrechtelijke medezeggenschap kennen. Aldus moest een regeling worden getroffen die bewerkstelligde dat door werknemers van in Nederland opgerichte vennootschappen verworven rechten van vennootschapsrechtelijke medezeggenschap zoveel mogelijk behouden bleven.

Ook de regeling voor de grensoverschrijdende fusie kent een voorziening die erop gericht is door werknemers van de verdwijnende vennootschap te worden vennootschapsrechtelijke medezeggenschapsrechten te behouden.⁸⁰

Die regeling zou in het geval van grensoverschrijdende omzetting evenwel geen uitkomst hebben geboden. Zij is immers gebaseerd op onderhandelingen over de medezeggenschap die worden gevoerd door een bijzondere onderhandelingsgroep die is samengesteld uit vertegenwoordigers van de verkrijgende en verdwijnende vennootschappen uit de verschillende landen.

In het geval van een grensoverschrijdende omzetting is echter sprake van één vennootschap in plaats van twee. Om die reden is gekozen voor een andere regeling.

8.2. *Behoud van een vergelijkbaar niveau van medezeggenschap*

Deze regeling, die is opgenomen in het voorgestelde artikel 2:334tt, komt erop neer dat wanneer de vennootschap die zich wil omzetten een structuurvennootschap is, grensoverschrijdende omzetting niet mogelijk is tenzij de voorgestelde statuten van de vennootschap waarnaar zal worden omgezet voorzien in een regeling met betrekking tot medezeggenschap van werknemers zoals bedoeld in de Wet rol werknemers bij de Europese vennootschap.⁸¹

Dat brengt met zich dat uit de voorgestelde statuten naar voren moet komen dat medezeggenschap ten aanzien van de gang van zaken bij de vennootschap moet worden toegekend aan de ondernemingsraad of andere werknemersvertegenwoordigers. Dat kan gebeuren door (i) de ondernemingsraad of de andere werknemersvertegenwoordigers het recht toe te kennen om een aantal leden van het bestuurs- of het toezichthoudend orgaan te kiezen of te

79 Artikel 2:158 /268 lid 6 BW.

80 Artikel 2:333k BW.

81 Artikel 1:1 lid 1, onderdeel n Wet rol werknemers bij de Europese vennootschap.

benoemen of (ii) de ondernemingsraad of de andere werknemersvertegenwoordigers het recht toe te kennen om met betrekking tot de benoeming van een aantal of alle leden van het bestuurs- of toezichthoudend orgaan aanbevelingen te doen of bezwaar te maken.

Indien voor de omzetting van de vennootschap niet in overleg met de werknemers tot een zodanige regeling kan worden gekomen, dan is omzetting niet mogelijk. Een en ander lijkt mij een bevredigende oplossing die bovendien allerlei gecompliceerde bepalingen zoals die gelden voor de Europese vennootschap overbodig maakt.

9. Conclusie

In zijn column ‘Willen we dit?’ uit 2009 gaat Timmerman in op de mogelijk ongewenste gevolgen van het Cartesio-arrest voor minderheidsaandeelhouders, schuldeisers en werknemers van vennootschappen die zich grensoverschrijdend zouden omzetten.⁸² Hij schetst hoe hij over die mogelijk ongewenste gevolgen in gesprek raakte met een aantal wat hij noemt ‘fanatieke beoefenaren van het Europese recht’. De Europees recht-beoefenaren waren van mening dat het Cartesio-arrest een heel goede ontwikkeling was die Europese mobiliteit bevordert. De omstandigheid dat de belangen van minderheidsaandeelhouders, schuldeisers en werknemers onder druk kwamen te staan doordat zij bijvoorbeeld elders moesten gaan procederen, werd door hen – als ik Timmerman goed begrijp – als ‘collateral damage’ beschouwd.

Timmerman riep de Nederlandse wetgever op om zo snel mogelijk de grensoverschrijdende omzetting wettelijk te regelen met bescherming voor minderheidsaandeelhouders, schuldeisers en werknemers. Hij waarschuwde daarbij dat zulks niet heel eenvoudig zou zijn. Zou de wettelijke regeling met betrekking tot de grensoverschrijdende omzetting (per ongeluk) ietsje strenger uitvallen dan de regeling voor de nationale omzetting, dan zou in Europese kringen onmiddellijk het D-woord (discriminatie en dus verboden) vallen. Nederland zou dan ook maar moeten afwachten of het Hof van Justitie die nieuwe Nederlandse wettelijke regels in overeenstemming zou oordelen met het vrije vestigingsrecht.

Helaas beschikt de wetgever slechts over zeer beperkte middelen. Met die middelen moet op nationaal en internationaal niveau zeer veel arbeid worden verricht. Het is ook nog niet tot wetgeving inzake grensoverschrijdende omzetting gekomen. Wel is door het Europese Hof met het Vale-arrest weer een uitspraak gedaan over grensoverschrijdende omzetting die de noodzaak aan wetgeving lijkt te versterken en heeft de Commissie Vennootschapsrecht een voorstel gedaan voor een wettelijke regeling inzake de grensoverschrijdende omzetting van kapitaalvennootschappen. Deze regeling biedt

82 L. Timmerman, ‘Willen we dit?’, Ondernemingsrecht 2009/18.

E. SCHMIEMAN

op het eerste gezicht een goed evenwicht tussen enerzijds de vrijheid van vestiging en de daarmee samenhangende mogelijkheid tot grensoverschrijdende omzetting en anderzijds de belangen van minderheidsaandeelhouders, schuldeisers en werknemers. Ook sluit zij aan bij bestaande regelingen ten aanzien van Europese rechtspersonen en de implementatiewetgeving in het kader van de Richtlijn grensoverschrijdende fusie van kapitaalvennootschappen. In dat licht lijkt de kans dat de voorgestelde regeling de toets der kritiek van het Hof van Justitie van de Europese Unie zal kunnen doorstaan in elk geval zeer aanzienlijk.

**INTUSSEN IN EUROPA: DE STAND VAN ZAKEN IN HET
EUROPESE EFFECTENRECHT**

Prof. mr. R.P. Raas

1. Inleiding

Het Nederlandse effectenrecht is geen rustig bezit. Wie zich eind jaren '90 op de hoogte wilde stellen van de Nederlandse wet- en regelgeving op dit terrein kwam met het doornemen van een naar huidige maatstaven bescheiden stapeltje een heel eind. De hoofdmoot was te vinden in de Wet toezicht effectenverkeer 1995, (67 artikelen), het Besluit toezicht effectenverkeer (47 artikelen), de Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 (tien artikelen), de Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer (25 artikelen), de Besloten kring circulaire Wte,¹ de Wet toezicht beleggingsinstellingen (43 artikelen), twee op grond van de Wet toezicht beleggingsinstellingen vastgestelde uitvoeringsregelingen van vijf respectievelijk vier artikelen,² het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (47 artikelen), de Besloten kring circulaire Wtb,³ de Wet giraal effectenverkeer (51 artikelen) en de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (18 artikelen). Wie dan ook nog de moeite nam de reglementen van Amsterdam Exchanges (thans Euronext Amsterdam) tot zich te nemen, beschikte over een vrij volledig overzicht van de op dat moment geldende regelgeving.

Zo overzichtelijk als toen is het Nederlandse effectenrecht al geruime tijd niet meer. Sinds de millenniumwisseling is de omvang én diepgang van het Nederlandse effectenrecht spectaculair toegenomen. Dat gebeurde vooral door het introduceren en verder uitbreiden van lagere regelgeving die op grond van de bestaande toezichtwetten kon worden vastgesteld. Maar ook de toezichthouder zat niet stil. Ook de Autoriteit Financiële Markten (AFM) creëert nieuw effectenrecht door het vaststellen van toezichthouderregels, en het publiceren van beleidsregels en interpretaties. De Stichting Toezicht Effectenverkeer, rechtsvoorganger van de AFM, startte haar toezichthoudende activiteiten in februari 1989, met drie medewerkers en vijf in deeltijd werkzame bestuurders.⁴ Eind 2011 beschikte de AFM over 483 'fte'.⁵ 500 indien tijdelijke krachten worden meegeteld.

1 Circulaire 98-001 van de Stichting Toezicht Effectenverkeer van 6 mei 1998 inzake het begrip 'besloten kring' in artikel 3, eerste lid van de Wet toezicht effectenverkeer 1995, *Stcrt.* 1998, 123.

2 De Uitvoeringsregeling ex artikel 7 Wet toezicht beleggingsinstellingen (*Stcrt.* 1990, 198) en de Uitvoeringsregeling ex artikel 14 Wet toezicht beleggingsinstellingen (*Stcrt.* 1999, 94).

3 Circulaire van De Nederlandsche Bank N.V. van 20 mei 1999 inzake het begrip 'besloten kring' in artikel 4 van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (*Stcrt.* 1999, 94).

4 P.A.W. Mulder, 'De reorganisatie van de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE); een voorlopig sluitstuk?', *TvE* 2001, p. 98.

5 Jaarverslag 2011 Stichting Autoriteit Financiële Markten, p. 8.

Een belangrijke en vooral zichtbare mijlpaal in de groeispuurt van het Nederlandse effectenrecht is de ingrijpende wetgevingsoperatie van 2007. Op 1 januari van dat jaar gingen de inmiddels flink uitgedijde sectorale toezichtwetten als de Wet toezicht effectenverkeer, de Wet toezicht beleggingsinstellingen en de Wet toezicht kredietwezen op in een nieuwe en allesomvattende Wet op het financieel toezicht (Wft). De diverse op grond van de sectorale toezichtwetten vastgestelde algemene maatregelen van bestuur en andere uitvoeringsregelen vonden hun thuis in corresponderende besluiten en regelingen onder de Wft.

De rust na inwerkingtreding van de Wft was van korte duur. Tien maanden later moest de voor de effectenmarkten en effectendienstverlening uiterst relevante Markets in Financial Instruments Directive⁶ (doorgaans afgekort tot MiFID) worden geïmplementeerd. De aldus gewijzigde Wft trad op 1 november 2007 in werking. Sindsdien is het niet meer rustig geweest. Vooral onder invloed van Europese richtlijnen als de Transparantierichtlijn, de Richtlijn consumentenkrediet en de Richtlijn betaaldiensten, maar ook op grond van nationaal geïnspireerde wijzigings- en reparatiewetten wijzigt de Wft ten minste ieder jaar, en doorgaans meer dan eens per jaar.

Bij inwerkingtreding van de Wft op 1 januari 2007 telde de Wft ruim 800 artikelen. Dit jaar passeerde het aantal bepalingen de magische 1.000-artikelengrens. De gezamenlijke omvang van de op grond van de Wft vastgestelde lagere regelgeving overschrijdt daarnaast nog eens ruimschoots de omvang van de ‘moederwet’. Er zijn geen aanwijzingen dat de stroom nieuwe regelgeving op het terrein van de financiële markten binnenkort opdroogt. Integendeel. Met name uit ‘Europa’ staat ons nog het nodige te wachten.

2. Financial Services Action Plan

Voor een goed begrip van hetgeen nog komen gaat, is een korte terugblik onontbeerlijk. Het Nederlandse effectenrecht bestaat voor een groot deel uit geïmplementeerde Europese richtlijnen en rechtstreeks werkende verordeningen. Dat zal geen verbazing wekken. Een van de hoofddoelstellingen van de Unie is immers het totstandbrengen van een interne markt.⁷ Aan een interne markt voor financiële diensten wordt al sinds 1973 gewerkt. Het creëren van zo’n interne markt lijkt op het eerste gezicht niet zo’n opgave. Anders dan de

6 Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *Pb EG* 2004, L145/1.

7 Art. 26 VWEU.

export van, zeg, tomaten met alle logistieke complicaties van dien (bederf, transport), kunnen financiële diensten eenvoudig grensoverschrijdend worden verricht. Zeker met behulp van moderne communicatietechnieken als Internet, maar ook met gebruik van simpele middelen als de telefoon en de postbrieven is het betrekkelijk eenvoudig om een financiële dienst vanuit de ene lidstaat aan een klant in een andere lidstaat te verlenen.

Toch constateerde de Europese Raad tijdens de top van Cardiff in 1998 enigszins ontevreden dat de interne markt voor financiële diensten desondanks niet goed van de grond kwam.⁸ De financiële markten bleven ondanks de inspanningen tot dusver ten spijt, een gesegmenteerd karakter vertonen. Ondernemingen en consumenten hadden onvoldoende toegang tot financiële instellingen en markten in andere lidstaten. Een suboptimaal functionerende interne financiële markt werd gezien als een bedreiging van andere markten. Andersom kan een goed werkende interne financiële markt de toegang tot kapitaal voor Europese ondernemingen verbeteren, met een navenante verlagening van de *cost of capital* van die ondernemingen tot gevolg.

In 1999 publiceerde de Europese Commissie een “Financial Services Action Plan”, met daarin een groot aantal initiatieven gericht op het vlottrekken van de interne markt voor financiële diensten.⁹ De initiatieven zien op vele facetten van de interne markt voor financiële diensten, waaronder de integratie van kapitaalmarkten door het opstellen van gemeenschappelijke regels voor die markten, harmonisatie van financiële verslaggevingsregels, harmonisatie van beleggersbeschermingsbepalingen, wederzijdse erkenning van prospectussen vereist voor het aanbieden of doen noteren van effecten, erkenning en bescherming van grensoverschrijdend onderpand, het verwijderen van obstakels voor financiële dienstverlening langs elektronische weg en initiatieven gericht op het verlagen van de kosten van (met name kleine) grensoverschrijdende betalingen. De Commissie doet vervolgens een klemmend beroep op de Europese Raad om prioriteit te geven aan de door de Commissie voorgestelde aanbevelingen:

‘De Raad wordt verzocht het fundamentele belang van deze initiatieven, die op de totstandbrenging van een efficiënte financiële interne markt gericht zijn, te bevestigen en de resterende moeilijkheden zo spoedig mogelijk op te lossen.’¹⁰

8 COM(1999)232, p. 3.

9 Financiële diensten: Tenuitvoerlegging van het kader voor financiële markten: een actieplan, COM(1999)232.

10 COM(1999)232, p. 4.

Het Financial Services Action Plan heeft zijn uitwerking niet gemist. In de daaropvolgende jaren werd in hoog tempo¹¹ gewerkt aan de tenuitvoerlegging van de aanbevelingen. In 2004, vijf jaar na het verschijnen van het Plan, waren 39 van de 42 aanbevelingen uitgevoerd. Een jaar later stond de teller op 41.¹² In die periode zagen ruim 20 richtlijnen het licht op terreinen als verzekeringsbemiddeling,¹³ het aanbieden van rechten van deelneming in beleggingsfondsen (icbe's),¹⁴ informatieverstrekking door beursgenoteerde ondernemingen,¹⁵ voorkoming van marktmisbruik,¹⁶ de inhoud, goedkeuring en erkenning van het prospectus dat vereist is bij de uitgifte of notering van effecten¹⁷ en de reeds genoemde Richtlijn markten in financiële instrumenten (MiFID).

