

## De 'European Model Company Act' (EMCA)

Prof. mr. M.A. Verbrugh, datum 13-11-2018

**Datum**

13-11-2018

**Auteur**

Prof. mr. M.A. Verbrugh<sup>[1]</sup>

**Folio weergave**

[Download gedrukte versie \(PDF\)](#)

**JCDI**

JCDI:ADS36003:1

**Vakgebied(en)**

Ondernemingsrecht / Algemeen

In 2017 zag de eerste editie van de European Model Company Act het licht. De EMCA is een door onafhankelijke experts uit verschillende lidstaten opgestelde modelwet voor vennootschapsrecht gericht op het vennootschapstype van de BV en de NV, bedoeld voor lidstaten om geheel of gedeeltelijk over te nemen. Het initiatief is geïnspireerd door modelwetgeving voor vennootschapsrecht in de Verenigde Staten. Anders dan in de V.S., is het vennootschapsrecht, in het bijzonder voor de NV, in de EU in belangrijke mate geharmoniseerd. Dat roept diverse vragen op over de verhouding tussen de EMCA en EU-wetgeving.

De EMCA bevat, naast een inleiding, zestien hoofdstukken. De artikelen zijn voorzien van een meer of minder uitgebreide toelichting. Daarin wordt uitleg gegeven over de inhoud, wordt uiteengezet wat de EU-wetgeving op dit terrein behelst en is ruime aandacht voor rechtsvergelijking. In deze bijdrage wordt allereerst stilgestaan bij de achtergrond van de EMCA en bij de verhouding tussen de EMCA en EU-wetgeving. Vervolgens wordt een aantal onderwerpen uit de EMCA besproken en de vraag of verwacht kan worden dat de EMCA veel zal worden gebruikt. Geconcludeerd wordt dat de EMCA als inspiratiebron vermoedelijk aan belang zal winnen, maar dat de rol van de EMCA in ieder geval de komende jaren naar verwachting (heel) bescheiden zal zijn.

### 1. Inleiding

In 2017 verscheen de eerste editie van de European Model Company Act (verder: EMCA) <sup>[2]</sup>. De EMCA is een door onafhankelijke experts uit verschillende lidstaten opgestelde modelwet voor vennootschapsrecht gericht op het vennootschapstype van de BV en de NV <sup>[3]</sup>, inclusief beursvennootschappen, bedoeld voor lidstaten om geheel of gedeeltelijk over te nemen.

De EMCA bevat, naast een inleiding, zestien hoofdstukken en omvat in totaal 358 pagina's. Na een algemene inleiding op de EMCA, waarin onder meer de doelen, de methodologie en de verwachte uitkomsten van de modelwet worden geschetst, volgen de artikelen met een meer of minder uitgebreide toelichting per artikel. Daarin wordt uitleg gegeven over de inhoud, wordt uiteengezet wat de EU-wetgeving op dit terrein behelst en wordt, indien aan de orde, gemotiveerd waarom daarvan wordt afgeweken. Tevens is ruime aandacht voor rechtsvergelijking in de toelichting en wordt, waar relevant, duidelijk gemaakt of het gaat om dwingend of regelend recht.

Hieronder wordt allereerst stilgestaan bij de achtergrond van de EMCA, met een uiteenzetting van de totstandkoming, de gebruikte methoden en de doelen van de modelwet. Vervolgens zal worden ingegaan op de verhouding tussen de EMCA en EU-wetgeving. Aansluitend komt een aantal onderwerpen uit de EMCA aan de orde. Als laatste voor de conclusie zal worden besproken of verwacht kan worden dat de EMCA veel zal worden gebruikt, waarbij een uitstapje wordt gemaakt naar de V.S.

### 2. Achtergrond van de EMCA

In september 2007 is op initiatief van de Deense hoogleraar Paul Krüger Andersen en de Duitse hoogleraar Theodor Baums, een expertgroep samengesteld, met als doel het opstellen van een European Model Company Law Act <sup>[4]</sup>. De huidige groep bestaat uit 29 deskundigen afkomstig uit 22 lidstaten en kent daarnaast een aantal 'associated company law experts', waaronder Ronald Gilson uit de V.S. De groep is onafhankelijk van het bedrijfsleven, van de lidstaten en van de

Europese Commissie en 'its impact will thus ultimately depend on its quality and usefulness'. <sup>[5]</sup> Nu het om een modelwet gaat en het gebruik daarmee op vrijwillige basis geschiedt, raakt de vraag naar de impact aan de kern van het onderwerp. Voor de vraag naar de kwaliteit en bruikbaarheid is allereerst interessant welke werkwijze de groep heeft gevolgd bij de totstandkoming van de EMCA.

Voor de totstandkoming van de EMCA is gewerkt met sub-projecten en speciale werkgroepen voor afzonderlijke onderwerpen. Voor elk onderwerp gold als start een rechtsvergelijkende analyse van wetgeving in de lidstaten, op basis van door de groepsleden gemaakte rapporten van hun wetgeving. In tweejaarlijkse bijeenkomsten van de gehele groep zijn de conceptversies van de onderwerpen besproken en aangenomen. Bij de beschrijving van de werkwijze in de inleiding van de EMCA wordt niet ingegaan op de vraag welke procedure is gevolgd om een artikel aan te nemen. Wel is op veel plaatsen in de toelichting op de bepalingen te zien of en in welke mate er discussie in de groep heeft plaatsgevonden. De rechtsvergelijkende benadering komt sterk naar voren in de commentaren op de artikelen en deze vormen een rijke bron aan informatie over het vennootschapsrecht van andere lidstaten. Naast rechtsvergelijking zijn, met een verwijzing naar de V.S., uitdrukkelijk 'law and economic theories' meegenomen bij de totstandkoming van de EMCA. <sup>[6]</sup> Daarbij gaat het in het bijzonder om de toegenomen aandacht voor het stimuleren van economische efficiëntie als doelstelling van vennootschapsrecht, om de *principal-agent*-theorie en om de theorie inzake de *market for corporate control*.

Hoewel een (aanvullende) rechtseconomische benadering in de EMCA meerwaarde kan hebben en ook in de EU te vinden is, kan daarbij een aantal kritische kanttekeningen worden gemaakt. Allereerst is het denken over wat goed vennootschapsrecht is in de EU meer pluriform dan in de V.S., en daarmee vertoont het vennootschapsrecht in de lidstaten meer verschillen dan in de staten van de V.S. Gewezen kan bijvoorbeeld worden op het *stakeholder*-model dat in diverse lidstaten wordt gehanteerd. Van de meer uniforme rechtseconomische benadering, die een zekere objectiviteit lijkt te suggereren, is lang niet iedereen overtuigd in de EU. Daaraan gerelateerd gaat het in het vennootschapsrecht in de lidstaten veelal niet zozeer om een vergroting van de economische efficiëntie, maar eerder om de vraag welke *stakeholders* welke kosten of lasten zouden moeten dragen bij het vinden van de juiste *checks and balances*.<sup>[7]</sup> Ten tweede wordt in de inleiding van de EMCA bij de bespreking van de economische theorieën weliswaar in een aantal gevallen verwezen naar inhoudelijke hoofdstukken uit de EMCA, maar wordt bij bestudering van de hoofdstukken zelf niet altijd (goed) duidelijk welke invloed welke economische theorie heeft gespeeld bij de gemaakte keuzes.

Als belangrijke uitgangspunten van de EMCA gelden: i) vereenvoudiging van regelgeving; ii) flexibiliteit van regelgeving; en iii) vermindering van agency- en transactiekosten.<sup>[8]</sup> Een daaraan gerelateerde vraag is of EMCA-bepalingen van dwingend of regelend zouden moeten zijn.<sup>[9]</sup> In aansluiting op het belang van bescherming van schuldeisers en aandeelhouders in EU-wetgeving, zijn deze beschermingsregels in de EMCA van dwingend recht. Op andere terreinen, in het bijzonder inzake de inrichting van de vennootschap, geldt als uitgangspunt regelend recht. Meer in het algemeen ziet de EMCA-groep meer ruimte voor regelend recht bij de vennootschap van het BV-type.<sup>[10]</sup> De groep heeft daarnaast aansluiting gezocht bij de drie belangrijkste doelen van de Europese Commissie in het Actieplan uit 2012<sup>[11]</sup>, te weten: i) het vergroten van transparantie; ii) het vergroten van de betrokkenheid van aandeelhouders; en iii) het stimuleren van de groei en het concurrentievermogen van ondernemingen. Gezien de nationale verschillen van vennootschapsrecht en rechtstradities, heeft de groep voor de analyse gekozen voor een functionele benadering, waarbij als startpunt van de analyse geldt de problemen van ondernemingen, ongeacht of het onderwerp onderdeel is van nationaal vennootschapsrecht of insolventierecht.<sup>[12]</sup>

Over de doelen van de EMCA is in de inleiding onder meer te lezen:

"The objective of the EMCA project thus is to establish, on a solid scientific foundation, a new way forward in European company law inspired by the US Model Business Corporation Act. The EMCA is designed as a free-standing general company statute that can be enacted by Member States either substantially in its entirety or by the adoption of selected provisions." <sup>[13]</sup>

Omdat lidstaten geheel vrij zijn al dan niet bepalingen geheel of gedeeltelijk over te nemen, kan de EMCA 'promote regulatory competition, but can also act as a tool for a harmonisation of, and convergence between, Member States' company laws'. <sup>[14]</sup> Omdat de EMCA voortdurend kan worden aangepast als reactie op veranderende (markt)omstandigheden, kan de EMCA worden beschouwd als 'a tool for better regulation in the EU since it provides a coherent, dynamic and responsive European legislative framework'. De EMCA biedt met andere woorden in de ogen van de EMCA-groep het beste van twee werelden in de dichotomie tussen concurrentie en harmonisatie.<sup>[15]</sup> Om te bezien of dat inderdaad mogelijk is, wordt in de volgende paragraaf nader ingegaan op de verhouding tussen EU-wetgeving inzake het vennootschapsrecht en de EMCA.