De nadruk bij deze richtlijnen (en enkele bijbehorende verordeningen als de Prospectusverordening en de Verordening marktmisbruik) lag op het wegwerken van obstakels voor een vrij verkeer van financiële diensten en kapitaal. Veel FSAP-richtlijnen (en overigens ook de richtlijnen die dateerden van vóór het Financial Services Action Plan) volgden met het oog daarop een vast stramien. Zij bevatten allereerst een opdracht aan de lidstaten om vergunningen of goedkeuringen verleend aan een financiële instelling in een andere lidstaat door de toezichthouder van die andere lidstaat te erkennen (het zogenaamde Europese paspoort), gekoppeld aan een harmonisatie van de

-
- 11 Ter illustratie: de gemiddelde termijn waarbinnen een richtlijn op een van de terreinen bestreken door het Financial Services Action Plan werd vastgesteld bedroeg 22 maanden, belangrijk korter dan gebruikelijk (European Commission (Internal Market and Services DG – Financial Services Policy and Financial Markets), FSAP Evaluation, p. 6).
 - 12 FSAP Evaluation, p. 3.
 - 13 Richtlijn 2002/92/EG van het Europees Parlement en de Raad van 9 december 2002 betreffende verzekeringsbemiddeling, *Pb EG* 2003, L9/3.
 - 14 Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen, *Pb EG* 2002, L41/20 en Richtlijn 2001/108/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), *Pb EG* 2002, L41/35.
 - 15 Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb EU* 2004, L390/38.
 - 16 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *Pb EU* 2003, L96/16.
 - 17 Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb EU* 2003, L345/64.

vereisten voor vergunningverlening of goedkeuring. Vervolgens werd een groot deel van het toezicht op die instelling toegewezen aan de toezichthouder van de lidstaat van herkomst (ook wel het beginsel van *home country control* genoemd), ook weer op basis van geharmoniseerde doorlopende toezichteisen. Een uitzondering vormt doorgaans het ‘gedragstoezicht’, de voorschriften ten aanzien van de wijze waarop een financiële instelling met haar cliënten dient om te gaan. Dat wordt in de meeste gevallen toegewezen aan de toezichthouder van de lidstaat waar de dienst wordt verleend.

3. ‘Dynamische consolidatie’

Vijf jaar na het verschijnen van het Financial Services Action Plan publiceerde de Europese Commissie een ‘witboek’ met daarin haar beleid ten aanzien van financiële diensten voor de periode van 2005 tot 2010.¹⁸ De Commissie constateerde tevreden dat het plan uit 1999 de integratie van de Europese financiële markten een krachtige impuls heeft gegeven. Ook signaleerde de Commissie verbeterde prestaties van de sector, een hogere liquiditeit, toegenomen concurrentie, degelijke winstgevendheid en grotere financiële stabiliteit.¹⁹

De Commissie stelt vervolgens een periode van ‘dynamische consolidatie’ voor: voorlopig geen majeure regelgevingsoperaties meer, maar wel aandacht voor het consolideren van de gemaakte vorderingen, het afhandelen van nog hangende kwesties, het bevorderen van de samenwerking en convergentie op toezichtgebied en het wegwerken van de nog resterende economische significante belemmeringen.²⁰ De Commissie somt in het witboek tevens expliciet een aantal terreinen op waarvoor geen nieuwe wetgeving is gepland. Zo wordt bijvoorbeeld geen nieuwe wetgeving voorgesteld voor het reguleren van kredietbeoordelaars. De Commissie was van oordeel dat de bestaande wettelijke voorschriften volstaan en dat zelfregulering door marktdeelnemers of initiatieven van de lidstaten geschikter zijn om tot de meest aangewezen reactie op marktontwikkelingen te komen.²¹

4. Crisis

Van de ‘regelgevingvakantie’ die de Europese Commissie voor de periode 2005-2010 had aangekondigd was nog geen drie jaar verstreken toen de wereldwijde financiële crisis uitbrak. Dit zette de benadering die de Europese wetgever tot

18 Commissie van de Europese Gemeenschappen, Witboek – Beleid op het gebied van financiële diensten 2005-2010, COM(2005) 629 definitief.

19 Witboek, p. 5.

20 Witboek, p. 5.

21 Witboek, p. 17.

dusver had gekozen in een geheel ander daglicht. Was de strategie die was ingezet met het Financial Services Action Plan wel de juiste? In februari 2009 bracht een groep van experts onder leiding van de Fransman Jacques de Larosière advies uit over de toekomst van het toezicht op en de regulering van de financiële sector in Europa.²² De toenmalig voorzitter van de Europese Commissie José Manuel Barroso had in oktober 2008 om dit advies verzocht.

De conclusies van de De Larosière-groep mogen gerust vernietigend worden genoemd. De € 1 biljoen aan afschrijvingen die noodzakelijk waren bij banken en verzekeringsmaatschappijen en het wereldwijd verdampen van € 16 biljoen aan beurswaarde (anderhalf keer het gezamenlijk bruto nationaal product van de lidstaten) vonden weliswaar niet rechtstreeks hun oorzaak in de staat van de Europese regelgeving, maar zij legden wel pijnlijk een aantal tekortkomingen van die regulering bloot. Zo was de groep met name kritisch over het ontbreken van eenvormige regelgeving in de Europese Unie. Door de overwegende keuze voor de richtlijn als instrument om harmonisatie tot stand te brengen ontstaan onvermijdelijk verschillen in de wijze waarop die richtlijnen door de individuele lidstaten worden omgezet in nationaal recht. Daar waren overigens niet alleen de individuele lidstaten debet aan, maar ook het zo nu en dan vage taalgebruik – al dan niet als gevolg van soms moeizame onderhandelingen – dat sommige richtlijnbevestigingen kenmerkt. Bovendien worden als gevolg van diezelfde onderhandelingsdynamiek in het Europese wetgevingsproces nog wel eens lidstaatopties toegevoegd, waardoor bewust wordt aanvaard dat uiteindelijk toch niet het gewenste niveau van harmonisatie wordt bereikt. Dat maakt de Europese Unie kwetsbaarder in vergelijking met jurisdicties die niet met dit probleem te kampen hebben.

De De Larosière-groep doet in totaal 31 aanbevelingen, deels op specifieke deelterreinen als ‘Basel 2’, het beloningsbeleid in de financiële sector, *corporate governance*, insolventie van banken en depositogarantiestelsels. Maar de groep doet ook een aantal aanbevelingen die algemener en fundamenteeler van aard zijn. Om fragmentering van de regulering van de financiële sector in de Europese Unie terug te dringen pleit de groep ervoor om op Europees niveau geen regelgeving meer aan te nemen die het risico van inconsistente implementatie en toepassing in zich bergt.²³ In wezen komt dit erop neer dat vaker moet worden gegrepen naar het instrument van de (rechtstreeks werkende) verordening, die geen omzetting in nationaal recht behoeft.

Ook het toezicht op de financiële sector moest op de schop. Toezichthouders waren onvoldoende op hun taak berekend, waren niet open naar elkaar en

22 The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (2009).

23 The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (2009), p. 29.

werkten slecht samen met hun evenknieën in andere lidstaten, beschikten niet allemaal over dezelfde bevoegdheden, en er was geen infrastructuur om gezamenlijk snelle beslissingen te nemen. Deze tekortkomingen wreekten zich vooral in combinatie met de in hoofdstuk 2 beschreven gebruikelijke verdeling van het toezicht op financiële instellingen tussen de toezichthouder van het gastland en de toezichthouder van de lidstaat van herkomst. Het uitgangspunt van *home country control* brengt mee dat de toezichthouder van het gastland slechts beperkte mogelijkheden heeft om op te treden tegen financiële instellingen uit een andere lidstaat die in het gastland diensten aanbieden, en voor een groot deel afhankelijk is van het toezicht uitgeoefend door de toezichthouder van de lidstaat van herkomst.

Bovendien hadden de drie door de Europese Commissie in het leven geroepen Europese toezichthoudercommissies CESR (de *Committee of European Securities Regulators*), CEBS (de *Committee of European Banking Supervisors*) en CEIOPS (de *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) te weinig bevoegdheden om in crisissituaties zelfstandig actie te ondernemen. Zij waren voorts structureel onderbezet en de aan hen opgedragen *peer review* van nationale toezichthouders kwam onvoldoende van de grond. Kortom, de crisisbeheersingscapaciteit van de gezamenlijke toezichthouders in de Europese Unie was niet 'fit for purpose'.²⁴

De crisis, de aanbevelingen van de De Larosière-groep en de stappen die daarop volgden betekenden het einde van de dynamische consolidatie die in 2005 was aangekondigd. Sindsdien voltrekken de diverse wetgevingsinitiatieven zich in Europa weer in duizelingwekkend tempo.

5. Drie nieuwe toezichthouders

De aanbevelingen van de De Larosière-groep vielen in vruchtbare aarde. Naar aanleiding van de geconstateerde tekortkomingen ten aanzien van het toezicht werd werk gemaakt van het creëren van drie nieuwe Europese toezichthouders. Waar het overdragen van bevoegdheden aan een pan-Europese toezichthouder in het verleden nog op weerstand kon rekenen, was van die weerstand onder invloed van de financiële crisis niet veel meer te merken.

Op 1 januari 2011 werd een belangrijke stap gezet in de hervorming van het Europese financiële toezicht met de oprichting van het European System of Financial Supervision (ESFS). Het ESFS bestaat uit drie nieuwe sectorale Europese toezichthouders (European Supervisory Authorities, of 'ESA's') en de European Systemic Risk Board (ESRB). De drie ESA's zijn de European

24 The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (2009), p. 42.

Banking Authority (EBA), de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).²⁵ De toezichthouders zijn opgericht bij een viertal verordeningen.²⁶

De ESRB is verantwoordelijk voor het macroprudentiële (instellingsoverstijgende) toezicht op het financiële stelsel in de Europese Unie, en heeft de taak om systeemrisico's die het financiële stelsel als geheel kunnen raken zo vroeg mogelijk te signaleren. De ESRB dient daartoe onder andere samen te werken met het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Raad voor Financiële Stabiliteit (FSB). Het IMF en de FSB worden geacht vroegtijdig waarschuwingen af te geven voor macroprudentiële risico's op mondiaal niveau. Het instrumentarium van de ESRB is beperkt te noemen, en de ESRB is in die zin ook geen toezichthouder als de drie ESA's. De ESRB kan concrete beleidsaanbevelingen en risicowaarschuwingen uitbrengen die gericht kunnen zijn tot de EU als geheel, tot één of meer lidstaten, tot de ESA's of tot nationale toezichthouders.²⁷ Aanbevelingen kunnen ook aan de Europese Commissie gericht zijn wanneer het EU-regelgeving betreft. Daarnaast heeft de ESRB beperkte bevoegdheden om informatie in te winnen die zij nodig heeft voor de uitoefening van haar taak. De ESRB is daarvoor vooral afhankelijk van de informatie die al beschikbaar is bij het Europees Stelsel van centrale banken, het Europees statistisch systeem of de ESA's.²⁸

25 Zie nader over de nieuwe Europese toezichthouders J.A. Bikker, J. Brinkhoff & A.A.T. Wesseling, 'De nieuwe Europese financiële toezichthouders', *O&F* 2011, p. 31-46; E.J. van Praag, 'Het grensoverschrijdend financieel toezicht loopt tegen grenzen aan', *FR* 2011, p. 259-273; R.J. de Doelder en I.M. Jansen, 'Een nieuw Europees Toezichtraamwerk', *TvCo* 2010, p. 11-18 en A.T. Ottow, 'Europeanisering van het markttoezicht', *SEW* 2011, p. 3-17.

26 Verordening (EU) Nr. 1093/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Bankautoriteit), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/78/EG van de Commissie, *Pb EU* 2010, L331/12; Verordening (EU) nr. 1094/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/79/EG van de Commissie, *Pb EU* 2010, L331/48; Verordening (EU) nr. 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichthoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie, *Pb EU* 2010, L331/84; en Verordening (EU) nr. 1092/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 betreffende macroprudentieel toezicht van de Europese Unie op het financiële stelsel en tot oprichting van een Europees Comité voor systeemrisico's, *Pb EU* 2010, L331/1.

27 Art. 16-18 ESRB Verordening.

28 Art. 15 ESRB Verordening.

Single EU Rulebook

Primaire taak van elk van de ESA's is om het Europese toezicht op financiële instellingen en markten te verbeteren en te harmoniseren. Ze hebben hiertoe regelgevende bevoegdheden gekregen om zo te komen tot een *Single EU Rulebook* op terreinen die voornamelijk van technische aard zijn en geen strategische beslissingen of beleidskeuzen inhouden. Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan de technische en gedetailleerde invulling van principes die geformuleerd zijn in hogere Europese regelgeving zoals de kapitaaltoereikendheidsrichtlijnen voor banken en verzekeraars. Wel moet de ESA de opgestelde norm eerst ter consultatie voorleggen aan marktpartijen, en moet de norm uiteindelijk ter bevestiging aan de Commissie worden voorgelegd. De Commissie kan vervolgens besluiten de norm te bevestigen. Indien de norm eenmaal door de Commissie is bevestigd, is deze direct bindend in en voor iedere lidstaat, zonder dat verdere omzetting in nationaal recht is vereist. Deze regelgevende bevoegdheden zijn overeenkomstig artikel 290 VWEU voor een periode van vier jaar door het Europees Parlement en de Raad aan de Commissie gedelegeerd. Deze periode kan worden verlengd.²⁹

Aanbevelingen aan toezichthouders

De ESA's kunnen aanbevelingen doen aan nationale toezichthouders indien zij de Europese regelgeving niet juist toepassen. Indien hier geen of niet tijdig gehoor aan wordt gegeven, kan de Commissie op basis van de aanbeveling van de ESA een formeel advies uitbrengen aan de nationale toezichthouder. De desbetreffende nationale toezichthouder moet de ESA geïnformeerd houden over de stappen die hij heeft gezet of nog zal nemen om alsnog in de pas te gaan lopen met het Unierecht.³⁰ De verwachting is dat dit formele advies doorgaans afdoende zal zijn om te zorgen dat het Unierecht consistent wordt nageleefd.

Indien de nationale toezichthouder het formele advies onverhoopt toch niet naleeft, bestaat nog een verdergaande bevoegdheid. De ESA's kunnen een tot een individuele financiële instelling of marktdeelnemer gericht besluit nemen op grond waarvan deze marktdeelnemer de nodige maatregelen dient te treffen om te voldoen aan haar verplichtingen volgens het Unierecht.³¹ Voorts is het mogelijk voor de ESA's om in geval van een door de Europese Raad op verzoek van een van de ESA's of de ESRB uitgeroepen noodsituatie – en dus ongeacht of sprake is van een eventuele niet-naleving van het Unierecht door een nationale toezichthouder – direct aanbevelingen te geven aan een financiële instelling.³² Van een noodsituatie is sprake in geval van ongunstige

29 Artt. 10-15 van de ESMA Verordening, de EBA Verordening en de EIOPA Verordening.

30 Art. 17 van de ESMA Verordening, de EBA Verordening en de EIOPA Verordening.

31 Art. 17 leden 6-8 van de ESMA Verordening, de EBA Verordening en de EIOPA Verordening.

32 Art. 18 van de ESMA Verordening, de EBA Verordening en de EIOPA Verordening.

ontwikkelingen die de ordelijke werking en de integriteit van de financiële markten of de stabiliteit van het financiële stelsel in de EU geheel of gedeeltelijk in gevaar kunnen brengen.

Richtsnoeren en aanbevelingen

De ESA's kunnen met het oog op het invoeren van consistente, efficiënte en effectieve toezichtspraktijken binnen het ESFS en het verzekeren van een consistente toepassing van het Unierecht richtsnoeren en aanbevelingen uitvaardigen gericht tot nationale toezichthouders of rechtstreeks tot deelnemers aan de financiële markten. De termen 'richtsnoer' en 'aanbeveling' suggereren een zekere vrijblijvendheid. Deze suggestie wordt versterkt door artikel 288 VWEU, dat met zoveel woorden bepaalt dat aanbevelingen en adviezen niet verbindend zijn. Schijn bedriegt echter. Op grond van het derde lid van artikel 16 van de drie ESA-verordeningen dienen de nationale toezichthouders én financiële instellingen zich tot het uiterste in te spannen om aan door de ESA's gepubliceerde richtsnoeren of aanbevelingen te voldoen. Van vrijblijvendheid op dit terrein is dus allerminst sprake. De ESA's beschikken niet over handhavingsinstrumenten om de naleving van de richtsnoeren of aanbevelingen af te dwingen, maar nationale toezichthouders hebben die bevoegdheden doorgaans wel.

Waarschuwingen

De ESA's kunnen waarschuwingen geven indien een financiële activiteit een ernstige bedreiging vormt voor de financiële stabiliteit. Bepaalde financiële activiteiten kunnen zelfs tijdelijk verboden worden in geval van een door de Raad afgekondigde noodsituatie. Elke drie maanden vindt een evaluatie plaats en indien het verbod na een periode van drie maanden niet wordt verlengd, vervalt het verbod automatisch.³³

Overige taken

Indien nationale toezichthouders van inzicht verschillen over de interpretatie of toepassing van Europese regelgeving kunnen de ESA's bemiddelen en indien nodig een bindende uitspraak doen. Mislukt de bemiddeling, dan kan een ESA een besluit nemen dat de bevoegde autoriteiten verplicht specifieke maatregelen te nemen of van het nemen van maatregelen af te zien.³⁴ Daarnaast vervullen de ESA's een expertadviesrol voor het Europees Parlement, de Europese Raad en de Commissie, en zij werken nauw samen met de ESRB. Zo assisteren de ESA's de ESRB door het verstrekken van informatie en bij het in kaart brengen van systeemrisico's.

33 Art. 9 van de ESMA Verordening, de EBA Verordening en de EIOPA Verordening.

34 Art. 19 van de ESMA Verordening, de EBA Verordening en de EIOPA Verordening.

ESMA

De drie ESA's beschikken kortom over vergelijkbare bevoegdheden, maar zijn elk gericht op een eigen sector. De voor het Europese effectenrecht meest relevante Europese toezichthouder is ESMA. De bevoegdheden van ESMA zijn belangrijk ruimer dan die van haar voorganger CESR.

Aan ambitie ontbreekt het de kersverse toezichthouder evenmin. In het 2012 Work Programme dat ESMA in december 2011 publiceerde is een lange lijst van maar liefst 71 activiteiten en initiatieven opgenomen waar ESMA momenteel haar aandacht op richt. Van de 71 onderdelen op de lijst hebben 20 initiatieven de prioriteit 'hoog' gekregen, en nog eens 30 de prioriteit 'middel tot hoog'. Het budget van ESMA voor 2012 bedraagt € 20,2 miljoen en het aantal medewerkers steeg in 2012 van 75 naar 101.

Dit levert zichtbare *output* op. Bij de totstandkoming van de vele nieuwe voor de effectenmarkten relevante regelgeving die op stapel staat, vervult ESMA een adviserende rol, en is zij betrokken bij het opstellen van de relevante uitvoeringsmaatregelen. Daarnaast werpt ESMA zich op als beschermster van de financiële consument.³⁵ Zo publiceerde ESMA in september 2012 een document om consumenten te waarschuwen tegen de risico's van beleggen via Internet. Met name wordt generiek gewaarschuwd voor het bestaan van beleggingsondernemingen die geen vergunning hebben om hun diensten aan te bieden, of zich zelfs schuldig maken aan oplichting door in het geheel geen beleggingsdienst te leveren.³⁶

Enige tijd daarvoor, in december 2011, waarschuwde ESMA tegen de gevaren van beleggingen in valutaproducten. De waarschuwing bevatte de volgende kernboodschappen: (1) doe uw huiswerk: controleer of de aanbieder over een vergunning beschikt; (2) u kunt meer verliezen dan uw inleg – beleg geen bedragen die u zich niet kunt veroorloven te verliezen, (3) wees u ervan bewust dat sommige producten misleidend zijn en (4) wees u bewust van de risico's.³⁷

Met de inhoud van dergelijke algemeen gestelde en goed bedoelde waarschuwingen zal men het slecht oneens kunnen zijn. Het roept echter wel de vraag op of ESMA in de jonge jaren van haar bestaan haar taak niet te ruim opvat. Op grond van de ESMA-Verordening bestaat een bevoegdheid tot waarschuwen slechts indien een financiële activiteit een *ernstige bedreiging*

35 Zie bijvoorbeeld S. Maijor, 'What problems do consumers face when seeking advice?', ESMA/2012/73.

36 INVESTOR WARNING – ESMA warns retail investors about the pitfalls of online investing, 10 september 2012.

37 INVESTOR WARNING – Trading in foreign exchange (forex), 5 december 2011 (ESMA/2011/412).

vormt voor de doelstellingen vastgelegd in artikel 1 lid 5 van de ESMA Verordening. Die doelstellingen zijn (a) de verbetering van de werking van de interne markt, daaronder begrepen met name een solide, effectief en consistent niveau van regulering en toezicht, (b) het verzekeren van de integriteit, transparantie, efficiëntie en ordelijke werking van de financiële markten, (c) de versterking van de internationale coördinatie van het toezicht, (d) het voorkomen van toezichtsarbitrage en het bevorderen van gelijke concurrentievoorwaarden, (e) het waarborgen van behoorlijke regulering en toezicht met betrekking tot het aangaan van beleggingsrisico's en andere risico's, en (f) een betere consumentenbescherming.

Toegegeven, beleggers, en met name consumenten, kunnen flink het schip ingaan indien zij ingaan op een aanbod van een zich uitsluitend via het Internet presenterende aanbieder van niet bestaande beleggingsproducten of -diensten. Hetzelfde geldt indien zij speculatieve posities innemen op de valutamarkten zonder zich rekenschap te geven van de bijbehorende risico's. Maar dat een waarschuwing van ESMA noodzakelijk is om een ernstige bedreiging van de doelstellingen van de ESMA Verordening tegen te gaan lijkt bij deze onderwerpen allerm minst aan de orde.³⁸

De twee aangehaalde waarschuwingen suggereren dat dat ten aanzien van de waarschuwingsbevoegdheid ex artikel 9 lid 2 van de ESMA Verordening ESMA haar taak zeer ruim, zo niet te ruim opvat. Het is nog te vroeg om vast te stellen of die ruime taakopvatting ook geldt voor de andere bevoegdheden die ESMA heeft, bijvoorbeeld tot het doen van aanbevelingen en het uitvaardigen van richtsnoeren. Wel is duidelijk dat financiële instellingen en andere marktdeelnemers zich goed rekenschap moeten blijven geven van producten die ESMA publiceert. Al was het maar omdat deze marktdeelnemers worden geacht zich tot het uiterste in te spannen om richtsnoeren en aanbevelingen van ESMA na te leven.

6. Enkele recente wetgevingsinitiatieven

Naast deze kleine revoluties op het terrein van het toezicht en wetgevings-systematiek wordt intussen ook in hoog tempo nieuwe regelgeving geproduceerd door de Europese wetgever. Gewezen kan bijvoorbeeld worden op de elders in dit preadvies besproken en voor het Europese effecten- en ondernemingsrecht uiterst relevante AIFM-richtlijn. In dit zeker niet als uitputtend overzicht bedoelde hoofdstuk worden drie huidige wetgevingsinitiatieven besproken die een aardige indruk geven van de uiteenlopende terreinen

³⁸ In gelijke zin E.J. van Praag, 'Grensoverschrijdend financieel toezicht zonder grenzen', *FR* 2012, p. 47-51.

waartoe het Europese effectenrecht zich inmiddels uitstrekt, en de wijze waarop de Europese regelgever dergelijke wetgevingsprocessen aanpakt.

EMIR

‘All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements.’³⁹ Zo luidde een van de talrijke afspraken die de G-20 landen tijdens de bewegende top van Pittsburgh in september 2009 met elkaar maakten om de nadelige gevolgen van de financiële crisis te beteugelen en herhaling van een dergelijke situatie in de toekomst te voorkomen.

De afspraken hebben geleid tot verstrekkende wettelijke maatregelen met belangrijke gevolgen voor de verhandeling en clearing van derivatencontracten. In de Verenigde Staten zijn deze maatregelen neergelegd in een onderdeel van de omvangrijke Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. In Europa heeft ‘Pittsburgh’ geleid tot de inwerkingtreding op 16 augustus 2012 van een verordening betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters⁴⁰ (ook wel aangeduid als EMIR, acroniem van European Market Infrastructure Regulation). Behoudens enkele uitzonderingen introduceert EMIR een verplichte centrale clearing voor de meeste financiële instellingen en een grote groep ondernemingen ten aanzien van zogenaamde over-the-counter (dat wil zeggen: niet beursgenoteerde) derivatencontracten.⁴¹ De verplichting geldt voor die contracten die door de Commissie op voorstel van ESMA als zodanig zijn aangewezen.⁴² De considerans van EMIR motiveert in alinea 4 de introductie van de verplichte clearing als volgt:

‘Over-the-counter derivaten (“otc-derivaten”) zijn onvoldoende transparant aangezien het privaat bedongen contracten zijn en elke informatie erover meestal uitsluitend voor de contractpartijen beschikbaar is. Zij creëren een complex web van onderlinge afhankelijkheid waardoor het moeilijk kan worden om de aard en het niveau van de betrokken risico’s vast te stellen. De financiële crisis heeft aangetoond dat hierdoor de onzekerheid vergroot is in tijden dat de markt onder druk staat en bijgevolg risico’s voor de financiële stabiliteit ontstaan.’

39 G-20 Leaders’ Statement: The Pittsburgh Summit, 24-25 september 2009.

40 Verordening (EU) Nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, *Pb EU* L201/1.

41 Art. 4 EMIR.

42 Art. 4 lid 1 jo. 5 lid 2 EMIR.

De clearing moet plaatsvinden bij een vergunninghoudende in een lidstaat gevestigde centrale tegenpartij, of bij een geregistreerde niet in de EU gevestigde centrale tegenpartij.⁴³ Partijen die een niet door een centrale tegenpartij geclareerd derivatencontract sluiten, moeten er met de nodige zorgvuldigheid op toezien dat operationele en tegenpartijrisico's worden gemeten, bewaakt en gelimiteerd. Financiële tegenpartijen moeten er bovendien op toezien dat hun uitstaande contracten tegen marktwaarde worden gewaardeerd (*marking-to-market*) en moeten beschikken over risicobeheerprocedures die een tijdige, nauwkeurige en passend gescheiden uitwisseling van zekerheden voorschrijven met betrekking tot otc-derivatencontracten. Deze laatste twee verplichtingen gelden ook voor niet-financiële partijen die de clearingdrempel als bedoeld in artikel 10 EMIR overschrijden.⁴⁴ Daarnaast voorziet EMIR in een verplichting om ieder derivatencontract, dan wel de beëindiging daarvan, te rapporteren aan een centraal transactieregister.⁴⁵

EMIR zal een nauwelijks te overschatten effect hebben op de tot zeer recent nog grotendeels ongereguleerde derivatenmarkten. Ook wordt gewaarschuwd voor kostenverhogingen voor marktdeelnemers.⁴⁶

Packaged Retail Investment Products

In april 2009 publiceerde de Europese Commissie een mededeling⁴⁷ over Packaged Retail Investment Products ('PRIPS'): samengestelde of complexe financiële producten met een beleggingscomponent. Voorbeelden van PRIPS zijn onder andere rechten van deelneming in een beleggingsinstelling, beleggingsverzekeringen en zogenaamde *structured products*: deposito's of obligaties met een rente of coupon waarvan de hoogte afhangt van bijvoorbeeld de ontwikkeling van een index. De Commissie stelde vast dat de geëigende weg om een adequate regulering van dit soort producten tot stand te brengen de Europese is. De Commissie achtte regelgeving op twee deelgebieden noodzakelijk: voorschriften en beperkingen met betrekking tot de wijze van

43 Art. 4 lid 3 jo. art. 14 en 25 EMIR.

44 Art. 11 EMIR.

45 Art. 9 EMIR.

46 Zie nader over EMIR C. Schot, 'To hedge or not to hedge: de toekomst van de derivatenmarkt', *O&F* 2012, p. 39-52; P.G.M. ten Broeke, 'Dodd-Frank en EMIR: een 'update' van de regelgeving met betrekking tot clearing van OTC-derivaten in de Verenigde Staten en Europa', *FR* 2011, p. 296-303; B.J.A. Zebregs, 'Verplichte clearing van OTC-derivaten in Europa', *FR* 2011, p. 5-17; F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman 'Europees voorstel voor de regulering van de OTC-derivatenmarkten', *Ondernemingsrecht* 2011, 20; en F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman, *Regulering van de otc-derivatenmarkten in de EU en de VS*, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2011, Deventer: Kluwer 2011.