### 3. De verhouding tussen EU-wetgeving en de EMCA

Het initiatief voor de EMCA is geïnspireerd op de succesvolle *Model Business Corporation Act* in de V.S. Het vennootschapsrecht wordt in de V.S. in beginsel op staten-niveau vastgesteld en niet op federaal-niveau. Dat brengt met

zich dat staten volledig vrij zijn om modelwetgeving geheel of gedeeltelijk over te nemen. Dat is een fundamenteel verschil met EU, waar het vennootschapsrecht in belangrijke mate is geharmoniseerd door de EU-regelgever. Dat brengt de vraag met zich welke rol modelwetgeving (nog) kan spelen in de lidstaten.

Harmonisatie van vennootschapsrecht heeft met name plaatsgevonden door richtlijnen, die zijn uitgevoerd in nationale wetgeving.<sup>[16]</sup> Daarnaast heeft de EU-regelgever enkele verordeningen voor EU-rechtsvormen aangenomen<sup>[17]</sup> en zijn enkele corporate governance-gerelateerde aanbevelingen door de Europese Commissie gepubliceerd.<sup>[18]</sup> Sinds de Eerste richtlijn uit 1968 zijn belangrijke onderwerpen van het vennootschapsrecht geharmoniseerd. De lidstaten zijn dan ook beperkt in de ruimte die de EMCA kan innemen. Dat heeft de EMCA-groep niet terughoudend gemaakt bij de totstandkoming van de modelwet. Zo is te lezen:

“A clear decision was taken at the outset however that the EMCA would not be restricted by existing EU-regulation. Thus where the Group considered that provisions of existing EU law are not appropriate or efficient, the EMCA reflects the preferred alternative.”<sup>[19]</sup>

Deze reflecties zullen vooral aan de EU-regelgever zijn gericht, dan wel lidstaten ertoe moeten aanzetten zich in te zetten voor aanpassing van EU-regelgeving, nu alternatieve bepalingen voor dwingend EU-recht niet als modelwetgeving kunnen worden gebruikt. Gelukkig voor de EMCA-groep blijft er toch relatief veel vrijheid voor lidstaten over.

Allereerst bieden richtlijnen een zekere ruimte bij de uitvoering in eigen wetgeving, onder meer doordat veel richtlijnen keuzemogelijkheden bieden aan lidstaten, en doordat er sprake kan zijn van minimumharmonisatie. Voorts beperkt het toepassingsbereik van diverse richtlijnen zicht tot NV's, zoals de Tweede richtlijn inzake kapitaalbescherming.

Als laatste geldt dat een aantal belangrijke onderwerpen in het vennootschapsrecht niet is geharmoniseerd. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen onderwerpen die de EU-regelgever (deels tot recent)<sup>[20]</sup> nog niet heeft opgepakt en onderwerpen waarbij het niet is gelukt harmonisatieregels aan te nemen. Door het ontbreken van harmonisatieregels geldt voor deze onderwerpen dat de potentiële rol van de EMCA het grootst is. Daarbij kan een aantal kritische kanttekeningen worden gemaakt. De onderwerpen die de EU-regelgever nog niet heeft of tot zeer recent nog niet had opgepakt, gaan voor een belangrijk deel over grensoverschrijdende mobiliteit, zoals grensoverschrijdende omzetting en grensoverschrijdende splitsing. Bij grensoverschrijdende mobiliteit is met name van belang *dat* de regels zijn geharmoniseerd, nu rechtsstelsels van verschillende lidstaten met elkaar in aanraking komen. Dat maakt de EU-regelgever het aangewezen gremium om op te treden, nu bij de EMCA de vrijwillige toepassing vooropstaat en niet een goede aansluiting van wetgeving tussen de lidstaten.

Voor onderwerpen waarbij het niet is gelukt harmonisatieregels aan te nemen, kan met name worden gedacht aan bevoegdheid van organen, aansprakelijkheidsregels van bestuurders, regels voor tegenstrijdig belang-situaties en aan regels inzake groepsrecht.<sup>[21]</sup> Maar deze situatie roept een belangrijke vraag op voor de EMCA: als lidstaten fundamenteel verschillend denken over deze (en diverse andere) onderwerpen, welke rol kan een modelwet, die weliswaar op vrijwillige basis werkt, maar wel pretendeert de beste oplossing te bieden, dan spelen? In de praktijk zal daarom vermoedelijk blijken dat de grote potentie bij deze 'vrije' onderwerpen niet waar kan worden gemaakt.

Omdat belangrijke delen van het vennootschapsrecht inmiddels zijn geharmoniseerd en het daarmee ook aan de EU-regelgever is het recht aan te passen, en omdat de EMCA-groep daarbij waardevolle inzichten kan aandragen voor verdere verbeteringen, kan een (zekere) samenwerking tussen beide gremia of wederzijdse beïnvloeding waardevol zijn. Hierover is in de EMCA te lezen:

“The European Commission has expressed its support for the project, and the representatives of the Commission were invited to attend the meetings of the Group as an observer and discussion partner.”<sup>[22]</sup>

Tot op heden is onduidelijk hoe groot het enthousiasme van de Europese Commissie voor het EMCA-project daadwerkelijk is. Een publieke uitspraak hierover en zeker een verwijzing naar de EMCA bij wetgevingsinitiatieven, zou het positieve beeld dat de EMCA schetst ondersteunen.<sup>[23]</sup>

## 4. De European Model Company Act

### 4.1 Inleiding

De EMCA kent, naast een inleiding, zestien hoofdstukken. Allereerst valt op dat de EMCA omvangrijk is in onderwerpen. Zo komen onderwerpen aan bod die in Nederland en veel andere lidstaten niet wettelijk zijn geregeld, omdat er ofwel (tot zeer recent) weinig aandacht voor is (geweest), ofwel omdat de onderwerpen aan de rechtspraak worden overgelaten. In het eerste geval gaat het onder meer om grensoverschrijdende splitsing, grensoverschrijdende zetelverplaatsing en 'charitable gifts', in het tweede geval kan onder meer worden gewezen op 'directors duties' en concernrecht.

Ten tweede valt op dat de 'Nordic countries' en dan met name Denemarken, gemeten naar de positie die zij traditioneel innemen bij rechtsvergelijking en invloed in Europa, relatief veel aandacht krijgen in de toelichting en invloed hebben op de

inhoud van de bepalingen.<sup>[24]</sup> Als vermoedelijke verklaring geldt dat een van de twee initiatiefnemers van de EMCA-Group, Paul Krüger Andersen, hoogleraar is in Denemarken.

In het licht van de omvang van de EMCA kunnen niet alle onderwerpen aan de orde komen. Gezien het sturende karakter van de in de EMCA opgenomen algemene principes, komen zij hieronder allereerst aan de orde. Vervolgens zal een aantal opvallende of anderszins vanuit Nederland gezien interessante aspecten van de EMCA worden besproken.

## 4.2 Algemene principes

Geïnspireerd door de Finse vennootschapswet, bevat hoofdstuk 1 van de EMCA een aantal 'General Principles'. Zij weerspiegelen deels het overkoepelende doel van de EMCA en kunnen deels als hulp bij het interpreteren van specifieke EMCA-bepalingen functioneren, aldus de toelichting.<sup>[25]</sup> De negen opgenomen algemene principes komen wat ongelijk in soort over en van een aantal is niet goed duidelijk waarom zij als principe is opgenomen.<sup>[26]</sup> Dat geldt op het eerste gezicht niet voor de 'Purpose of the Company' (art. 1.06), waarvan het belangrijkste onderdeel luidt:

"Unless otherwise provided in the articles of association, the purpose of the company is to increase its value." <sup>[27]</sup>

In de toelichting wordt verduidelijkt dat het gaat om een 'long-term and sustainable view' en dat dit vooral belangrijk is voor de 'viability of companies'. <sup>[28]</sup> Het principe van de 'Purpose of the Company' kan niet los worden gezien van de *duty of loyalty* voor bestuurders uit art. 9.04 EMCA.<sup>[29]</sup> Dat artikel luidt:

"Directors must act in the way they consider, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole. In doing so the director should have regard to a range of factors such as the long-term interests of the company, the interests of the company's employees, the interest of company's creditors and the impact of the company's operations on the community and the environment."

Voor een uitleg van het succes van de vennootschap moet worden aangesloten bij de *enlightened shareholders value*-benadering van art. 172 *Companies Act* uit het V.K., aldus de toelichting.<sup>[30]</sup> Voor Nederland zou ter vergelijking kunnen worden gewezen op de *Cancon*-beschikking waarin de Hoge Raad uitgaat van het bestendige succes van de onderneming (indien aanwezig),<sup>[31]</sup> en op Principe 1.1. van de Nederlandse Corporate Governance Code.

Een, in ieder geval vanuit Nederland gezien, opvallend principe is de 'Shareholder Democracy' (art. 1.12), waarvan lid 1 luidt:

"The general meeting is the highest authority of the company."

De toelichting maakt duidelijk dat het erom gaat dat de meest fundamentele en belangrijke beslissingen door de algemene vergadering (AV) worden genomen en dat aandeelhouders effectieve middelen hebben om hun rechten in de AV uit te oefenen en om actieve aandeelhouders te zijn.<sup>[32]</sup> Hoewel dit beeld uit de toelichting overeenkomt met de feitelijke gang van zaken bij de meeste NV's en BV's in Nederland, geldt dit principe van de AV als hoogste macht niet in Nederland. Zo wordt in de rechtspraak de eigen (wettelijke) taak van de organen benadrukt en zijn enkele rechten van (activistische) aandeelhouders recent nog in de *Akzo Nobel*-zaak en in de *Boskalis/Fugro*-uitspraak beperkt uitgelegd.<sup>[33]</sup> De 'Shareholder Democracy' lijkt zich dan ook het beste te verhouden met een *shareholder*-model en wat minder goed met een *stakeholder*-model. De 'Shareholder Democracy' blijkt een dragende rol te spelen bij de keuze van de EMCA-groep voor de *neutrality rule* bij een overnamebod in hoofdstuk 13 EMCA.<sup>[34]</sup>

Tevens opvallend, omdat het geen nationale codificatie nodig heeft nu het een fundamenteel recht uit de artikelen 49 en 54 VWEU betreft, is het principe van 'Freedom of Movement within Europe'. Het vormt desalniettemin een mooie aanvulling in de EMCA en kan behulpzaam zijn bij de uitleg van EMCA-bepalingen, met name uit hoofdstuk 13 (Restructurings). De toelichting geeft overigens een ruimere uitleg dan het HvJ EU, zonder dat de EMCA-groep zich hiervan bewust lijkt te zijn. Opgemerkt wordt dat vennootschappen onder meer vrij zijn hun zetel, werkelijke zetel of statutaire zetel, naar een andere lidstaat te verplaatsen.<sup>[35]</sup> Uit de arresten *Daily Mail* en *Cartesio* volgt dat vennootschappen uit lidstaten die de werkelijke zetelleer hanteren niet vrij zijn de werkelijke zetel buiten de lidstaat te brengen.<sup>[36]</sup>

Verder gelden als principes: 'Equality of Shares', waarbij uitdrukkelijk uitzonderingen, zoals stemrechtbeperkingen, mogelijk zijn en waarbij niet is gekozen voor het *one-share, one-vote*-principe, de 'Equal Treatment of Shareholders and Minority Protection', de 'The Majority Principle', en de 'Directors' Duty of Loyalty and Care'.

## 4.3 Enkele onderwerpen van de EMCA

### 4.3.1 Kapitaal en uitkeringen

Vermoedelijk het meest innovatieve onderwerp van de EMCA is de mogelijkheid te kiezen voor aandelen zonder nominale waarde (art. 2.08 en 5.05).<sup>[37]</sup> Vernieuwend is met name dat daarbij niet alleen kan worden gekozen voor *no-par value shares* maar, naar Fins voorbeeld, tevens voor *real (true) no-par value shares*.<sup>[38]</sup> De waarde van deze aandelen wordt bepaald door de waarde van de vennootschap en de aandelen zijn niet gerelateerd aan het geplaatst kapitaal. Niet geheel zeker is of invoering van *real no-par value shares* voor NV's verenigbaar is met de Tweede richtlijn. <sup>[39]</sup>



Een ander onderwerp uit de Tweede richtlijn waar de EMCA grotendeels een andere weg inslaat is uitkeringen ('any type of distribution') aan aandeelhouders. Daarbij is gekozen voor een solvabiliteitstest naast de balanstest, vergelijkbaar met de uitkeringsregels in het Nederlandse BV-recht.<sup>[40]</sup> Nu de Nederlandse solvabiliteitstest relatief nieuw is en de EMCA-bepaling is voorzien van een uitgebreide toelichting, kan zij nuttige invalshoeken voor een mogelijke uitleg in Nederland bieden. Evenals in Nederland zijn bestuurders persoonlijk aansprakelijk voor het ten onrechte toelaten of doen van uitkeringen. Zijn de bestuurders volgens art. 2:216 lid 3 BW jegens de vennootschap hoofdelijk verbonden voor het tekort dat door de uitkering is ontstaan, art. 7.33 (3) EMCA bepaalt dat bestuurders aansprakelijk zijn voor elke tekortkoming in de niet succesvolle restitutie volgens lid 1.

Als laatste onderwerp uit de Tweede richtlijn wordt hier genoemd dat de EMCA voor *public companies*, evenals de richtlijn, kiest voor een minimumkapitaal van € 25.000 (art. 2.07). Voor *private companies* is, in aansluiting bij steeds meer lidstaten, gekozen om geen minimumkapitaal voor te schrijven.

### 4.3.2 Bestuur en bestuurdersaansprakelijkheid

Voor het bestuursmodel kiest de EMCA in hoofdstuk 8 voor een keuzemodel: vennootschappen kunnen in hun statuten kiezen voor een *one-tier* model, een *two-tier* model of een combinatie van beide (art. 8.01). Met deze laatste tussenvorm gaat de EMCA iets verder dan Boek 2 BW, waarin sinds 2013 een keuze voor een van beide bestuursmodellen is opgenomen. Hoewel de meeste lidstaten een *two-tier* model kennen, is de keuzemogelijkheid in lijn met de trend die is te zien in diverse lidstaten, aldus de toelichting. Terecht wordt zij verder onderbouwd met de opmerking dat er geen bewijs is dat het ene systeem beter is dan het andere systeem.<sup>[41]</sup>

De bestuurstaken ('directors's duties') in hoofdstuk 9 van de EMCA zijn grotendeels gebaseerd op het systeem van de Engelse *Companies Act*. De bestuurstaken zijn uitgewerkt in de algemene taken voor de board (zowel *one tier* als *two tier*) en vervolgens in de *duty of care* en de *duty of loyalty* voor bestuurders. Het opnemen van de *duty of care* en de *duty of loyalty* in de EMCA is in die zin opvallend, dat, hoewel volgens de toelichting ruim erkend in Europees vennootschapsrecht, de meeste lidstaten geen bepalingen kennen die beide principes direct uitdrukken.<sup>[42]</sup> De *duty of care* betekent dat de bestuurder 'must exercise reasonable care, skill and diligence'.<sup>[43]</sup>

Daarnaast zijn in deel 2 van hoofdstuk 9 EMCA bijzondere regels opgenomen voor tegenstrijdig belang-situaties. Naast regels over openheid over een (mogelijkheid van) tegenstrijdig belang, gelden bijzondere bepalingen over 'corporate opportunities', 'competition with the company' en 'benefits from third parties'. Voor handelingen die hieronder vallen, heeft de bestuurder toestemming nodig van de overige bestuurders of de aandeelhouders. In de vergadering waarin hierover door de bestuurders wordt gestemd, heeft de bestuurder geen stemrecht. Opvallend is dat dit niet geldt voor alle situaties waarin een tegenstrijdig belang-situatie bestaat, maar alleen wanneer het gaat om een overeenkomst tussen de bestuurder of een derde en de vennootschap en waarin het gaat om rechtszaken.<sup>[44]</sup>

Hoofdstuk 10 EMCA ziet op aansprakelijkheid van bestuurders, met als kernartikelen 10.01 (Directors' Liability) en 10.04 (Wrongful Trading). Bij precieze lezing lijkt art. 10.01 op onderdelen voor (tekstuele) verbetering vatbaar.<sup>[45]</sup> Over het algemeen zijn de regels voor bestuurdersaansprakelijkheid in de lidstaten vergelijkbaar.<sup>[46]</sup> Een van de verklaringen daarvoor is de grote invloed van Amerikaans vennootschapsrecht, zoals het ontwerp van de *Business Judgment Rule* (BJR), aldus de toelichting.<sup>[47]</sup> De grote invloed van de BJR is tevens zichtbaar in art. 10.01 EMCA.

Een bestuurder of toezichthouder<sup>[48]</sup> die in de uitoefening van zijn taken overeenkomstig de EMCA, het jaarrekeningenrecht of de statuten bewust of op nalatig wijze ('intentionally or negligently') schade toebrengt aan een aandeelhouder of andere persoon, moet deze schade vergoeden (art. 10.01 (2)).<sup>[49]</sup> Art. 10.01 (3) kent een voor verbetering vatbare regeling inzake de BJR, waarin drie omstandigheden zijn opgenomen waarin een bestuurder geacht wordt aan zijn plicht uit het artikel te hebben voldaan.<sup>[50]</sup> Allereerst geldt dat hij of zij 'is not interested in the subject of the business judgement'. Als tweede geldt, kort gezegd, dat hij of zij goed is geïnformeerd, en als laatste geldt dat hij of zij 'rationally believes that the business judgement is in the best interests of the company'.

Een vergelijking van alleen het (van de twee meest soepele) criterium 'negligently' met het ernstig verwijt-criterium in Nederland, levert een hogere drempel voor aansprakelijkheid in Nederland op. Maar in combinatie met de BJR uit art. 10.01 (3), die de bestuurder tegen te snelle aansprakelijkheid beschermt, kan die algemene conclusie zeker niet worden getrokken. Voorts worden ook derden expliciet genoemd in art. 10.01 (2). In Nederland wordt alleen de rechtspersoon genoemd in art. 2:9 BW, maar werkt de ernstig verwijtbaarheidsnorm in de rechtspraak bij een onrechtmatige daadsactie door.<sup>[51]</sup>

De bestuurder is niet aansprakelijk tegenover de vennootschap, indien de handeling is verricht op basis van een rechtsgeldig besluit van de AV. Het feit dat het toezichthoudende orgaan de handeling heeft goedgekeurd, sluit aansprakelijkheid niet uit (art. 10.01 (5)). Mede in het licht van het recente *TMF*-arrest van de Hoge Raad<sup>[52]</sup> is de toelichting bij art. 10.02 EMCA over hoofdelijkheid interessant. Daarin is opgenomen dat de vraag of een individuele bestuurder aansprakelijk is, per bestuurder afzonderlijk moet worden vastgesteld.