47 Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement en de Raad, Pakketproducten voor retailbeleggingen, COM(2009) 204 definitief.

verkoop van PRIIPS, en voorschriften ten aanzien van de informatieverstrekking.

Overeenkomstig de nieuw ingezette lijn om nieuwe regelgeving waar mogelijk langs de weg van rechtstreeks werkende verordeningen te introduceren, verscheen in juli 2012 een voorstel voor een verordening ten aanzien van de inhoud van essentiële beleggersinformatie (*key investor document*) die als het aan de Commissie ligt verplicht bij de verkoop van PRIIPS ter beschikking moet worden gesteld.⁴⁸ In een later stadium zal de Commissie een voorstel publiceren voor aanpassing van de Richtlijn verzekeringsbemiddeling. Die aanpassingen zullen voornamelijk zien op de wijze waarop en situaties waarin PRIIPS aangeboden mogen worden.⁴⁹

Kredietbeoordelaars

In hoofdstuk 3 werd al opgemerkt dat de Europese Commissie in 2005 het niet nodig vond om kredietbeoordelaars op Europees niveau te reguleren. Die opstelling is als een rechtstreeks gevolg van de financiële crisis radicaal gewijzigd. Ook hier heeft de Europese wetgever gegrepen naar het instrument van de rechtstreeks werkende verordening. Inmiddels tot drie maal toe. Op 7 december 2009 trad Verordening 1060/2009 inzake ratingbureau's in werking.⁵⁰ Deze verordening is inmiddels alweer gewijzigd,⁵¹ en een nieuw voorstel tot wijziging van de gewijzigde verordening is in de maak.⁵² De verordeningen voorzien in een registratieplicht voor kredietbeoordelaars, een groeiend aantal doorlopende verplichtingen waar een kredietbeoordelaar zich aan dient te houden – bijvoorbeeld ten aanzien van het omgaan met belangen tegenstellingen als gevolg van het feit dat de kredietbeoordelaar door de uitgevende instelling die hij moet beoordelen wordt betaald (het zogenaamde 'issuer pays-model'). Daarnaast bestrijken de verordeningen een reeks aan specifieke onderwerpen als de verplichte interne roulatie van analisten binnen

48 Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad over essentiële-informatiedocumenten voor beleggingsproducten, COM(2012) 352 final.

49 Zie p. 3 van het Voorstel.

50 Verordening (EG) nr. 1060/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 inzake ratingbureaus, *Pb EU* 2009, L302/1.

51 Verordening (EU) nr. 513/2011 van het Europees Parlement en de Raad van 11 mei 2011 tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus, *Pb EU* 2011, L145/30.

52 Voorstel van de Commissie van 15 november 2011 voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EG) nr. 1060/2009 inzake ratingbureaus, COM(2011)747 definitief.

een kredietbeoordelaar, de ratingmethodologie, toezichts- en informatiebevoegdheden van ESMA en voorschriften die het blindelings vertrouwen op ratings door beleggers moet tegengaan.⁵³

In de nu voorliggende wijzigingsverordening wordt tevens een externe roulatieregel voorgesteld: uitgevende instellingen die gebruik maken van een kredietbeoordelaar moeten na drie jaar uitzien naar een andere kredietbeoordelaar.⁵⁴ Tegen deze regel bestaat echter nog het nodige verzet.

7. Tot slot

De financiële crisis markeerde het einde van een lange Europese wetgevings-traditie waarin het bevorderen van grensoverschrijdende financiële dienstverlening, het totstandbrengen van een interne markt voor financiële diensten en het creëren van een Europese kapitaalmarkt centraal stond. De huidige benadering van de Europese regelgever is een volstrekt andere. De focus is verlegd naar het creëren van stabiliteit en het tijdig opsporen en zoveel mogelijk vermijden van systeemrisico's.

Nog nooit was de bereidheid om bevoegdheden ten aanzien van toezicht of regelgeving over te dragen aan 'Brussel' zo groot. Ook neemt het aantal rechtstreeks werkende voorschriften afkomstig van de Europese autoriteiten – zowel in absolute als in relatieve zin – steeds verder toe. Daarbij past wel alertheid. Niet alleen om geen regel te missen, maar ook ten aanzien van de vraag of de Europese toezichthoudende en regelgevende autoriteiten zich beperken tot de aan hen opgedragen taak.

53 Zie nader over de regulering van kredietbeoordelaars en de recent voorgestelde wijzigingen o. a. J.C. Jaakke, 'De regulering van en het toezicht op ratingbureaus in de Europese Unie', *O&F* 2012, p. 43-55 en J.J. Atema, 'Het nieuwe voorstel tot wijziging van de Verordening inzake ratingbureaus. Haastige spoed zelden goed?' *FR* 2012, p. 96-103.

54 Art. 6ter van het wijzigingsvoorstel.

**DE EFFECTEN VAN DE AIFM RICHTLIJN VANUIT EEN
INVESTMENT MANAGEMENT OPTIEK**

Mr. N.B. Spoor¹

1 Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V.

Inleiding

“Investment Management” is een generieke term voor het beheren van vermogen. Het omvat zowel individueel vermogensbeheer als collectief vermogensbeheer. Individueel vermogensbeheer betreft de één-op-één relatie tussen een vermogensbeheerder en de cliënt wiens vermogen wordt beheerd. Collectief vermogensbeheer ziet op de relatie tussen een beleggingsfonds en de fondsbeheerder enerzijds en de beleggers (participanten) in het fonds anderzijds. Het is het collectief vermogensbeheer dat geraakt wordt door de *Richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen*.² De Engelse naam van de richtlijn is *Directive on Alternative Investment Fund Managers*, vandaar dat de gebruikelijke afkorting (die ik hierna ook zal hanteren) “**AIFM Richtlijn**” is. Ook bij het individueel beheer, dat met name gereguleerd wordt door MiFID³ (zoals geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht; “**Wft**”) zijn er ontwikkelingen, bijvoorbeeld het voorstel voor MiFID-II,⁴ maar die laat ik in deze bijdrage buiten beschouwing.

Hierna zal ik in het kader van de AIFM Richtlijn, en in het kader van collectief beheer in het algemeen, spreken van beleggingsfondsen. Helemaal juist is dat niet. De Wft maakt een onderscheid tussen “beleggingsfondsen” en “beleggingsmaatschappij”. De verzamelnaam voor deze twee is “beleggingsinstelling”.⁵ Een beleggingsfonds⁶ heeft geen rechtspersoonlijkheid (denk aan fondsen in de vorm van een commanditaire vennootschap, maatschap, of

2 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en De Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (Pb EU L174/1).

3 Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad.

4 Het gezamenlijke voorstel van het Europese Parlement en de Europese Raad voor MiFID-II dateert van 31 augustus 2012. De stemming in het Europese Parlement zal waarschijnlijk plaatsvinden op 23 oktober 2012. Zie: Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (Recast) – Presidency compromise. Interinstitutional File 2011/0298 (COD). <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/11/st15/st15939.en11.pdf>

5 De Wft definieert een beleggingsinstelling als een beleggingsfonds of een beleggingsmaatschappij (art. 1:1 Wft).

6 De Wft definieert een beleggingsfonds als “een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen” (art. 1:1 Wft).

een fonds voor gemene rekening). Een beleggingsmaatschappij⁷ heeft dat wel (fondsen in de vorm van een besloten vennootschap of een naamloze vennootschap). Omdat een beleggingsfonds geen rechtspersoonlijkheid heeft, moet hij beheerd worden door een (externe) fondsbeheerder. Bij een beleggingsmaatschappij hoeft dat niet; een rechtspersoon kan immers zichzelf beheren en het bestuur van de rechtspersoon is dan de “beheerder”. In het Engels wordt een beleggingsmaatschappij dan ook wel aangeduid als “*self-managed*”.

In de context van collectief beheer is de term beleggingsfonds de meest gangbare, dus die zal ik hier ook hanteren. Beleggingsinstelling en beleggingsmaatschappij laat ik achterwege. Verwarrend in dit verband is nog de term “beleggingsonderneming”⁸ (in de Engelse versie van MiFID: *investment firm*), die in de Wft onder meer gebruikt wordt voor de vermogensbeheerder die individueel vermogensbeheer verricht. Een beleggingsonderneming en een beleggingsfonds (of beleggingsinstelling) zijn elkaars tegenpolen: individueel vs. collectief beheer.

Alternatieve beleggingsfondsen en icbe’s

De AIFM richtlijn reguleert beheerders van “alternatieve beleggingsfondsen” (*alternative investment funds*; “AIF”).⁹ Die term wordt ruim gedefinieerd en omvat meer dan de gangbare alternatieve beleggingsfondsen zoals private equity fondsen en hedge funds. Alternatieve beleggingsfondsen in de zin van de AIFM Richtlijn zijn alle beleggingsfondsen die geen “icbe” zijn. Een “icbe” is een Europees gereguleerde “instelling voor collectieve belegging in effecten”. In het

-
- 7 De Wft definieert een beleggingsmaatschappij als “een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen” (art. 1:1 Wft).
- 8 De Wft definieert een beleggingsonderneming als degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht (art. 1:1 Wft). Het verlenen van een beleggingsdienst is gedefinieerd als, onder meer, het (a) in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten; (b) in de uitoefening van beroep of bedrijf voor rekening van die cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten; en (c) beheren van een individueel vermogen. Het verrichten van een beleggingsactiviteit is gedefinieerd als (a) in de uitoefening van beroep of bedrijf handelen voor eigen rekening en (b) in de uitoefening van een beroep of bedrijf exploiteren van een multilaterale handelsfaciliteit (art. 1:1 Wft).
- 9 Een alternatieve beleggingsinstelling (“abi”) wordt in de AIFM Richtlijn gedefinieerd als een “instelling voor collectieve belegging, met inbegrip van beleggingscompartimenten daarvan, die (i) bij een reeks beleggers kapitaal ophalen om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen; en (ii) niet vergunningplichtig zijn uit hoofde van art. 5 van Richtlijn 2009/65/EG” (art. 4 lid 1 aanhef en onder a AIFM Richtlijn). Een “abi-beheerder” wordt gedefinieerd als een rechtspersoon waarvan de normale werkzaamheden bestaan in het beheren van een of meer abi’s (art. 4 lid 1 aanhef en onder b AIFM Richtlijn).

Engels worden deze instellingen aangeduid als *undertaking for collective investment in transferable securities*, meestal afgekort als “UCITS”. Op icbe’s is de Europese icbe-richtlijn van toepassing,¹⁰ zoals in Nederland geïmplementeerd in de Wft. Als een icbe over een vergunning beschikt in één lidstaat, heeft de icbe een Europees paspoort en kan de icbe aan beleggers in de EER worden aangeboden zonder dat in elke lidstaat afzonderlijk een vergunning is vereist. Voor icbe’s gelden vergaande beperkingen ten aanzien van de beleggingen die zij kunnen doen. De reden daarvan is gelegen in het feit dat icbe’s ook aan particuliere beleggers mogen worden aangeboden en dus “veilig” moeten zijn. De icbe-richtlijn doet daarmee iets wat geen enkele vermogensbeheerder zou doen: generiek bepalen wat voor (particuliere) beleggers ongeschikte beleggingen zijn. Maar, dat moet ook gezegd worden, het icbe regime is een succes. Icbe is een internationaal keurmerk geworden. In sommige jurisdicties buiten de EER (bijvoorbeeld Hong Kong) kunnen icbe’s ook zonder locale vergunning worden aangeboden, waarmee het paspoort verder reikt dan Europa. Men hoopt op een zelfde succes met de AIFM Richtlijn – AIFM als keurmerk dat vertrouwen van beleggers binnen en buiten Europa krijgt.

De AIFM Richtlijn introduceert een vergunningplicht voor beheerders van AIF (*alternative investment fund managers*; “AIFM”).¹¹ Met een vergunning mag een AIFM een of meer AIF beheren, en deze met een Europees paspoort aan professionele beleggers in de EER aanbieden.¹² De vergunning moet uiterlijk op 22 juli 2014 aangevraagd zijn bij de toezichthouder.¹³ De richtlijn kent ook overgangsregelingen. AIFM die voor 22 juli 2013 *closed-end*¹⁴ AIF

10 De officiële naam van deze richtlijn is: Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en De Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe’s).

11 De vergunningverlening aan AIFM is geregeld in hoofdstuk II van de AIFM Richtlijn (zie art. 6 t/m 11 van de AIFM Richtlijn). Om voor een vergunning in aanmerking te komen dient de AIFM o.m. over voldoende aanvangskapitaal en eigen vermogen te beschikken en dienen de personen die de AIFM feitelijk leiden voldoende betrouwbaar en geschikt te zijn voor het uitoefenen van hun functie (Vgl. art. 8 AIFM Richtlijn).

12 Als een AIFM een vergunning heeft, is die geldig voor alle lidstaten (art. 8 lid 1 AIFM Richtlijn). Als een AIFM deelnemingsrechten in een AIF wil aanbieden in een andere lidstaat, kan hij dat doen door dit te melden aan zijn eigen toezichthouder. Die stelt vervolgens de toezichthouder van de lidstaat op de hoogte, waar de AIFM deelnemingsrechten wil aanbieden (art. 32 AIFM Richtlijn). Dit wordt ook wel aangeduid als een *regulator to regulator* proces.

13 Nederlandse fondsbeheerders die reeds een vergunning hebben onder het huidige nationale (non-icbe) regime, krijgen van rechtswege een AIFM vergunning. Zij moeten dan uiterlijk op 22 juli 2014 voldoen aan de voorwaarden van de AIFM Richtlijn (zoals geïmplementeerd in de Wft).

14 Een *open-end* AIF is een fonds waarin de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers door het fonds worden ingekocht. Een *closed-end* AIF is een fonds dat wel op verzoek van participanten deelnemingsrechten inkoopt (hetgeen volgens de fondsvoorwaarden wel aan bepaalde beperkingen kan zijn onderworpen).

beheren die na 22 juli 2013 geen bijkomende beleggingen doen, vallen buiten de vergunningplicht.¹⁵ Hetzelfde geldt voor AIFM die *closed-end* AIF beheren waarvan de inschrijvingsperiode voor beleggers is gesloten voor 22 juli 2011 en die uiterlijk op 22 juli 2016 zijn afgewikkeld.¹⁶

De termen AIFM (beheerder/beheerders) en AIF (beleggingsfonds/beleggingsfondsen) worden hierna zowel in het enkelvoud als het meervoud gebruikt.

Achtergrond

De directe aanleiding voor de AIFM richtlijn is de financiële crisis geweest. Ter voorkoming van de verwezenlijking van systeemrisico's op de financiële markten, heeft de Europese Commissie een programma¹⁷ opgesteld waarvan het voorstel voor de AIFM Richtlijn deel uitmaakt. Dit programma volgt onder andere uit afspraken die zijn gemaakt in de G-20 en uit aanbevelingen uit het rapport van De Larosière.¹⁸ Het programma beoogt – kort gezegd – meer transparantie en beleggersbescherming op de financiële markten te bewerkstelligen door regulering en toezicht, ook van sectoren die tot voor kort niet gereguleerd werden.

AIFM beheren een groot deel van de belegde activa in de EER en zijn verantwoordelijk voor een aanzienlijk deel van de handel op de markten voor financiële instrumenten. De algemene gedachte van de Europese Commissie bij het opstellen van het oorspronkelijke voorstel van de AIFM Richtlijn was dat, hoewel AIFM in het algemeen een positieve werking kunnen hebben op de markten waarop zij werkzaam zijn, zij ook bepaalde risico's door het financiële stelsel kunnen verspreiden of versterken.¹⁹ Het beheersen van deze risico's is volgens de Commissie moeilijk zonder maatregelen op EU-niveau, op welk niveau nog geen geharmoniseerde regelgeving bestond voor beleggingsinstellingen, met uitzondering van de bovengenoemde icbe's of *UCITS*.

Een andere, niet expliciet benoemde, reden voor de regulering van alternatieve beleggingsfondsen is de weerstand die private equity en hedge funds in de afgelopen jaren (ook voor de crisis) hebben opgeroepen. Intransparantie, aandeelhoudersactivisme, en het uit zijn op eigen gewin ten koste van

15 Dit is bepaald in art. 61 van de AIFM Richtlijn. Vgl. art. VII lid 1 Wetsvoorstel.

16 Dit is bepaald in art. VII lid 2 Wetsvoorstel.

17 Declaration on strengthening the Financial system-London, 2 april 2009, http://g20.org/documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf.

18 The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

19 Zie overweging 2 van de considerans van de AIFM Richtlijn.

ondernemingen en werknemers (“sprinkhanengedrag”), zijn verwijten die hen wel worden gemaakt en dat heeft alternatieve beleggingsfondsen niet populair gemaakt bij het publiek. Het lag dan ook voor de hand dat de politiek met een antwoord zou komen. In sommige landen leefde dit sterker dan in andere. De verschillen werden goed zichtbaar in de aanloop naar de AIFM Richtlijn. Na het verschijnen van het eerste concept vonden bijvoorbeeld Duitsland en Frankrijk de voorgestelde regulering nog lang niet ver genoeg gaan, terwijl bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk van mening was dat het voorstel veel te ver voerde. Nederland zat daar enigszins neutraal in, al kunnen in ons land private equity fondsen en hedge funds ook niet altijd op sympathie rekenen.²⁰

Het toezichtrechtelijke landschap

Het toezichtrechtelijke landschap voor beleggingsfondsen ziet er na de implementatie van de AIFM Richtlijn als volgt uit. Er zijn twee Europese regimes: het icbe regime en het AIFM regime. Het icbe regime geldt voor beleggingsfondsen die aan particuliere (“non-professionele”) beleggers worden aangeboden. Het AIFM regime geldt voor beleggingsfondsen die aan professionele beleggers worden aangeboden.²¹ Op deze wijze lijkt de gehele beleggers-markt wat het toezichtrechtelijke kader betreft goed afgebakend te zijn: enerzijds de “retail” markt en anderzijds de professionele markt. In de praktijk lopen zij natuurlijk in elkaar over. Professionele beleggers beleggen ook in icbe’s (denk bijvoorbeeld aan indextrackers, die veelal icbe zijn; deze worden op grote schaal door professionele beleggers zoals pensioenfondsen gekocht). Omgekeerd willen particuliere beleggers ook in private equity fondsen, hedge funds, vastgoedfondsen en andere alternatieve beleggingsfondsen beleggen. De AIFM Richtlijn reguleert zelf niet het aanbieden van alternatieve beleggingsfondsen aan particuliere beleggers, maar bepaalt dat de lidstaten kunnen bepalen of zij dit toelaten. Zo ja, dan kunnen lidstaten daaraan aanvullende eisen stellen, mits die niet discrimineren tussen

20 Een zaak die in dit verband veel media aandacht heeft gekregen is het conflict tussen het bestuur van Stork en de hedge funds Centaurus en Paulus. Dit heeft uiteindelijk geleid tot een verbod van de Ondernemingskamer tot het stemmen over voorstellen tot opzegging van vertrouwen in de Raad van Commissarissen. OK 17 januari 2007, *JOR* 2007, 42. Vgl. OK 27 mei 20110, *JOR* 2010, 189, waarin de OK vaststelde dat sprake was van wanbeleid bij PCM Holding B.V. en PCM Uitgevers B.V. in de periode rondom de participatie door het Engelse private equity fonds APAX.

21 De Wft spreekt over “gekwalificeerde beleggers”. Sinds 1 juli 2012 komt het begrip gekwalificeerde belegger echter overeen met het begrip professionele belegger in MiFID, inclusief personen die als professionele belegger wensen te worden aangemerkt en exclusief personen die niet als professionele beleggers wensen te worden aangemerkt. De Wft definieert professionele beleggers onder meer als de volgende personen: bank, beheerder van een beleggingsinstelling, beheerder van een pensioenfonds of van een daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap, beleggingsinstelling, beleggingsonderneming (art. 1:1 Wft).

beleggingsfondsen uit eigen land en beleggingsfondsen uit andere lidstaten. Nederland maakt in het wetsvoorstel tot implementatie van de AIFM Richtlijn (het “**Wetsvoorstel**”)²² van die mogelijkheid gebruik. Het zal van land tot land verschillen welke aanvullende eisen gesteld worden. Er is hier geen sprake van een Europees geharmoniseerd regime.

De vraag komt op welk regime het meest geschikt is voor een beleggingsfonds. Het antwoord daarop hangt van verschillende factoren af. Bijvoorbeeld, wordt het fonds grensoverschrijdend aan particuliere beleggers aangeboden? Dan ligt het icbe regime voor de hand vanwege het Europese paspoort. Kan dat fonds niet voldoen aan de beleggingsbeperkingen van het icbe regime, of is het fonds niet *open-end* (zoals vereist voor een icbe)?²³ Dan blijft het AIFM regime over, waarbij voor de aanbieding aan particuliere beleggers van land tot land gekeken moet worden wat de (nationale) aanvullende vereisten zijn.

Op dit moment zijn alternatieve beleggingsfondsen of hun beheerders in Nederland niet als zodanig gereguleerd. In de Wft is een vergunningplicht opgenomen voor het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsfondsen.²⁴ Hoewel er vanzelfsprekend ook deelnemingsrechten worden aangeboden in private equity fondsen, hedge funds en andere alternatieve beleggingsfondsen, is er voor die aanbiedingen meestal een uitzondering op of een vrijstelling van de vergunningplicht beschikbaar. Dat is het geval indien de deelnemingsrechten worden aangeboden aan (i) uitsluitend gekwalificeerde beleggers,²⁵ (ii) aan minder dan 150 personen (niet zijnde gekwalificeerde beleggers)²⁶ of (iii) de deelnemingsrechten een nominale waarde hebben van tenminste EUR 100.000 (danwel deelnemingsrechten slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van tenminste EUR 100.000 per deelnemer).²⁷ Dit wordt ook wel aangeduid als het “*private placement*” regime. Het zorgt ervoor dat vergunningplicht en doorlopend toezicht in de praktijk

22 Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek, de Wet op de economische delicten en enige fiscale wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (PbEU 2011, L 174), TK 2011-2012, nr. 33 235, nr. 2.

23 Onderdeel van de definitie van een icbe is dat het betreffende fonds *open-end* is (art. 1 lid 2 aanhef en onder a Richtlijn 2009/65/EG).

24 Volgens art. 2:65 Wft is het verboden in Nederland deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling aan te bieden als (de beheerder van) de beleggingsinstelling niet over een vergunning beschikt.

25 Zie art. 1:12 Wft en art. 4, 15 en 34 van de Vrijstellingsregeling Wft (“**Vr Wft**”).

26 Ibid. 21.

27 Zie art. 4 lid 1 aanhef en onder a en b, 15 en 34 van de Vr Wft.

meestal aan alternatieve beleggingsfondsen voorbij gaat. Dat is anders voor alternatieve beleggingsfondsen waarvan de deelnemingsrechten op grotere schaal aan particuliere beleggers worden aangeboden, maar dat komt slechts in beperkte mate voor. In het algemeen levert de afwezigheid van vergunningplicht en toezicht geen problemen op bij deze fondsen. De professionele beleggers zijn voldoende deskundig om de risico's te bepalen en toezicht te houden op de fondsen, bijvoorbeeld door de uitgebreide rapportages die zij verlangen, door een zetel te hebben in een "gremium" van het fonds waarin de grotere beleggers vertegenwoordigd worden (vaak aangeduid als Advisory Board of Advisory Committee), en door regelmatig contact te onderhouden met de fondsbeheerder. Iedere beheerder die op langere termijn wil meedoen in deze markt zorgt ervoor dat hij zijn beleggers goed behandelt, want reputatie en track-record zijn *key* om succesvol te zijn in de *fundraising* voor de fondsen. In Nederland is alleen in een aantal vastgoedfondsen het vertrouwen van beleggers geschaad. Dat geldt in veel mindere mate (of niet) voor het vertrouwen van beleggers in private equity fondsen en hedge funds. De vraag rijst dan ook of de zware regulering van de AIFM Richtlijn terecht is. Bovendien is het de vraag of de regulering ervoor zal zorgen dat misstanden uit het verleden (zoals als gezegd bij sommige vastgoedfondsen, of bijvoorbeeld situaties vergelijkbaar met het piramidespel van *Madoff* en de ondergang van het hedge fund *Long-Term Capital Management* in de VS) in de toekomst dankzij regulering en toezicht achterwege zullen blijven.

Stand van de richtlijn en de implementatie

De AIFM Richtlijn is op 22 juli 2011 in werking getreden. Hij moet uiterlijk op 22 juli 2013 in de Nederlandse wetgeving zijn geïmplementeerd. Op 23 april 2012 is een wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM Richtlijn gepubliceerd.²⁸ Dit wetsvoorstel volgt de richtlijn grotendeels.²⁹ Naast de AIFM Richtlijn zal er later dit jaar ook een Level 2 Verordening komen, waarin een aantal onderwerpen uit de richtlijn nader wordt uitgewerkt. Omdat dit een Verordening is zal deze rechtstreekse werking hebben. Daarnaast zal ESMA³⁰ op een aantal punten met een nadere interpretatie van kernbegrippen uit de AIFM Richtlijn komen, in de vorm van *regulatory technical*

28 Ibid.

29 Zie voor een overzicht van de verschillen die voortvloeien uit het gebruik maken van lidstaatopties in de richtlijn, paragraaf [1.6] van de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel.

30 ESMA staat voor European Securities and Markets Authority. Op 23 februari 2012 heeft ESMA een discussion paper gepubliceerd dat van belang zal zijn voor de vaststelling van de regulatory technical standards. Zie: Discussion paper. Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM. ESMA/2012/117: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-117.pdf>.

standards.³¹ Tot slot zal er lagere regelgeving komen (met name in het BGfo³²) ter aanvulling op de implementatiewet.³³

Reikwijdte en beleggen vs. ondernemen

Als gezegd ziet de AIFM Richtlijn op AIFM – dus de beheerders van AIF. Dat sluit aan bij het huidige Nederlandse systeem van regulering van (gewone) beleggingsfondsen, waar de vergunningplicht ook op de beheerder ziet. De richtlijn is onder meer niet van toepassing³⁴ op (i) pensioenfondsen (voor zover zij geen AIF beheren), (ii) supranationale instellingen zoals de Europese Centrale Bank, de Wereldbank, het IMF etc. indien zij AIF beheren en deze in het algemeen belang handelen, (iii) nationale, regionale en lokale overheden en organen of andere instellingen die fondsen ter ondersteuning van sociale zekerheids- en pensioenstelsels beheren, (iv) werknemerswinstdelings- en werknemersspaarplannen, (v) securisatievehikels, (vi) bepaalde family offices, voor zover zij alleen gelden van een familie beheren,³⁵ (vii) joint ventures³⁶ en (viii) holdings.

Verder zijn onder bepaalde voorwaarden (waaronder registratie bij de toezichthouder en bepaalde informatieverplichtingen) ‘kleine’ AIFM vrijgesteld van de AIFM Richtlijn. Dit zijn AIFM die in de door hen beheerde AIF minder dan € 100 miljoen vermogen beheren, of AIFM die in de door hen beheerde AIF minder dan € 500 miljoen beheren en daarbij geen gebruik maken van *leverage* (hefboomfinanciering) en in die AIF gedurende vijf jaar geen *redemption rights* (rechten op terugbetaling) door beleggers kunnen worden uitgeoefend. Onder hefboomfinanciering wordt in de AIFM Richtlijn verstaan: een methode waarmee de AIFM een positie van een door hem beheerde AIF met geleend contant geld of geleende effecten, met een hefboom in de vorm van derivatenposities of anderszins vergroot.³⁷ Deze vrijgestelde AIFM hebben geen verplichtingen uit hoofde van de AIFM Richtlijn (behalve de genoemde registratie en informatieverplichtingen), maar genieten uit hoofde daarvan ook geen enkel recht, waaronder het Europees paspoort, tenzij de AIFM er met een opt-in procedure voor kiest om toch onder de werking van de AIFM Richtlijn te vallen. Een AIFM kan dat doen om dan van

31 Ibid.

32 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

33 Op 24 juli 2012 heeft het Ministerie van Financiën een consultatie gepubliceerd over aanvullende regels over het aanbieden van AIFs aan niet-professionele beleggers.