De regeling voor *wrongful trading* in art. 10.04 is geïnspireerd door de Engelse *Insolvency Act* en rechtspraak uit de noordelijke lidstaten.<sup>[53]</sup> Wat dat laatste betreft zou tevens kunnen worden verwezen naar Nederlandse rechtspraak (de *Beklamet*-norm).

Voor het instellen van een aansprakelijkheidsvordering vanwege het toebrengen van schade aan de vennootschap geldt een verjaringstermijn van drie jaar. In de toelichting is te lezen dat deze termijn in de lidstaten varieert tussen de drie en vijf jaar.<sup>[54]</sup> De keuze voor drie jaar is opvallend, nu de vervolgoepmerking in de toelichting is dat een vijfjaarstermijn gebruikelijk is en Frankrijk en Ierland een termijn van drie jaren kennen.

### 4.3.3 Herstructurering

Hoofdstuk 13 EMCA ziet op herstructureringen en kent regels voor een overnamebod, een *scheme of arrangement*, nationale en grensoverschrijdende fusies en splitsingen en grensoverschrijdende omzettingen.<sup>[55]</sup> Voor de *scheme of arrangement*, grensoverschrijdende splitsing en grensoverschrijdende omzetting zijn geen regels vastgesteld op EU-niveau.<sup>[56]</sup> De voorzitter van de werkgroep over hoofdstuk 13 EMCA komt uit Ierland en dat lijkt op beide eerste onderwerpen van grote invloed te zijn geweest. Zo geldt bij een overnamebod de ook in het V.K. en Ierland geldende *board neutrality rule* (art. 13.01) en komt een *scheme of arrangement* (art. 13.02) veel voor in het V.K. en Ierland.<sup>[57]</sup>

Waarom voor een *board neutrality rule*, die als optie in de dertiende Richtlijn is opgenomen, door de EMCA-groep is gekozen, wordt niet toegelicht, anders dan dat dit past bij het principe van *Shareholder Democracy*.<sup>[58]</sup> Overigens laat de recente *Akzo*-zaak zien dat het niet ondernemen van actie door het bestuur, in dit geval het niet willen praten met de potentiële bidder, eveneens een bod kan frustreren. De *scheme of arrangement* kent daarentegen een uitgebreide toelichting, vermoedelijk omdat de regeling onbekend is in andere lidstaten dan het V.K. en Ierland. De aantrekkelijkheid van de regeling is aangetoond door de 'high profile seat transfers from other Member States to the UK in order to benefit from the flexible rules they offer', aldus de toelichting.<sup>[59]</sup> De regeling kan tot op zekere hoogte worden vergeleken met de in Nederland ter consultatie voorgelegde 'Wet homologatie onderhands akkoord ter voorkoming van faillissement'.<sup>[60]</sup>

Een *compromise or arrangement* (a *scheme of arrangement*), dat zowel door solvente als insolvente vennootschappen kan worden gebruikt, 'may be proposed between a company and its creditors, or any class of them, or its shareholders or any class of shareholders and must be approved by a scheme meeting', aldus art. 13.02 EMCA. Opvallend is dat een *scheme* met een meerderheid in aantal en twee derde in waarde kan worden aangenomen (art. 13.03 (3), terwijl zowel in Ierland als in het V.K. 75% in waarde is vereist. Als motivering voor deze expliciete afwijking geldt de consistentie met andere EMCA-hoofdstukken waar een twee derde meerderheid voor bijzondere besluiten van de AV is vereist.<sup>[61]</sup> Dit is een goed voorbeeld van een bijzonder slechte motivering, die het EMCA-project niet ten goede komt. Niet alleen is onduidelijk waarom een dergelijke consistentie nodig is, aan een belangrijke afwijking van de lidstaten waar de regeling succesvol werkt, zou op zijn minst een goede inhoudelijke motivering ten grondslag moeten liggen. En juist in dit geval ligt een verlaging van de meerderheid niet voor de hand. De gekozen consistentie ziet op besluiten van de AV, maar de regeling geldt eveneens voor schuldeisers. Uit de toelichting blijkt dat enkele leden van de EMCA-groep met het oog op laatstgenoemde groep kritiek hebben op de regeling.<sup>[62]</sup>

De regeling in de EMCA inzake juridische fusies en inzake splitsingen gelden zowel voor *public* als *private companies*, maar kennen soepelere regels en een meer flexibele benadering voor *private companies*. De Derde en Zesde richtlijn zien alleen op *public companies*, maar zijn door veel lidstaten ook op *private companies* (en andere rechtspersonen) van toepassing verklaard. Een verdere versoepeling in de lidstaten geïnspireerd door de EMCA voor *private companies* is dan ook zonder meer mogelijk.<sup>[63]</sup> Daarbij lijkt de optie om af te zien van een fusievoorstel indien alle aandeelhouders daarmee instemmen (art. 13.07) te ver doorgesloten in flexibiliteit, nu het om het basisdocument voor de fusie gaat. Overigens zijn de Derde en Zesde richtlijn na inwerkingtreding in twee etappes versoepeld, waarmee aandeelhouders onder meer kunnen afzien van een bestuurstoelichting en een accountantsverklaring.<sup>[64]</sup> Anders dan volgt uit de Derde, Zesde en Tiende richtlijn, geldt er in de EMCA geen beperking tot het betalen van geld tot 10% van de nominale waarde bij fusie of splitsing.

Voor een besluit tot fusie of splitsing schrijft de EMCA een meerderheid in de AV van twee derden voor (art. 13.12/13.71).<sup>[65]</sup> Volgens de Derde en Zesde richtlijn en art. 2:330 en 2:334ee BW is een twee derde meerderheid slechts vereist indien minder dan de helft van het geplaatst kapitaal aanwezig is. Gezien het ingrijpende karakter van een fusie of splitsing, is de strengere regeling in EMCA gerechtvaardigd. Aandeelhouders in de verdwijnende vennootschap die tegen een grensoverschrijdende fusie hebben gestemd, hebben recht op een schadeloosstelling (art. 13.30). Hoewel deze keuze terecht is gemaakt doordat het toepasselijke vennootschapsrecht wijzigt, wordt niet toegelicht waarom deze bescherming alleen geldt voor aandeelhouders in de verdwijnende vennootschap. Zo biedt de Tiende richtlijn lidstaten de ruimte voor minderheidsbescherming in het algemeen en voorziet het recente voorstel van de Commissie tot wijziging van Richtlijn (EU) 2017/1132 in een algemeen uittreedrecht bij grensoverschrijdende fusies.<sup>[66]</sup>

De EMCA heeft een origineel systeem van schuldeiserbescherming voor nationale fusies (art. 13.13), grensoverschrijdende fusies (art. 13.28) en splitsingen (art. 13.57), waarbij een combinatie is gemaakt van de regelingen in de EU-richtlijnen, in Denemarken en Zweden.<sup>[67]</sup> Het huidige systeem in de richtlijnen en in de meeste lidstaten brengt met zich dat schuldeisers

zelf moeten beoordelen of aanvullende waarborgen nodig zijn, en dit vervolgens voor de rechter aannemelijk moeten maken (in Nederland: art. 2:316/2:334l BW). Dat is veelal een lastige en tijdrovende aangelegenheid. De oplossing voor dit probleem in Denemarken, Zweden en in de EMCA is dat een onafhankelijke deskundige een analyse maakt met het oog op de risico's voor schuldeisers. Volgens de EMCA kunnen schuldeisers aanvullende waarborgen vorderen wanneer de deskundige concludeert dat zij niet voldoende waarborgen hebben na de fusie of splitsing, of dat de financiële situatie van de fuserende of aan de splitsing deelnemende vennootschappen aanvullende waarborgen vereisen. Interessant is dat het recente voorstel voor aanpassing van Richtlijn (EU) 2017/1132 wat betreft grensoverschrijdende omzettingen, fusies en splitsingen een vergelijkbare rol voor de onafhankelijke expert kent.<sup>[68]</sup>

#### 4.3.4 Concernrecht

Hoofdstuk 15 EMCA is gewijd aan groepsrecht.<sup>[69]</sup> Een afzonderlijk hoofdstuk over groepsrecht is niet vanzelfsprekend, nu veel lidstaten, waaronder Nederland, geen overkoepelende wettelijke regeling op dit gebied kennen en de 'gaten' worden ingevuld door rechtspraak. Een uitzondering is bijvoorbeeld Duitsland, waarvan de wettelijke regeling model heeft gestaan voor het voorstel voor een (nadien ingetrokken) negende richtlijn in de jaren tachtig van de vorige eeuw. Ook in hoofdstuk 15 EMCA is de invloed van Duits recht zichtbaar, maar is tevens inspiratie geput uit diverse andere lidstaten, in het bijzonder uit de in de Franse rechtspraak ontwikkelde *Rozenblum*-doctrine.<sup>[70]</sup> Hoewel de Europese Commissie na deze mislukte poging geen nieuwe initiatieven heeft ondernomen, kan het idee van een geharmoniseerde regeling voor groepsrecht zich de laatste jaren op nieuwe belangstelling verheugen.<sup>[71]</sup>