34 Art. 2 lid 3 AIFM Richtlijn.

35 Opmerking 7 van de considerans van de AIFM Richtlijn.

36 Overweging 8 van de AIFM Richtlijn.

37 Art. 4 lid 1 aanhef en onder v AIFM Richtlijn. De definitie van hefboomfinanciering in het wetsvoorstel verwijst naar de definitie in de AIFM Richtlijn.

het Europese paspoort gebruik te kunnen maken. Een andere reden kan zijn dat bepaalde beleggers (met name institutionele beleggers zoals pensioenfondsen) niet meer beleggen in fondsen van beheerders die geen vergunning hebben. Vooral nog vallen ook beheerders van durfkapitaalfondsen (*venture capital funds*) onder de werking van de AIFM Richtlijn. Thans is een aparte verordening in voorbereiding voor deze categorie, waarin zij aan specifieke regels zullen worden onderworpen.³⁸

“Holdings” zijn uitgezonderd om te voorkomen dat zij onbedoeld over een kam worden geschoren met private equity fondsen. Het verschil laat zich immers niet eenvoudig definiëren. Wat is het verschil met bijvoorbeeld de Philips holding die (met behulp van zijn beursnotering) gelden ophaalt bij beleggers en investeert in dochterondernemingen. Een private equity fonds doet dat ook, het haalt gelden op bij beleggers en investeert dat in zijn *portfolio companies*.

Een “holding” is als volgt gedefinieerd in de AIFM Richtlijn:³⁹

“Een onderneming met een aandeel in een of meer andere ondernemingen die als zakelijk doel heeft via haar dochterondernemingen, verbonden ondernemingen of deelnemingen een bedrijfsstrategie- of strategieën uit te voeren teneinde aan hun lange termijnwaarde bij te dragen, en die een onderneming is die ofwel:

- (i) optreedt voor eigen rekening en waarvan de aandelen tot de handel zijn toegelaten op een gereguleerde markt in de Unie; of
- (ii) niet is opgericht met als hoofddoel voor haar beleggers rendement te genereren door haar dochterondernemingen of verbonden ondernemingen af te stoten, zoals blijkt uit het jaarverslag of andere officiële stukken van de onderneming.”

Kernwoorden zijn bedrijfsstrategie, lange termijn waarde, optreden voor eigen rekening, en niet als hoofddoel hebben rendement te genereren door ondernemingen af te stoten. Vooral dat laatste is iets wat private equity fondsen in de regel wel doen. Zij zijn meestal opgericht voor bepaalde tijd, en zijn er op gericht om de ondernemingen die zij kopen ook weer te verkopen (met inbegrip van naar de beurs te brengen). Hun horizon is korter dan die van gewone ondernemingen.

Ook onder de huidige regulering van beleggingsfondsen speelt de vraag wat het onderscheid is tussen beleggen en (gewoon) ondernemen. De AFM heeft

38 Het EP heeft op 13 september 2012 in eerste lezing een concept-Verordening inzake *venture capital funds* aangenomen (Zie Procedure 2011/0417 (COD)).

39 Art. 4 lid 1 aanhef en onder o AIFM Richtlijn.

hierover een beleidsregel gepubliceerd⁴⁰ Volgens de beleidsregel is een belangrijk kenmerk van ondernemen dat er in de entiteit arbeid wordt verricht die de waardeontwikkeling van haar afzonderlijke activa beïnvloedt. Bij beleggen streeft de entiteit naar waardevermeerdering van de activa door het enkele tijdsverloop (speculatie) of door het genereren van een cashflow uit de activa. Bij actief waarde toevoegen kan ook gedacht worden aan private equity fondsen die actief bij hun ondernemingen betrokken zijn, of aan vastgoedfondsen die aan vastgoed-ontwikkeling doen – ook daar is sprake van actief waarde toevoegen. Maar zelfs bij een hedge fund die met een geavanceerde (zelf ontwikkelde) strategie zeer actief transacties doet op de beurs kan de vraag gesteld worden of daar nog sprake is van beleggen (in de passieve zin). Echter, op dit moment is de discussie beleggen vs. ondernemen in de praktijk voor de alternatieve beleggingsfondsen van zeer beperkt belang, omdat private equity fondsen, (institutionele) vastgoedfondsen en hedge funds bijna altijd gebruik maken van het eerder genoemde private placement regime. Ook al zouden zij volgens de definitie van de Wft kwalificeren als beleggingsfondsen, dan doet dat er weinig toe want door gebruik te maken van een uitzondering of vrijstelling geldt de vergunningplicht en het doorlopend toezicht niet voor hen.

De discussie komt nu wel weer terug in het kader van de AIFM Richtlijn, ook los van de holding vrijstelling. Immers, wie een “gewone” onderneming is, is geen AIF en heeft dus op zichzelf ook geen holding uitzondering nodig. De vraag doet zich bijvoorbeeld voor bij Nederlandse beursgenoteerde vastgoedinstellingen. Onder de huidige beleggingsfondsen regulering in de Wft worden zij in Nederland aangemerkt als beleggingsfonds. Omdat zij (mede door hun beursnotering) hun aandelen (“deelnemingsrechten”) aanbieden aan het publiek, kunnen zij geen gebruik maken van het private placement regime. Zij hebben derhalve een vergunning en vallen onder het doorlopend toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Echter, in sommige andere EU lidstaten kwalificeren hun daar gevestigde concurrenten niet als beleggingsfonds maar als gewone onderneming. Dat is ook verdedigbaar. Wat is immers vanuit toezichtrechtelijk oogpunt het verschil met andere beursgenoteerde ondernemingen? De beursgenoteerde vastgoedinstelling (bijvoorbeeld Corio) koopt en ontwikkelt vastgoed, bestaat voor onbepaalde tijd, heeft een lange termijn strategie, en heeft als hoofddoel om het vastgoed (actief) te exploiteren (verhuren, onderhouden, verbeteren) en niet om het te verkopen. Bij de *asset class* vastgoed wordt in Nederland al snel de associatie gelegd met beleggen, maar wie beter naar de bedrijfsactiviteit kijkt kan zich afvragen waarom dat zo is. Het zal in elk geval belangrijk zijn dat er met de AIFM Richtlijn een

40 Beleidsregel Ondernemen of Beleggen, Stert. 2010, 11816.

Europees *level playing field* ontstaat; ofwel in alle lidstaten vallen de vastgoedinstellingen onder de richtlijn, of in geen enkele, maar niet langer worden zij in sommige lidstaten wel en in andere niet gereguleerd. En als de uitkomst is dat zij wel onder de AIFM Richtlijn vallen, dan hebben de Nederlandse het voordeel dat zij al gewend zijn aan regulering en toezicht en een minder grote slag hoeven te maken om aan de eisen van de richtlijn te gaan voldoen.

Reikwijdte en asset pooling

Een andere reikwijdte vraag betreft *asset pooling*. Pooling van beleggingen komt veel voor bij het beheer van pensioenfondsen. De beheerder (pensioenuitvoerder) gaat daarbij individuele mandaten aan met elk door hem beheerd pensioenfonds. Hij zet daarbij entiteiten op waarin de beleggingen voor de verschillende pensioenfondsen bij elkaar worden gebracht, om zodoende schaalgrootte en (daardoor) kosten-efficiëntie te bereiken. De pensioenfondsen participeren in die entiteiten in de mate en met de spreiding die volgt uit het individuele mandaat met de beheerder.

In het kader van de AIFM Richtlijn is de vraag opgekomen of de pooling-entiteiten kwalificeren als AIF. Dat zal het geval zijn indien er sprake is van collectief beleggen overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid. Het is afhankelijk van de vormgeving van de poolingstructuur of daaraan voldaan wordt. Indien de pool geen zelfstandig beleggingsbeleid heeft, is het niet meer dan een passieve structuur waarin activa worden gebundeld. Aan- en verkoopbeslissingen met betrekking tot die activa in de pool worden uitsluitend genomen ter uitvoering van de individuele mandaten. In dit kader wordt ook wel gesproken van “administratieve pooling”, waarmee tot uitdrukking wordt gebracht dat de pool niet als een beleggingsfonds, met een eigen beleggingsbeleid (vastgelegd in de fondsvoorwaarden) dat door de beheerder wordt uitgevoerd, is opgezet. De pool is dan vergelijkbaar met een administratiekantoor (Stichting AK), dat certificaten uitgeeft voor de aandelen die het houdt in een of meer onderliggende vennootschappen. Een Stichting AK functioneert ook niet als een fonds met een zelfstandig beleggingsbeleid betreffende haar bezittingen (zijnde de aandelen). In de Nota naar aanleiding van het Verslag⁴¹ wordt ook aangegeven dat er verschillende vormen van poolingstructuren voorkomen en dat er bij een deel daarvan sprake is van collectief beleggen (AIF) en bij andere sprake is van individueel beleggen. In de Nota wordt aangegeven dat ESMA dit najaar mogelijk met nadere uitleg komt over poolingstructuren onder de AIFM Richtlijn. Nederlandse pensioenfondsen hebben daar ook om gevraagd.

41 TK 2011-2012, 33 235, nr. 7.

De bewaarder

In de AIFM Richtlijn is de verplichting opgenomen om voor iedere AIF een onafhankelijke bewaarder aan te stellen. Deze bewaarder zal in beginsel een onderneming moeten zijn die onder prudentieel toezicht staat, waaronder in ieder geval een kredietinstelling of een beleggingsonderneming valt. De bewaarder zal naast de zogenoemde custody taak (de bewaring van de financiële instrumenten c.q. verificatie van eigendom van overige activa van de AIF) en het monitoren van kasstromen, ook toezicht moeten uitoefenen op de activiteiten van de AIFM ten behoeve van die AIF. Voor de bewaarder is een apart aansprakelijkheidsregime opgenomen in de AIFM Richtlijn, waarbij de bewaarder aansprakelijk is ten opzichte van de AIFM, de AIF en de beleggers voor in beginsel elke schade als gevolg van verlies van in bewaring genomen financiële instrumenten en verder alle andere verliezen doordat de bewaarder zijn verplichtingen met opzet of door nalatigheid niet naar behoren nakomt. Dit geldt ook indien de bewaarder zijn bewaarfuncties heeft uitbesteed aan een derde (bijvoorbeeld een sub-custodian), waarbij de bewaarder zijn aansprakelijkheid in bepaalde gevallen contractueel met de sub-custodian kan uitsluiten. In ieder geval mag aansprakelijkheid niet onherstelbaar verloren gaan in de uitbestedingsketen.

Uit het implementatie-wetsvoorstel blijkt dat de Nederlandse wetgever ervoor gekozen heeft om de eis dat de bewaarder de juridisch eigenaar moet zijn van de beleggingen, te schrappen. De wetgever laat de praktijk de ruimte te bepalen wie juridisch eigenaar is.⁴² Bij beleggingsmaatschappijen zal de beleggingsmaatschappij veelal zelf de juridisch eigenaar zijn. Bij beleggingsfondsen zal ervoor gekozen kunnen worden de bewaarder dan wel een ander juridisch eigenaar te laten zijn. Hierdoor kan de bestaande praktijk voor beleggingsfondsen worden voortgezet waarin de bewaarder de juridisch eigenaar is. Ook kan ervoor worden gekozen dat een ander de juridisch eigenaar wordt. Een bewaarder zal niet altijd juridisch eigenaar willen zijn omdat de juridisch eigenaar van de beleggingen veelal ook wederpartij van de verplichtingen zal zijn. Bewaarders die bijv. bank of beleggingsonderneming zijn, zullen niet – altijd – wederpartij voor de verplichtingen willen (of kunnen) zijn. De AIFM Richtlijn schrijft niet voor hoe een beleggingsinstelling civielrechtelijk moet worden ingericht. Dat de civielrechtelijke vormgeving van de beleggingsinstelling de belangen van beleggers niet mag schaden vloeit voort uit de algemene norm voor de beheerder (en de bewaarder) dat deze in het belang van de belegger moet handelen.

42 TK 2011-2012, 33 235, nr. 3, p. 15.

Als gezegd zal de bewaarder ook toezicht moeten houden op de activiteiten van de AIFM ten behoeve van de AIF. Dat roept de vraag op wat dan nog de rol van een Raad van Commissarissen van een beheerder zal zijn, indien die is ingesteld. Er zal overlap zijn in het toezicht. Aangezien de bewaarder en zijn toezichtrol verplicht is terwijl een Raad van Commissarissen optioneel is,⁴³ verwacht ik dat daar waar overlap optreedt de bewaarder in elk geval niet kan wijken en de Raad van Commissarissen voor kan laten gaan.

Beloningsbeleid

De AIFM Richtlijn introduceert ook regels voor het beloningsbeleid van alle AIFM.⁴⁴ De regels over het beloningsbeleid in de AIFM Richtlijn lijken erg op de regels inzake beloningsbeleid van CRD III die sinds 1 januari 2011 van toepassing zijn op alle financiële ondernemingen (en die door de European Banking Authority (EBA) zijn uitgewerkt in de CRD III richtsnoeren voor een goed beloningsbeleid en in Nederland zijn uitgewerkt in de Regeling Beheerst Beloningsbeleid Wft 2011).⁴⁵ Er zijn enkele verschillen tussen CRD III en de AIFM regels over het beloningsbeleid; deze verschillen kunnen verklaard worden door de verschillen tussen financiële ondernemingen en AIFM. Zo wordt in de AIFM Richtlijn rekening gehouden met de (levenscyclus van de) AIF en wordt specifiek opgemerkt dat de geïntroduceerde regels ook van toepassing zijn op “*carried interest*”.

De AIFM Richtlijn geeft ESMA de taak om te zorgen voor richtsnoeren voor een goed beloningsbeleid. Hierbij dient ESMA nauw samen te werken met de EBA. Op 28 juni 2012 heeft ESMA een consulatie document gepubliceerd waarin zij alle in de AIFM Richtlijn geïntroduceerde beginselen en regels nader uitwerkt en toelicht.⁴⁶ De input op deze consulatie zal ESMA gebruiken voor de definitieve richtsnoeren voor een goed beloningsbeleid.

De regels over het beloningsbeleid zijn onder te verdelen in twee categorieën; regels (o.a. op het gebied van governance en openbaarmaking) die gelden voor de gehele AIFM en regels die gelden voor een groep geïdentificeerde werknemers van de AIFM (ook wel *Identified Staff* genoemd). De volgende 6 groepen werknemers van een AIFM kwalificeren als Identified Staff: (1) bestuurders; (2) senior management; (3) werknemers in controle functies; (4) werknemers die verantwoordelijk zijn voor de leiding van portfolio management, administratie, marketing en HR; (5) (overige) werknemers in

43 Zie in dit verband ook de DUFAS Principles of Fund Governance, te vinden op www.dufas.nl onder “publicaties”.

44 Art. 14 AIFM Richtlijn.

45 Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011, Stcrt. 2010, 20931.