In afzonderlijke delen van hoofdstuk 15 EMCA wordt aandacht besteed aan 'group management', 'protection of shareholders of the parent company' en 'protection of shareholders and creditors of the subsidiary'. Als kernbepaling geldt het instructierecht van de (buitenlandse) moederverenootschap aan het bestuur van een dochter (art. 15.09).<sup>[72]</sup> Daarmee samenhangend wordt het groepsbelang expliciet erkend in art. 15.16 EMCA. Wat het groepsbelang inhoudt, laat de EMCA open en daarmee aan de rechtspraak, nu het gaat om een bijna oneindige hoeveelheid situaties waarin een groep zich kan bevinden, aldus de toelichting.<sup>[73]</sup>

Het bestuur is gehouden de instructie op te volgen, maar *mag* dit weigeren als de voorwaarden van art. 15.16 EMCA over het groepsbelang niet zijn nageleefd. Art. 15.16 lid 1 bepaalt dat als het bestuur handelt in strijd met het belang van de dochter, al dan niet als gevolg van een instructie, een bestuurder of manager niet geacht wordt in strijd met de *fiduciary duties* te hebben gehandeld, indien (i) het besluit in het belang van de groep als geheel is genomen; en (ii) het bestuur (*acting in good faith*) er redelijkerwijs vanuit mocht gaan dat het verlies/de schade/het nadeel binnen een redelijke termijn opwoog tegen opbrengst/winst/voordeel<sup>[74]</sup>; en (iii) het verlies/de schade/het nadeel niet zodanig is dat de continuïteit van de vennootschap in gevaar komt.

Art. 15.16 (1) onder (iii) EMCA werpt een ander licht op het woord 'may' bij het niet hoeven op te volgen van een instructie uit lid 3. In de toelichting wordt opgemerkt dat het bij de vraag naar de opvolging van instructies die in strijd zijn met het belang van de dochter erop aankomt of het bestuur van de dochter 'must obey' or 'may refuse to obey'.<sup>[75]</sup> Opvallend is dat de optie 'must refuse' niet wordt genoemd, terwijl die voor de hand ligt als vooraf de verwachting bestaat dat de continuïteit van de dochter in gevaar komt. Vanuit minderheidsaandeelhouders en schuldeisers bezien, moet de dochter immers als zelfstandige vennootschap worden beschouwd. Naar Nederlands recht is het bestuur gehouden een aanwijzing op te volgen, tenzij deze in strijd is met het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (art. 2:239 lid 3 BW). Hoewel bij de uitleg hiervan in de rechtspraak het concernbelang een grote rol kan spelen, gaat dit belang niet zo ver dat de opvolging van een instructie de continuïteit van de dochter in gevaar mag brengen. Naar Nederlands recht moet een dergelijke instructie worden geweigerd. Ook de constatering in de toelichting van de EMCA dat bij een weigering de instructie in dit geval op te volgen met zich kan brengen dat de bestuurder wordt ontslagen en de moeder dus altijd het laatste woord heeft, ligt naar Nederlands recht genuanceerder. Een dergelijk ontslag is vermoedelijk in strijd met art. 2:8 BW.

Enkele bestuursleden zijn expliciet uitgesloten van de plicht om een instructie op te volgen, te weten (i) bestuurders die niet zijn benoemd door de moeder of de meerderheidsaandeelhouder; (ii) onafhankelijke bestuurders in de zin van de corporate governance code, indien van toepassing; en (iii) bestuurders die gelden als werknemersvertegenwoordigers (art. 15.09 (3)). Als voorbeeld voor (i) kan worden gewezen op bestuurders die zijn benoemd door een niet-controlerende aandeelhouders op grond van een aandeelhoudersovereenkomst.

Ter bescherming van aandeelhouders is een recht op uitkoop opgenomen wanneer de moeder meer dan 90% van de aandelen en van het stemrecht heeft (art. 15.15)<sup>[76]</sup>; voor schuldeisers van de dochter geldt een aansprakelijkheidsregeling van de moeder (art. 15.17). De moeder is verplicht over te gaan tot een fundamentele herstructurering of tot het aanvragen van faillissement, wanneer duidelijk is dat de dochter niet op eigen kracht kan voortbestaan. Gaat de moeder hiertoe niet over, dan is zij aansprakelijk voor de schulden vanaf het crisismoment. Wanneer de moeder het belang van de dochter en het groepsbelang heeft geschaad, is zij aansprakelijk voor onbetaalde schulden van de dochter als gevolg van de

<sup>[77]</sup>

schadelijke instructies.<sup>[77]</sup> Schadevergoeding kan in beide gevallen alleen worden gevorderd door de curator, die hiertoe kan worden gedwongen door schuldeisers die 10% van de schulden vertegenwoordigen.

### 4.3.5 Algemene vergadering en minderheidsbescherming

Hoofdstuk 11 EMCA ziet op de AV en op minderheidsbescherming. Over het algemeen is het hoofdstuk in overeenstemming met de (recent aangepaste) Aandeelhoudersrichtlijn en met het Actieplan van de Europese Commissie uit 2012, aldus de toelichting.<sup>[78]</sup> In het licht van het recente arrest van de Hoge Raad inzake *Boskalis/Fugro*<sup>[79]</sup> waarin de uitleg van het agenderingsrecht in de Aandeelhoudersrichtlijn een belangrijke rol speelt, is de uitwerking van dit recht in de EMCA interessant. Nu dit recht sterk verband houdt met de vraag naar de bevoegdheidsverdeling tussen AV en bestuur, wordt hieraan allereerst aandacht besteed.

Voor de bevoegdheden van de AV maakt de EMCA een onderscheid tussen *public* en *private companies* (art. 11.01). Tenzij de EMCA anders bepaalt, oefenen aandeelhouders in een public company hun rechten tegenover de vennootschap uit in de AV. Nationaal recht kan bepalen<sup>[80]</sup> dat de AV alleen met instemming van het bestuur kan besluiten over zaken die tot het terrein van het bestuur behoren. Die mogelijkheid voor de AV kan tevens in de statuten worden opgenomen. Voor private companies geldt dat de AV bevoegdheid over alle vennootschapszaken toekomt, tenzij de statuten anders bepalen. Tevens kan de AV directe instructies geven aan de 'managing director' of het bestuur.

Evenals de (herziene) Aandeelhoudersrichtlijn (art. 6), geeft de EMCA aandeelhouders het recht punten op de agenda van de AV te plaatsen (art. 11.13). Voor public companies geldt dat de statuten een meerderheid van ten minste 5% kunnen voorschrijven. De *Boskalis/Fugro*-zaak gaat om de vraag of over alle agendapunten een stemming kan worden afgedwongen, hetgeen door de Hoge Raad ontkennend wordt beantwoord. Art. 11.13 EMCA en de toelichting daarbij gaan hier niet expliciet op in, maar wijzen sterk op een bevestigend antwoord. Volgens art. 11.13 (4) EMCA geldt dat geen besluit wordt genomen over punten die niet zijn opgenomen in de agenda, tenzij alle aandeelhouders aanwezig zijn en het voorstel goedkeuren. Dat impliceert dat over alle agendapunten kan worden gestemd. Over art. 6 Aandeelhoudersrichtlijn merkt EMCA op:

"The right to add items to the agenda and to table draft resolutions enables shareholders to decisively influence general meetings."<sup>[81]</sup>

Ook dit wijst op een bevestigend antwoord.

Niet wettelijk geregeld op EU niveau of in Nederland, is de bepaling dat de aandeelhouder niet mag meestemmen over zijn aansprakelijkheid tegenover de vennootschap (art. 11.11). Evenals in Nederland sinds een wetwijziging in 2002 het geval is (art. 2:101/2:210 lid 3 BW), zijn goedkeuring van de jaarrekening en décharge gescheiden besluitpunten op de jaarlijkse AV (art. 11.12). De EMCA kent een afzonderlijke bepaling voor 'Very Important Decisions' (art. 11.27). Het gaat om een goedkeuringsrecht van de AV bij besluiten van het bestuur die grote verandering aan de identiteit of het karakter van de vennootschap of haar onderneming met zich brengen. Het artikel is geïnspireerd door art. 2:107a BW.<sup>[82]</sup>

Ter bescherming van minderheidsaandeelhouders geldt als algemene bepaling dat de AV geen besluit mag nemen dat 'obviously is likely to give certain shareholders or others an undue advantage over other shareholders of the company.' (art. 11.31).<sup>[83]</sup> Voorts geldt dat een of meer aandeelhouders een voorstel kunnen indienen tot het aanstellen van een speciale onderzoeker voor het verrichten van onderzoek naar het beleid van de vennootschap (art. 11.32).<sup>[84]</sup> Hoewel de toelichting niet verwijst naar het Nederlandse enquêterecht<sup>[85]</sup> en dit laatste recht veel meer om het lijf heeft, kan een zekere vergelijking worden gemaakt tussen beide regelingen. Indien de AV weigert de speciale onderzoeker te benoemen, kunnen aandeelhouders die ten minste 10% van de aandelen vertegenwoordigen de rechter verzoeken de vennootschap te bevelen de onderzoeker te benoemen. Opvallend is dat geen onderscheid wordt gemaakt tussen het wel of niet hebben van een beursnotering (vgl. art. 2:346 BW), dan wel tussen public en private companies. Op verzoek van de vennootschap kan de rechter het mandaat van de onderzoeker aanpassen, rekening houdend met de noodzaak om grote schade aan de vennootschap en derden te vermijden. Het rapport van de onderzoeker wordt beschikbaar gesteld aan de aandeelhouders en gepresenteerd tijdens de AV. De kosten van de onderzoeker worden door de vennootschap gedragen, maar de statuten kunnen bepalen dat deze worden gedragen door de aandeelhouder(s), wanneer uit het rapport niet blijkt van enige materiële schending van recht. Als laatste wat betreft het deel over minderheidsaandeelhouders worden hier genoemd het uitstootrecht<sup>[86]</sup> (art. 11.34) en het uitkooprecht (11.35) in het geval een aandeelhouder meer dan 90% van de aandelen vertegenwoordigt (vgl. art. 2:92a BW en 2:359c/d BW, waar het gaat om 95%).

Deel 3 van hoofdstuk 11 EMCA gaat over 'Shareholder liability'. Daarin is allereerst opgenomen dat aandeelhouders 'must provide compensation for any losses that they cause to the company, individual or third parties through intentional acts or omissions, or gross negligence.' (art. 11.36). Voorts geldt een regeling tot uittreding of overdracht bij zich misdragende aandeelhouders (art. 11.37). De regeling is veel minder uitgebreid uitgewerkt dan de Nederlandse geschillenregeling (zie m.n. art. 2:336 en 2:343 BW), maar op belangrijke punten ruimer. Zo worden ook derden beschermd. Als criterium geldt het 'intentionally or by gross negligence' veroorzaken van schade aan de vennootschap, aandeelhouders, schuldeisers of derden. Anders dan in Nederland, is voor een vordering tot verplichte overdracht van



aandelen geen een derde meerderheid nodig. De ongeldigheid van een décharge door het ontbreken van (juiste) informatie, is expliciet in de EMCA opgenomen (art. 11.38; vgl. in Nederland het *Staleman/Van de Ven*-arrest). Als laatste kent deel 3 van hoofdstuk 11 EMCA een regeling inzake afgeleide actie (derivatie suit) (art. 11.39), gebaseerd op het recht van Denemarken, Finland en Sweden.<sup>[87]</sup>

## 5. Verwachte gebruik van de EMCA, mede in het licht van de ervaringen in de V.S.

Het initiatief voor de EMCA is geïnspireerd door de *Model Business Corporation Act* (MBCA) in de V.S. Modelwetgeving speelt een belangrijke rol in het vennootschapsrecht in de V.S. De MBCA is een door de *American Bar Association* opgestelde modelwet voor vennootschapsrecht en is inmiddels door 32 staten in belangrijke mate overgenomen.<sup>[88]</sup> Daarnaast kan als de facto modelwetgeving in de V.S. worden genoemd de *Delaware General Corporation Law*. Niet alleen is het vennootschapsrecht van veel staten (deels) geïnspireerd op het recht van Delaware, rechtens uit de hele V.S. gebruiken dit recht als modelwetgeving.<sup>[89]</sup> Als derde modelwet kan worden gewezen op de in 1994 gepubliceerde *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, opgesteld door een groep wetenschappers en praktijkjuristen onder auspiciën van het *American Law Institute*.<sup>[90]</sup>

De geschiedenis van de MBCA laat zien dat het succes niet vanzelfsprekend was en is gebaseerd op een lange weg van meer of minder ingrijpende aanpassingen.<sup>[91]</sup> En ook het grote succes van Delaware als staat van oprichting heeft een lange aanloop gehad in de competitie voor het beste vennootschapsrecht.<sup>[92]</sup> Vanuit dat perspectief kan de verwachting voor de EMCA in ieder geval voor de komende jaren worden getemperd. Maar ook een verdere vergelijking tussen de V.S. en de EU toont belangrijke verschillen die van invloed zullen zijn op het succes van de EMCA. Meer in het algemeen geldt dat de culturele verschillen, zowel in het recht als daarbuiten, in de EU veel groter zijn dan in de V.S., en daarmee vermoedelijk de bereidheid modelwetgeving over te nemen kleiner is. In de V.S. speelt daarbij tevens de gemeenschappelijke taal een positieve rol.

Voorts kan worden gewezen op de in de gehele V.S. geldende incorporatieleer (de *internal affairs doctrine*) en de daarmee gepaard gaande volledige vrijheid van vestiging voor vennootschappen. Ook in de EU geldt weliswaar het recht op vrije vestiging van art. 49 en 54 VWEU, maar is dit recht mede door de naast de incorporatieleer geldende werkelijke zetelleer minder vergaand dan in de V.S.<sup>[93]</sup> Met de competitiestrijd voor het beste vennootschapsrecht die hiervan het gevolg is en al lange tijd gaande is in de V.S., zijn staten voortdurend op zoek (geweest) naar mogelijke verbeteringen in het recht. Die verbeteringen kunnen onder meer van andere staten en van modelwetgeving komen. Hoewel hierboven is gebleken dat voor EU-lidstaten een zekere ruimte is gebleven om het eigen vennootschapsrecht vorm te geven, verschilt deze situatie wezenlijk met die in de V.S.

Als laatste kan bij de vergelijking met de V.S. worden opgemerkt dat het kopiëren van wetgeving van andere staten en het gebruik van modelwetgeving in de V.S. in een relatief vroeg stadium in de ontwikkeling van vennootschapsrecht is gestart.<sup>[94]</sup> Voor de EMCA is dat anders bij de meeste EU-lidstaten, die inmiddels een sterk ontwikkeld rechtssysteem kennen. Van vrijwillige overname van bepalingen uit de EMCA zal zeker in die lidstaten vermoedelijk niet snel sprake zijn. Zo is bij de grondige herziening van het Belgische vennootschapsrecht die de afgelopen jaren is voorbereid en waarin ruime aandacht wordt besteed aan rechtsvergelijking, geen verwijzing te vinden naar de EMCA.<sup>[95]</sup> Gebruik van de EMCA zal vermoedelijk dan ook in eerste instantie moeten worden verwacht bij recent tot de EU toegetreden of nog toe te treden lidstaten.<sup>[96]</sup>

Als lidstaten (wel) openstaan voor gebruik van de EMCA, komt het aan op de inhoud ervan. De EMCA zelf verwijst voor de impact van de modelwet naar de kwaliteit en bruikbaarheid. Voor het beoordelen van de kwaliteit van de bepalingen spelen de motivering in de EMCA en de overtuigingskracht een cruciale rol. Juist op dat punt vertoont de EMCA een sterk wisselend beeld. Veelal wordt relatief veel ruimte ingeruimd voor EU-wetgeving en voorbeelden van (implementatie)wetgeving in de lidstaten, en relatief weinig ruimte voor motivering van de keuzes die de EMCA-groep zelf maakt. Zo wordt regelmatig volstaan met een verwijzing naar (innovatieve) wetgeving in een van de lidstaten, niet zelden een 'Nordic country'. Bij toekomstige verbeteringen van de EMCA zal dan ook meer aandacht moeten zijn voor de motivering. Voor de kwaliteit van de EMCA is voorts van belang hoe lidstaten oordelen over de kwaliteit van eigen wetgeving en de bereidheid te erkennen dat (een deel van) de EMCA in deze vergelijking 'beter' is.

Als aandachtspunt of zorg voor het gebruik van de EMCA wordt in de literatuur tevens gewezen op het probleem van een uniforme interpretatie van de EMCA-bepalingen. Daarbij wordt zelfs het idee geopperd om een *Model Company Court* in het leven te roepen.<sup>[97]</sup> Los van de vraag of dit wenselijk of haalbaar is, kan het probleem sterk worden gerelativeerd. Omdat het gaat om gebruik van EMCA-bepalingen in nationaal recht, zijn nationale verschillen geen (groot) probleem. De vrijheid eigen keuzes te maken bij de interpretatie kan voor lidstaten belangrijk zijn, ook omdat de bepalingen waarover uitleg wordt gevraagd veelal in relatie staan met andere niet op de EMCA gebaseerde nationale bepalingen. Wel kan het nuttig zijn naar de uitleg in andere landen te kijken ter inspiratie en kan een uniforme interpretatie voordelen met zich brengen voor 'buitenlandse' gebruikers. Een verbetering van de toelichting bij de EMCA-bepalingen kan helpen om te komen tot een

meer uniforme interpretatie.

De belangrijkste kracht van de EMCA, zeker in de eerste fase van de ontwikkeling, is de uitgebreide rechtsvergelijking. Het gaat om een schat aan informatie voor onder meer wetgevers, wetenschappers en studenten. Ook als wetgevers niet expliciet willen verwijzen naar de EMCA, kunnen zij inspiratie uit de bepalingen en de rechtsvergelijking halen. Daarnaast zullen wetgevers worden beïnvloed door wetenschappers, die de EMCA in toenemende zullen meenemen in hun onderzoek. Nederland heeft laten zien open te staan voor rechtsvergelijking en is zich sterk bewust van het belang van een goed vestigingsklimaat. Zo heeft de Nederlandse wetgever bij de flexibilisering van het BV-recht in 2012 een belangrijke (voorbereidende) rol aan wetenschappers en aan rechtsvergelijking toebedeeld<sup>[98]</sup> en is de introductie in 2013 van de one-tier board geïnspireerd op Angelsaksisch recht. Indirecte invloed van rechtsvergelijking is te zien in de Nederlandse rechtspraak, waarbij bijvoorbeeld A-G Timmerman in enkele invloedrijke conclusies ruime aandacht besteedt aan het recht van andere landen.<sup>[99]</sup> En ook de Nederlandse Corporate Governance Code heeft een sterke internationale oriëntatie, waarbij de rechtsvergelijking uit de EMCA in de toekomst van waarde kan zijn.