46 Ibid. 30

hogere risico nemende functies en (6) werknemers waarvan de beloning in dezelfde schaal zit als de onder (1) – (5) genoemde werknemers.

Met name de regels die gelden voor de Identified Staff hebben invloed op de structurering van de variabele beloning (inclusief carried interest) van deze groep. Zo dient de verhouding tussen de vaste en de variabele beloning passend te zijn en dient de vaste beloning voldoende te zijn om volledige flexibiliteit ten aanzien van uitbetaling van de variabele beloning te behouden. Daarnaast kan de variabele beloning niet langer volledig gebaseerd worden op de prestatie van de AIF maar dient er ook gekeken te worden naar de individuele prestatie van de betrokken persoon (waarbij dient te worden gekeken naar zowel financiële als niet-financiële criteria) en naar het totale resultaat van de AIFM. Ook de vorm van de variabele beloning wordt voorgeschreven. In beginsel dient 50% van de variabele beloning in aandelen in de AIF of vergelijkbare instrumenten te worden uitbetaald. 40 – 60% van de totale variabele beloning dient te worden uitgesteld (over een periode van 3 – 5 jaar, tenzij de levenscyclus van de betreffende AIF korter is). Ten slotte dient er een (nog nader te bepalen) retentieperiode van toepassing te zijn op de variabele beloning die wordt uitbetaald in aandelen of vergelijkbare instrumenten (waardoor mogelijk een deel van de variabele beloning tot na afloop van de levenscyclus van de AIF aangehouden dient te worden). Voor medewerkers in controlefuncties bepaalt de AIFM Richtlijn dat de beloning niet gekoppeld mag zijn aan de door hen gecontroleerde bedrijfsactiviteiten. Afhankelijk van het risicoprofiel, de risicobereidheid en de strategie van de AIFM kunnen op basis van het proportionaliteitsbeginsel minder vergaande vereisten gelden voor een AIFM.

Fiscale faciliteit

Om vermogensbeheer van een buitenlandse AIF vanuit Nederland te faciliteren wordt artikel 4 van de Algemene wet inzake rijksbelastingen (de “AWR”) aangepast.

Om te bepalen waar een AIF is gevestigd geldt onder de huidige wet als hoofdregel dat aangesloten dient te worden bij de plaats van de feitelijke leiding. Daarnaast geldt een bijzondere regel voor een naar Nederlands recht opgerichte AIF: deze wordt altijd geacht in Nederland te zijn gevestigd ongeacht de plaats van de feitelijke leiding.

Zonder wijziging van de AWR zou een AIF die is opgericht naar het recht van een andere lidstaat en waarvan de beheerder feitelijk in Nederland is gevestigd een dubbele fiscale vestigingsplaats kunnen hebben: zowel in de lidstaat van

N.B. SPOOR

oprichting als in Nederland (indien de feitelijke leiding daar wordt uitgeoefend). Mutatis mutandis geldt hetzelfde voor een naar het recht van Nederland opgericht AIF die feitelijk is gevestigd in een andere lidstaat. Een belastingverdrag tussen Nederland en de andere lidstaat kan uitkomst bieden in geval van een dubbele vestigingsplaats maar dat brengt onzekerheid met zich mee. De wetgever is in overleg met de sector tot de volgende oplossing gekomen, in het bijzonder om het vanuit Nederland beheren van een AIF die in een andere lidstaat is opgericht niet te belemmeren: een AIF wordt geacht te zijn gevestigd in de lidstaat van herkomst (en dus niet in Nederland) indien (i) de AIF is opgericht naar het recht van de lidstaat van herkomst en (ii) de feitelijke werkzaamheden van de AIF uitsluitend bestaan in het beleggen van vermogen. De laatste voorwaarde beoogt te voorkomen dat ook private equity fondsen, die veelal geacht worden in fiscale zin een onderneming te drijven, van de faciliteit profiteren.

Tot slot

De AIFM Richtlijn bevat nog andere onderwerpen, zoals de kapitaaleisen voor AIFM, transparantie jegens beleggers, rapportage aan toezichthouders, beperkingen die (vanwege het systeemrisico) gesteld kunnen worden aan hefboomfinanciering van AIF, waardering van activa van AIF, delegatie van werkzaamheden van de AIFM, de regeling met betrekking tot derde landen, verkrijging van zeggenschap in ondernemingen en het verbod op *asset stripping*. Sommige daarvan liggen in het verlengde van de huidige regulering, andere zijn geheel nieuw. Tezamen met de hierboven besproken onderwerpen kan gezegd worden dat de AIFM Richtlijn een substantiële invloed zal hebben op het collectief vermogensbeheer. Met name beheerders van alternatieve beleggingsfondsen zoals private equity fondsen en hedge funds zullen een omslag moeten maken naar deze nieuwe situatie. Het zal voor hen wettelijk zijn dat het opereren in de toezichtrechtelijke luwte definitief voorbij is.

BIJLAGE

Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de invoering van een regeling voor grensoverschrijdende omzetting van kapitaalvennootschappen

WIJ BEATRIX, bij de gratie Gods,
Koningin der Nederlanden,
Prinses van Oranje-Nassau, enz. enz. enz.

Allen, die deze zullen zien of horen lezen, saluut! doen te weten:

Alzo Wij in overweging genomen hebben, dat de grensoverschrijdende omzetting van kapitaalvennootschappen moet worden gereguleerd ten behoeve van crediteuren, werknemers en minderheidsaandeelhouders;

Zo is het, dat Wij de Afdeling advisering van de Raad van State gehoord, en met gemeen overleg der Staten-Generaal, hebben goedgevonden en verstaan, gelijk Wij goedvinden en verstaan bij deze:

Artikel I

Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek wordt gewijzigd als volgt:

A

De artikelen 18, 71, 72, 181, 182 en 183 vervallen.

B

Na titel 7 wordt een titel 7A ingevoegd, die luidt:

Titel 7A Omzetting

Afdeling 1 Algemene bepaling omtrent omzetting

Artikel 334jj

1. Een rechtspersoon kan zich met inachtneming van de volgende leden omzetten in een andere rechtsvorm.
2. Voor omzetting zijn vereist:
 - a. een besluit tot omzetting, genomen met inachtneming van de vereisten voor een besluit tot statutenwijziging en, tenzij een stichting zich omzet, genomen met de stemmen van ten minste negen tienden van de uitgebrachte stemmen;
 - b. een besluit tot wijziging van de statuten;
 - c. een notariële akte van omzetting die de nieuwe statuten bevat.

3. De in het vorige lid onder a genoemde meerderheid is niet vereist voor een omzetting van een naamloze in een besloten vennootschap of omgekeerd.
4. Voor de omzetting van of in een stichting en van een naamloze of besloten vennootschap in een vereniging is bovendien rechterlijke machtiging vereist.
5. Slechts de rechtspersoon kan machtiging tot omzetting verzoeken aan de rechtbank, onder overlegging van een notarieel ontwerp van de akte. Zij wordt in elk geval geweigerd, indien een vereist besluit nietig is of indien een rechtsvordering tot vernietiging daarvan aanhangig is. Zij wordt geweigerd, indien de belangen van stemgerechtigden die niet hebben ingestemd of van anderen van wie ten minste iemand zich tot de rechter heeft gewend, onvoldoende zijn ontzien. Zij wordt ook geweigerd indien de belangen van houders van stemrechtloze en winstrechtloze aandelen in de vennootschap onvoldoende zijn ontzien. Indien voor de omzetting machtiging van de rechter is vereist, verklaart de notaris in de akte van omzetting dat de machtiging op het ontwerp is verleend.
6. Na omzetting van een stichting moet uit de statuten blijken dat het vermogen dat zij bij de omzetting heeft en de vruchten daarvan slechts met toestemming van de rechter anders mogen worden besteed dan voor de omzetting was voorgeschreven. Hetzelfde geldt voor de statuten van een rechtspersoon voor zover dit vermogen en deze vruchten daarop krachtens fusie of splitsing zijn overgegaan.
7. De rechtspersoon doet opgave van de omzetting ter inschrijving in de registers waarin hij moet zijn en moet worden ingeschreven dan wel als vereniging vrijwillig is ingeschreven.
8. Omzetting beëindigt het bestaan van de rechtspersoon niet.

Afdeling 2 Bijzondere bepalingen voor omzetting van en in naamloze en besloten vennootschappen

Artikel 334kk

1. Wanneer de naamloze vennootschap of besloten vennootschap zich krachtens artikel 334jj omzet in een vereniging, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij, wordt iedere aandeelhouder lid, tenzij hij de schadeloosstelling heeft gevraagd, bedoeld in lid 2.
2. Na een besluit tot omzetting van een naamloze of besloten vennootschap in een vereniging, stichting, coöperatie, of onderlinge waarborgmaatschappij kan iedere aandeelhouder, daaronder begrepen iedere houder van stemrechtloze of winstrechtloze aandelen, die niet met het besluit heeft ingestemd, de vennootschap schadeloosstelling vragen voor het verlies van zijn aandelen. Het verzoek tot schadeloosstelling moet schriftelijk aan de vennootschap worden gedaan binnen één maand nadat zij aan de aandeelhouder heeft meegedeeld dat hij deze schadeloosstelling kan vragen. De mededeling geschiedt op de zelfde wijze als de oproeping tot een algemene vergadering.

3. Het voorstel tot omzetting vermeldt het bedrag van de schadeloosstelling als bedoeld in het tweede lid, vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundigen. De deskundigen brengen over de waardebepaling schriftelijk bericht uit, dat met de oproeping tot de vergadering waarop over de omzetting wordt beslist, wordt meegezonden. Indien tussen partijen op grond van de statuten of een overeenkomst waarbij de vennootschap en de desbetreffende aandeelhouders partij zijn, bepalingen over de vaststelling van de waarde van de aandelen of de vaststelling van de schadeloosstelling gelden, stellen de deskundigen hun bericht op met inachtneming daarvan. De benoeming van deskundigen kan achterwege blijven, indien de statuten of een overeenkomst waarbij de vennootschap en de desbetreffende aandeelhouders partij zijn, een duidelijk maatstaf bevatten aan de hand waarvan de schadeloosstelling zonder meer kan worden vastgesteld.
4. Artikel 231 lid 4 is niet van toepassing ten aanzien van een besluit tot statutenwijziging in het kader van een omzetting van de besloten vennootschap in een andere rechtsvorm.

Artikel 334ll

1. De naamloze of besloten vennootschap legt het besluit tot omzetting in een vereniging, stichting, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij neer ten kantore van het handelsregister of maakt het langs elektronische weg bij het handelsregister openbaar. Zij kondigt in een landelijk verspreid dagblad aan dat het voorstel is neergelegd of elektronisch toegankelijk is.
2. De naamloze of besloten vennootschap moet, op straffe van gegrondverklaring van een verzet als bedoeld in lid 3, voor iedere schuldeiser die dit verlangt zekerheid stellen of hem een andere waarborg geven voor de voldoening van zijn vordering die voor de omzetting is ontstaan of kan ontstaan. Dit geldt niet, indien de schuldeiser voldoende waarborgen heeft of de vermogenstoestand van de vennootschap na omzetting niet minder waarborg zal bieden dat de vordering zal worden voldaan, dan er voordien is.
3. Tot twee maanden nadat de vennootschap de nederlegging van het voorstel tot omzetting heeft aangekondigd, kan iedere schuldeiser door een verzoekschrift aan de rechtbank tegen het voorstel tot omzetting in verzet komen met vermelding van de waarborg die wordt verlangd. De rechtbank wijst het verzoek af, indien de verzoeker niet aannemelijk heeft gemaakt dat de vermogenstoestand van de vennootschap na omzetting minder waarborg zal bieden dat de vordering zal worden voldaan, en dat van de vennootschap niet voldoende waarborgen zijn verkregen.
4. Voordat de rechter beslist, kan hij de vennootschap in de gelegenheid stellen binnen een door hem bepaalde termijn een door hem omschreven waarborg te geven. Op een ingesteld rechtsmiddel kan hij, indien de omzetting al heeft plaatsgevonden, het stellen van een waarborg bevelen en daaraan een dwangsom verbinden.

5. Een besluit tot omzetting als bedoeld in lid 1 wordt niet van kracht zolang verzet kan worden gedaan. Indien tijdig verzet is gedaan, wordt het besluit eerst van kracht, zodra het verzet is ingetrokken of de opheffing van het verzet uitvoerbaar is. De akte, bedoeld in artikel 334jj lid 2 onder c kan niet eerder worden verleden.

Artikel 334mm

1. Wanneer de besloten vennootschap zich omzet in een naamloze vennootschap kan iedere houder van stemrechtloze of winstrechtloze aandelen, die niet met het besluit heeft ingestemd, bij de vennootschap een verzoek tot schadeloosstelling indienen. Het verzoek tot schadeloosstelling moet schriftelijk aan de vennootschap worden gedaan binnen één maand nadat zij aan de aandeelhouder heeft meegedeeld dat hij deze schadeloosstelling kan vragen. De mededeling geschiedt op de zelfde wijze als de oproeping tot een algemene vergadering. De aandelen waarop het verzoek betrekking heeft, vervallen op het moment waarop de omzetting van kracht wordt.

2. Artikel 334kk lid 3 en lid 4 is van overeenkomstige toepassing.

3. Wanneer de naamloze vennootschap zich omzet in een besloten vennootschap kan iedere aandeelhouder die niet met het besluit heeft ingestemd, de vennootschap schadeloosstelling vragen voor het verlies van zijn aandelen. Het verzoek tot schadeloosstelling moet schriftelijk aan de vennootschap worden gedaan binnen één maand nadat zij aan de aandeelhouder heeft meegedeeld dat hij deze schadeloosstelling kan vragen. De mededeling geschiedt op de zelfde wijze als de oproeping tot een algemene vergadering.

4. Bij gebreke van overeenstemming wordt de schadeloosstelling als bedoeld in lid 3 bepaald door een of meer onafhankelijke deskundigen, ten verzoeken van de meest gereede partij te benoemen door de rechtbank bij de machtiging tot omzetting of door de voorzieningenrechter van die rechtbank. De artikelen 351 en 352 zijn van toepassing.