## 6. Conclusie

Afgelopen jaren is door de EMCA-groep hard gewerkt aan een modelwet voor het vennootschapsrecht inzake kapitaalvennootschappen. Hoewel de lidstaten gebonden zijn aan harmonisatielwetgeving van de EU-regelgever, hebben zij ruime mogelijkheid inspiratie te putten uit de EMCA. Met een te verwachten toename van grensoverschrijdende mobiliteit van vennootschappen en concurrentie tussen rechtstelsels in de toekomst, zullen lidstaten meer dan voorheen streven naar aantrekkelijk vennootschapsrecht. Daarmee zal de EMCA en de daarin opgenomen rechtsvergelijking als inspiratiebron aan belang kunnen winnen. Voor Nederland kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de voorgenomen modernisering van het NV-recht.

Mede doordat de meeste lidstaten reeds een sterk ontwikkeld vennootschapsrecht hebben, is de verwachting dat de rol van de EMCA in ieder geval de komende jaren (heel) bescheiden zal zijn. Om die rol te laten groeien in de komende jaren is niet alleen meer bekendheid nodig, maar tevens een verbetering van diverse EMCA-bepalingen en motivering van gemaakte keuzes. Nu de EMCA voor wetenschappers (en studenten) een geweldige bron is om mee te werken, kunnen zij bij beide een belangrijke rol spelen.

Voetnoten

[1]

Maarten Verbrugh is hoogleraar ondernemingsrecht aan de Erasmus School of Law.

[2]

De EMCA 2017 is te vinden via <ssrn.com>. Een eerdere draft EMCA van juli 2015 was verspreid onder de deelnemers van een conferentie over de EMCA in september 2015 in Wenen.

[3]

Zie art. 1.02(1) EMCA en p. 10 e.v. en p. 17. Het gaat om *private companies* en *public companies*, waarbij als onderscheid geldt of de vennootschap aandelen binnen of buiten besloten kring kan aanbieden (art. 1.03 EMCA). Dit onderscheid geldt niet in Nederland voor de NV/BV.

[4]

Zie Theodor Baums & Paul Krüger Andersen, 'The European Model Company Law Act Project', ECGI Law Working Paper No 097/2008, maart 2008. Zie verder de inleiding van de EMCA.

[5]

EMCA, p. 1.

[6]

Zie EMCA, p. 6-8.

[7]

Vgl. J. Payne, 'The Role of European Regulation and Model Acts in Company Law', in: U. Bernitz & W-G Ringe (eds.), *Company Law and Economic Protectionism*, Oxford: Oxford University Press 2010, p. 332.

[8]

EMCA, p. 4. Zie voor deze uitgangspunten tevens COM(2006) 689. Bij invoering van de flex BV speelden met name de eerste twee uitgangspunten eveneens een prominente rol.

[9]

Twee andere gerelateerde vragen zien op het gebruik van 'disclosure vs. substantive rules' en de keuze tussen 'codes/selfregulation and substantive (Model Act) rules'. Over het eerste wordt vervolgens niets gezegd, het tweede onderwerp benadert de EMCA hoofdstuk-bij-hoofdstuk, omdat hierop

geen eenvoudig antwoord is. Zie EMCA, p. 5.

[10]

Zie EMCA, p. 5. Tenzij anders vermeld, ziet een bepaling in de EMCA zowel op *private* als *public companies*. In een aantal gevallen geldt een bepaling specifiek voor beursvennootschappen.

[11]

Zie COM(2012) 740 final.

[12]

EMCA, p. 4.

[13]

EMCA, p. 1. Zie ook p. 4.

[14]

EMCA, p. 1.

[15]

Zie hierover M.A. Verbrugh, 'Concurrentie van vennootschapssystemen in Europa', *SEW* 2008, nr. 7/8, p. 267-277.

[16]

De Eerste, Tweede, Derde, Zesde en Tiende richtlijn zijn recent gecodificeerd in Richtlijn (EU) 2017/1132.

[17]

Voor nieuwe Europese rechtsvormen is de Europese wetgever per definitie het aangewezen gremium.

[18]

Zie voor harmonisatiewetgeving, J.N. Schutte-Veenstra, *Europees vennootschapsrecht*, Serie Ondernemingsrecht deel A.15, Den Haag: Sdu 2013. Hoewel de Europese wetgever geen formele rol heeft bij de nationale corporate governance codes die veel lidstaten kennen, wordt het uitwisselen van *best practices* door de Commissie wel gestimuleerd.

[19]

EMCA, p. 2.

[20]

Op 25 april 2018 heeft de Europese Commissie een voorstel voor een regeling inzake grensoverschrijdende mobiliteit openbaar gemaakt. Zie COM(2018) 241 final. Het gaat om nieuwe regels voor grensoverschrijdende omzetting en splitsing en een aanpassing van de regels die gelden voor grensoverschrijdende fusie. Zie M.A. Verbrugh, 'Richtlijnvoorstel voor grensoverschrijdende omzettingen, fusies en splitsingen: een (geheel) nieuwe stap in het harmonisatieproces', *MVO* 2018, nr. 8.

[21]

Een poging voor de eerste onderwerpen is gedaan met een voorstel voor een vijfde richtlijn, een poging voor het tweede onderwerp met een voorstel voor een negende richtlijn. Beide pogingen zijn al lange tijd geleden gestaakt. Zie over groepsrecht verder onder par. 4.3.4.

[22]

EMCA, p. 2.

[23]

In de nieuwste voorstellen van de Europese Commissie over grensoverschrijdende mobiliteit, bijvoorbeeld, wordt met geen woord gerept over de EMCA.

[24]

'Denmark' komt 108 keer voor, 'Danish' 159 en 'Nordic' 37 keer. In een aantal gevallen wordt expliciet gekozen voor een 'innovatief' Fins voorbeeld. Nederland wordt in de Draft EMCA 86 keer genoemd ('The Netherlands' 54, 'Dutch' 26 en 'Holland' 6).

[25]

EMCA, p. 17.

[26]

Bijv. art. 1.05 'Capital and the Maintenance of Capital', waarin onder meer is opgenomen dat de vennootschap een aandelenkapitaal moet hebben en dat de activa alleen mogen worden uitgekeerd zoals door de EMCA bepaald, en art. 1.07 'Transferability of Shares'.

[27]

Het gaat om de waarde van de vennootschap, hetgeen niet hetzelfde is als aandeelhoudersmaximalisatie. Zie voor een onderscheid tussen waardemaximalisatie voor de vennootschap en waardemaximalisatie voor aandeelhouders, O. Hart & L. 'Zingales, Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value', *Journal of Law, Finance and Accounting* 2017, p. 247-274.

[28]

EMCA, p. 25. Dit is in lijn met de visie van de Europese Commissie, dat de primaire verantwoordelijkheid van de vennootschap is 'to promote long-term viability', aldus de toelichting.

[29]

Zie voor de *duty of loyalty* ook onder par. 4.3.2.

[30]

EMCA, p. 190. In de toelichting wordt tevens verwezen naar de 'pluralist approach' uit art. 2:129/239 BW, waarbij het belang van aandeelhouders onder omstandigheden achtergesteld kan zijn bij het belang van de vennootschap.

[31]

HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, r.o. 4.2.1.

[32]

EMCA, p. 29.

[33]

Zie Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 29 mei 2017, ECLI:NL:GHAMS:2017:1965 en Rb. Amsterdam 10 augustus 2017, resp. HR 18 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652.

[34]

Zie verder par. 4.3.3.

[35]

EMCA, p. 29.

[36]

HvJ EG 27 september 1988, zaak 81/87. resp. HvJ EG 16 december 2008, zaak C-210/06.

[37]

Deze optie bestaat niet in Nederland en is bij de invoering van de flex BV expliciet afgewezen. Zie: Rapport van de expertgroep, Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, Deventer: Kluwer 2005, par. 4.2.1; [Kamerstukken II 2006/07, 31058, 3](#), p. 22-23 en J. Roest, 'Harmonisatie van Europees vennootschapsrecht: de EMCA', *MvO* 2018, nr. 1-2, p. 34.

[38]

Zie verder H. de Wulf, 'Shares in the EMCA: The time is ripe for true no par value shares in the EU and the 2nd Directive is not an obstacle', *ECFR* 2016, p. 215-253.

[39]

EMCA, p. 43. Zie ook J. Schmidt, 'Der European Model Company Act (EMCA)', *ZHR* 2017 (181), p. 55.

[40]

Zie art. 7.02 en 7.33.

[41]

EMCA, p. 154. Zie ook Schmidt 2017, p. 62.

[42]

EMCA, p. 28.

[43]

Zie art. 9.03 EMCA, waarin tevens wordt uitgewerkt wat onder een 'reasonable diligent person' wordt verstaan. Zie voor de *duty of loyalty* par. 4.2.

[44]

Zie art. 9.09. Het artikel is geïnspireerd door de Noorse landen, in het bijzonder Denemarken.

[45]

Zo bepaalt lid 1: "A director has a duty to the company to perform the functions, according to his or her duties and (...)". Niet alleen is deze zin tekstueel merkwaardig, uit de leden 2 en lid 3 volgt dat de *duty* ook tegenover aandeelhouders en derden geldt.