Artikel 334nn

1. Wanneer een besloten vennootschap zich krachtens artikel 334jj omzet in een naamloze vennootschap of een naamloze vennootschap zich krachtens artikel 334jj omzet in een besloten vennootschap, wordt aan de akte van omzetting een verklaring van een accountant als bedoeld in artikel 393 lid 1 gehecht waaruit blijkt dat het eigen vermogen van de vennootschap op een dag binnen vijf maanden voor de omzetting ten minste overeenkwam met het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal volgens de akte van omzetting.

2. Wanneer een andere rechtspersoon zich krachtens artikel 334jj omzet in een naamloze vennootschap, worden aan de akte van omzetting gehecht:

a. een verklaring van een accountant als bedoeld in artikel 393 lid 1, waaruit blijkt dat het eigen vermogen van de rechtspersoon op een dag binnen vijf maanden voor de omzetting ten minste het bedrag belooft van het gestorte

deel van het geplaatste kapitaal volgens de akte van omzetting; bij het eigen vermogen mag de waarde worden geteld van hetgeen na die dag uiterlijk onverwijld na de omzetting op aandelen zal worden gestort;

b. indien de rechtspersoon leden heeft, de schriftelijke toestemming van ieder lid wiens aandelen niet worden volgestort door omzetting van de reserves van de rechtspersoon;

c. indien een stichting wordt omgezet, de rechterlijke machtiging daartoe.

Wanneer een andere rechtspersoon zich krachtens artikel 334jj omzet in een besloten vennootschap, is de vorige zin van toepassing met uitzondering van onderdeel a.

3. Wanneer een vereniging, coöperatie of onderlinge waarborgmaatschappij zich krachtens artikel 334jj omzet in een naamloze of besloten vennootschap, wordt ieder lid aandeelhouder. Zonder zijn instemming kunnen aan hem geen winstrechtloze of stemrechtloze aandelen worden uitgegeven. De omzetting kan niet geschieden, zolang een lid nog kan opzeggen op grond van artikel 36 lid 4.

4. Na de omzetting in een besloten vennootschap kunnen een aandeelhouder, een vruchtgebruiker en een pandhouder de aan een aandeel verbonden rechten niet uitoefenen, zolang zij niet in het in artikel 194 bedoelde register zijn ingeschreven. Voor zover aandeelbewijzen zijn uitgegeven, vindt geen inschrijving plaats dan tegen afgifte van de aandeelbewijzen aan de vennootschap.

Afdeling 3 Bijzondere bepalingen voor grensoverschrijdende omzetting

Artikel 334oo

1. Deze afdeling is met uitsluiting van de afdelingen 1 en 2 van toepassing indien:

a. een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap wordt omgezet in een kapitaalvennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte onderscheidenlijk indien een kapitaalvennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte wordt omgezet in een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap;

b. een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap wordt omgezet in een naamloze of besloten vennootschap naar het recht van de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius of Saba onderscheidenlijk indien een naamloze of besloten vennootschap naar het recht van de openbare lichamen Bonaire, Sint Eustatius of Saba wordt omgezet in een naamloze vennootschap of een besloten vennootschap.

2. De grensoverschrijdende omzetting als bedoeld in lid 1 beëindigt het bestaan van de rechtspersoon niet.

Artikel 334pp

1. De grensoverschrijdende omzetting van een naamloze of besloten vennootschap is uitgesloten wanneer de om te zetten vennootschap een vermogen heeft in de zin van artikel 334jj lid 6 of een insolventieprocedure is geopend in de zin van Verordening (EG) Nr. 1346/2000 betreffende insolventieprocedures. Een ontbonden naamloze of besloten vennootschap mag niet grensoverschrijdend worden omgezet, indien reeds uit hoofde van de vereffening een uitkering is gedaan.

2. De grensoverschrijdende omzetting in een naamloze of besloten vennootschap is uitgesloten wanneer ten aanzien van de rechtspersoon een insolventieprocedure is geopend in de zin van Verordening (EG) Nr. 1346/2000 betreffende insolventieprocedures.

Artikel 334qq

1. Het voorstel tot grensoverschrijdende omzetting van een naamloze of besloten vennootschap vermeldt:

- a. de rechtsvorm, naam en statutaire zetel van de vennootschap na omzetting;
- b. indien van toepassing een voorstel voor een regeling met betrekking tot medezeggenschap als bedoeld in artikel 334tt;
- c. de prijs die de vennootschap zal betalen voor een aandeel bij toepassing van artikel 334vv, met een cijfermatige onderbouwing van de hoogte van de geboden prijs.

2. In een schriftelijke toelichting geeft het bestuur van de om te zetten vennootschap de redenen voor de omzetting met een uiteenzetting over de verwachte gevolgen voor de werkzaamheden en een toelichting uit juridisch, economisch en sociaal oogpunt. De vorige zin blijft buiten toepassing indien de aandeelhouders van de om te zetten vennootschap daarmee instemmen.

3. De om te zetten vennootschap legt het voorstel tot omzetting neer ten kantore van het handelsregister of maakt het langs elektronische weg bij het handelsregister openbaar. Zij kondigt in de Staatscourant aan dat het voorstel is neergelegd of elektronisch toegankelijk is, met opgave van het handelsregister waar het voorstel ligt of elektronisch toegankelijk is en van het adres waar krachtens lid 4 kennis kan worden genomen van het voorstel.

4. Het voorstel tot omzetting en de schriftelijke toelichting worden neergelegd ten kantore van de vennootschap of, bij gebreke van een kantoor, aan de woonplaats van een bestuurder, danwel worden zij langs elektronische weg toegankelijk gemaakt. De stukken liggen vanaf de aankondiging als bedoeld in lid 3 en tot het tijdstip van de omzetting ter inzage of zijn elektronisch toegankelijk voor de aandeelhouders en voor hen die een bijzonder recht jegens de vennootschap hebben, zoals een recht op uitkering van winst of tot het nemen van aandelen, crediteuren, en de ondernemingsraad of, indien bij de door de vennootschap in stand gehouden onderneming een ondernemingsraad ontbreekt, voor werknemers van de vennootschap.

Artikel 334rr

1. De naamloze of besloten vennootschap die tot grensoverschrijdende omzetting wil overgaan moet, op straffe van gegrondverklaring van een verzet als bedoeld in lid 2, voor iedere schuldeiser die dit verlangt zekerheid stellen of hem een andere waarborg geven voor de voldoening van zijn vordering die voor de omzetting is ontstaan of kan ontstaan. Dit geldt niet, indien de schuldeiser voldoende waarborgen heeft of de vermogenstoestand van de vennootschap na omzetting niet minder waarborg zal bieden dat de vordering zal worden voldaan, dan er voordien is.
2. Tot twee maanden nadat de vennootschap de nederlegging van het voorstel tot omzetting heeft aangekondigd, kan iedere schuldeiser door een verzoekschrift aan de rechtbank tegen het voorstel tot omzetting in verzet komen met vermelding van de waarborg die wordt verlangd. De rechtbank wijst het verzoek af, indien de verzoeker niet aannemelijk heeft gemaakt dat de vermogenstoestand van de vennootschap na omzetting minder waarborg zal bieden dat de vordering zal worden voldaan, en dat van de vennootschap niet voldoende waarborgen zijn verkregen.
3. Voordat de rechter beslist, kan hij de vennootschap in de gelegenheid stellen binnen een door hem bepaalde termijn een door hem omschreven waarborg te geven.
4. Indien tijdig verzet is gedaan, mag de verklaring in de zin van artikel 334ww eerst worden afgegeven, zodra het verzet is ingetrokken of de opheffing van het verzet uitvoerbaar is.
5. Indien de omzetting al heeft plaatsgevonden, kan de rechter op een ingesteld rechtsmiddel het stellen van een door hem omschreven waarborg bevelen en daaraan een dwangsom verbinden.

Artikel 334ss

1. De grensoverschrijdende omzetting van een naamloze of besloten vennootschap heeft geen rechtsgevolg wanneer Onze Minister van Veiligheid en Justitie zich daartegen verzet om redenen van algemeen belang door nederlegging van een daarop betrekking hebbende verklaring ten kantore van het handelsregister, binnen twee maanden na de aankondiging van de nederlegging van het voorstel. Tegen het verzet staat voor de vennootschap beroep open bij het College van beroep voor het bedrijfsleven. De verklaring in de zin van artikel 334ww mag eerst worden afgegeven, zodra het verzet is ingetrokken of de opheffing van het verzet onherroepelijk is.
2. Indien de naamloze of besloten vennootschap onderworpen is aan het toezicht van de Nederlandsche Bank N.V. kan ook deze in verzet komen. De laatste twee zinnen van het eerste lid zijn van overeenkomstige toepassing.

Artikel 334tt

Indien de om te zetten vennootschap voldoet aan de bepalingen van artikel 157, 158 tot en met 164 of 158 tot en met 161 en 164 dan wel 267, 268 tot en met 274 of 268 tot en met 271 en 274, is grensoverschrijdende omzetting niet mogelijk tenzij de voorgestelde statuten voorzien in een regeling met betrekking tot medezeggenschap als bedoeld in artikel 1:1 lid 1, onderdeel n, van de Wet rol werknemers bij de Europese vennootschap.

Artikel 334uu

1. Voor een besluit tot grensoverschrijdende omzetting is een meerderheid van ten minste twee derden van de uitgebrachte stemmen vereist, vertegenwoordigend ten minste de helft van het geplaatste kapitaal. Het besluit kan eerst worden genomen na verloop van twee maanden na de aankondiging van het voorstel tot omzetting.
2. De notulen van de algemene vergadering waarin tot omzetting wordt besloten, worden opgemaakt bij notariële akte.

Artikel 334vv

1. Iedere aandeelhouder die tegen de omzetting heeft gestemd, en iedere houder van stemrechtloze aandelen, kan binnen een maand na de datum van het besluit tot omzetting aan de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam verzoeken te bepalen dat de vennootschap gehouden is tot de overneming van zijn aandelen tegen de in artikel 334qq lid 1, onderdeel c, genoemde prijs of een hogere prijs.
2. De ondernemingskamer kan bevelen dat een of drie deskundigen zullen berichten over de waarde van de over te nemen aandelen. De eerste drie zinnen van artikel 350 lid 3 en de artikelen 351 en 352 zijn van toepassing. De ondernemingskamer stelt de prijs van de aandelen vast aan de hand van de waarde op de dag waarop het besluit tot grensoverschrijdende omzetting is genomen. Zo lang en voor zover de prijs niet is betaald, wordt hij verhoogd met rente, gelijk aan de wettelijke rente, van die dag af tot de overdracht; uitkeringen op de aandelen die in dit tijdvak betaalbaar worden gesteld, strekken op de dag van betaalbaarstelling tot gedeeltelijke betaling van de prijs.
3. Wanneer de ondernemingskamer het verzoek toewijst, veroordeelt hij de vennootschap om aan degenen aan wie de aandelen toebehoren de vastgestelde prijs te betalen tegen levering van het onbezwaarde recht op de aandelen. De ondernemingskamer geeft omtrent de kosten van het geding zodanige uitspraak als hij meent dat behoort.
4. Iedere aandeelhouder die tegen de omzetting heeft gestemd, en iedere houder van stemrechtloze aandelen, kan binnen een maand na de datum van het besluit tot omzetting aan de ondernemingskamer verzoeken te bevelen dat de vennootschap zekerheid stelt of een andere waarborg geeft voor de voldoening van de prijs als bedoeld in artikel 334qq lid 1, onderdeel c.

5. Het verzoek als bedoeld in het eerste lid staat niet in de weg aan het afgeven van de verklaring in de zin van artikel 334ww. Het verzoek als bedoeld in het vijfde lid staat niet in de weg aan het afgeven van de verklaring in de zin van artikel 334ww, mits de door de ondernemingskamer bevolen zekerheid of waarborg is gegeven of het verzoek is afgewezen.

Artikel 334ww

1. De notaris verklaart niet eerder dan een maand nadat het besluit tot omzetting van een naamloze of besloten vennootschap is genomen dat hem is gebleken dat de vormvoorschriften in acht zijn genomen voor alle besluiten die deze titel en de statuten vereisen voor de omzetting van de vennootschap en dat voor het overige de daarvoor in deze afdeling gegeven voorschriften zijn nageleefd.
2. De grensoverschrijdende omzetting van een naamloze of besloten vennootschap is van kracht op de wijze en de datum bepaald door het land waar de statutaire zetel wordt gevestigd.
3. De notaris als bedoeld in lid 1 doet aan de registers waar de naamloze of besloten vennootschap is ingeschreven opgave van de grensoverschrijdende omzetting.
4. De vennootschap waarvan de statutaire zetel is verplaatst ten gevolge van een grensoverschrijdende omzetting, wordt met betrekking tot voor de datum van de omzetting opgetreden geschillen geacht haar statutaire zetel te hebben in Nederland, zelfs indien een rechtsvordering tegen de vennootschap wordt ingeleid na de omzetting.

Artikel 334xx

1. De grensoverschrijdende omzetting in een naamloze vennootschap of besloten vennootschap vereist een notariële akte van omzetting, die in de Nederlandse taal wordt verleden. Artikel 66 onderscheidenlijk 177 is van overeenkomstige toepassing.
2. Aan de akte van omzetting worden gehecht:
 - a. een verklaring van een rechterlijke, administratieve of andere bevoegde instantie, daartoe aangewezen in de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft, waaruit blijkt dat de aan de zetelverplaatsing voorafgaande handelingen en formaliteiten zijn vervuld;
 - b. in geval van omzetting in een naamloze vennootschap, een verklaring van een accountant als bedoeld in artikel 393 lid 1, waaruit blijkt dat het eigen vermogen van de vennootschap op een dag binnen vijf maanden voor de omzetting ten minste overeen kwam met het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal.
3. De omzetting wordt van kracht met ingang van de dag na die waarop de akte is verleden.

BIJLAGE

Artikel 334yy

De nietigheid of vernietiging van een omzetting op grond van deze afdeling kan niet worden uitgesproken.

ARTIKEL II

Deze wet is alleen van toepassing [*PM overgangsregeling*]

ARTIKEL III

Deze wet treedt in werking op een bij koninklijk besluit te bepalen tijdstip.

Lasten en bevelen dat deze in het Staatsblad zal worden geplaatst en dat alle ministeries, autoriteiten, colleges en ambtenaren wie zulks aangaat, aan de nauwkeurige uitvoering de hand zullen houden.

Gegeven

De Minister van Veiligheid en Justitie,