[46]

EMCA, p. 197. Bestuurdersaansprakelijkheid maakte deel uit van het (later ingetrokken) voorstel voor een 5<sup>e</sup> richtlijn.

[47]

EMCA, p. 197. Zie verder C. Gerner-Beuerle, P. Paech & E.P. Schuster, *Study on Directors' Duties and Liability* (2013). Zie over de BJR, B.F. Assink, *Rechterlijke toetsing van bestuurlijk gedrag: binnen het vennootschapsrecht van Nederland en Delaware* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2007.

[48]

Het gaat hierbij om 'a director, managing director or a member of the supervisory board', terwijl op andere plaatsen in het artikel alleen over 'director' of 'director or managing director' wordt gesproken.

[49]

Uit de toelichting (p. 199) blijkt dat het in lid 2 ook gaat om aansprakelijkheid tegenover de vennootschap. Onduidelijk is waarom de vennootschap zelf



niet in de bepaling is opgenomen.

[50]

Onduidelijk is waarom 'in good faith' in lid 3 is opgenomen, gezien de drie voorwaarden die volgen. Voorts zou aan de opsomming die volgt 'and' moeten worden toegevoegd, nu het om cumulatieve voorwaarden gaat.

[51]

Zie o.a. HR 8 december 2006, *NJ 2006/659 (Ontvanger/Roelofsen)*.

[52]

HR 30 maart 2018, ECLI:NL:HR:2018:470.

[53]

EMCA, p. 200. In plaats van 'may be liable' in art. 10.03 zou het beter zijn 'are liable' op te nemen. Zie voor een specifieke regeling in groepsverband art. 15.17 en par. 4.3.4.

[54]

EMCA, p. 201.

[55]

Zie over hoofdstuk 13 EMCA ook C. Teichmann, 'Corporate restructuring under the EMCA', *ECFR* 2016, p. 277-300. Nationale omzettingen zijn te vinden in hoofdstuk 4 EMCA inzake 'formation by transformation and re-registration'.

[56]

Voor beide laatstgenoemde regelingen is recent een richtlijnvoorstel openbaargemaakt. Zie par. 3 hierboven.

[57]

EMCA, p. 255. Een Engelse *scheme of arrangement* is een gerechtelijk dwangakkoord dat buiten een formele insolventieprocedure tot stand kan worden gebracht. Zie N. Tollenaar, *Het pre-insolventieakkoord* (diss. RUG), Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 241 e.v.

[58]

EMCA, p. 258.

[59]

EMCA, p. 255.

[60]

Zie [www.internetconsultatie.nl/wethomologatie](http://www.internetconsultatie.nl/wethomologatie).

[61]

EMCA, p. 260.

[62]

Zie EMCA, p. 255.

[63]

Wel geldt dat de richtlijn inzake grensoverschrijdende fusies op zowel *private* als *public companies* ziet.

[64]

Zie M.A. Verbrugh, 'Versoepeling van de fusie- en splitsingsprocedure in etappes', *Tijdschrift voor jaarrekeningenrecht*, 2010, nr. 4, p. 107-115. Deze versoepelingen zijn door de EMCA gevolgd, EMCA, p. 256.

[65]

Volgens de toelichting, EMCA, p. 256, geldt er buiten fusies in groepsverband geen mogelijkheid voor de verkrijgende vennootschap om bij bestuursbesluit tot fusie over te gaan. Dat is opvallend omdat de EMCA flexibiliteit als belangrijk uitgangspunt hanteert, en zij in de Derde richtlijn is opgenomen. Bij nadere bestudering blijkt dat deze optie (toch) is opgenomen in art. 13.12 (8) EMCA.

[66]

Zie kritisch, Verbrugh, *MvO* 2018.

[67]

Zie EMCA, p. 267. Zie voor de positie van schuldeisers bij fusie, splitsing en omzetting, M.A. Verbrugh, *Structuurwijzigingen bij kapitaalvennootschappen en de positie van schuldeisers* (diss. Rotterdam), Deventer: Kluwer 2007.

[68]

Zie het voorstel (COM(2018) 241 final), art. 86k, 126b en 160m.

[69]

Zie verder: Roest 2018, p. 34; P.H. Conac, 'The chapter on groups of companies of the European Model Company Act (EMCA)', *ECFR* 2016, p. 301-321.

[70]

---

Deze doctrine 'will provide protection for the management of the parent and subsidiary company against liability (civil and criminal), under certain conditions, when they manage the companies as one entity, which is the reality of a group', aldus EMCA, p. 333.

[71]

Zie bijv. Forum Europaeum on Company Groups, *Ondernemingsrecht* 2016/76 en *ECFR* 2015, p. 299-305 en EMCA, p. 332. Uit de toelichting blijkt dat de EMCA de voorstellen van Forum Europaeum on Company Groups op belangrijke punten niet volgt, veelal omdat deze weinig flexibel of te formalistisch zouden zijn.

[72]

Een 'non-wholly-owned subsidiary' moet in het handelsregister openbaar maken of zij is onderworpen aan een instructierecht, voor 100% dochters wordt daarvan uitgegaan en is geen openbaarmaking nodig (art. 15.09 (4)).

[73]

EMCA, p. 345.

[74]

Sub (ii) geldt niet bij een 100% dochter, omdat het bestuur van de moeder en de dochter in dat geval meer vrijheid om te besturen en om waarde over te dragen moeten hebben, aldus de toelichting (EMCA, p. 347).

[75]

EMCA, p. 346.

[76]

Tegenover het uitkooprecht staat het uitstootrecht van de moeder, art. 15.11 EMCA. Het gaat niet om voor groepsrecht bijzondere rechten, beide gelden in het algemeen, zie daarvoor hoofdstuk 11 EMCA.

[77]

Ook in Nederland kan de moeder onder omstandigheden aansprakelijk zijn voor schulden van een dochter o.g.v. onrechtmatige daad. Zie S.M. Bartman, A.F.M. Dorresteyn & M. Olaerts, *Van het concern*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, p. 255 e.v.

[78]

EMCA, p. 205.

[79]

HR 18 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652.

[80]

Opties voor lidstaten lijken niet goed te passen in modelwetgeving, nu de modelwet zelf een optie is.

[81]

EMCA, p. 220. Over de vraag hoe lidstaten art. 6 Aandeelhoudersrichtlijn (zouden moeten) interpreteren, dan wel hebben omgezet in nationale wetgeving, is geen informatie te vinden in de EMCA. Een uitgebreide analyse daarover is te vinden in de conclusie van A-G Timmerman (nr. 4.102 e.v.) voor de *Boskalis/Fugro*-zaak.

[82]

EMCA, p. 228.

[83]

Bij schending daarvan kunnen aandeelhouders die ten minste 10% vertegenwoordigen, de rechter verzoeken tot ontbinding van de vennootschap over te gaan (art. 11.33).

[84]

Zie ook art. 5.12 en 5.14 voor een onderzoek in groepsverband.

[85]

Wel wordt bij de toelichting over de 'upstream' mogelijkheid van een onderzoek in art. 5.14 naar art. 2:351 lid 2 BW verwezen (EMCA, p. 344).

[86]

Dit recht staat eveneens onder het deel 'Minority Protection', terwijl het gaat om meerderheidsbescherming.

[87]

EMCA, p. 236. Zie voor een pleidooi voor invoering van een afgeleide actie in Nederland, M.J. Kroeze, *Afgeleide schade en afgeleide actie (diss. Utrecht)*, Deventer: Kluwer 2004.

[88]

Zie American Bar Association, *Model Business Corporation Act Annotated* (fourth edition, 2013 revision), Volume 1, p. xii.

[89]

Zie M. Klausner, 'A U.S. View of the European Model Company Act', *ECFR* 2016, p. 364-369.

[90]

Klausner 2016, p. 363. Zie ook EMCA, p. 1 en 4.

[91]

Als voorloper van de MBCA geldt de 'Uniform Business Corporation Act' uit 1928, die slechts door enkele staten was overgenomen. Met het werk voor de MBCA is begonnen in 1940 en de in 1950 gepubliceerde versie geldt als de eerste complete versie van de MBCA. In 1984 vond een ingrijpende herziening plaats. Zie Richard A. Booth, A Chronology of the Model Business Corporation Act Annotated, *The Business Lawyer* 2000, p. 67.

[92]

Zie M.J. Kroeze & H.M. Vletter-Van Dort, 'Eenvormig bedrijfsrecht: een oud deuntje of toekomstmuziek?', in: F. de Ly & W.H. van Boom (red.), *Eenvormig bedrijfsrecht: realiteit of utopie*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2006.

[93]

Zie voor verder M.A. Verbrugh, 'Grensoverschrijdende omzetting na de arresten Cartesio en Vale', *SEW. Tijdschrift voor Europees en Economisch Recht* 2014, nr. 11, p. 512-523 en M.A. Verbrugh, 'Grensoverschrijdende zetelverplaatsing op grond van de vrijheid van vestiging: het laatste stukje van de puzzel in het Polbud-arrest?', *Tijdschrift voor Arbeid & Onderneming* 2018, nr. 1, p. 14-22.

[94]

Zie Payne 2010, p. 331.

[95]

Zie voor het 'Wetsontwerp tot invoering van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen en houdende diverse bepalingen' van 4 juni 2018: <[www.dekamer.be/FLWB/PDF/54/3119/54K3119001.pdf](http://www.dekamer.be/FLWB/PDF/54/3119/54K3119001.pdf)>. Zie voor het aangepaste wetsontwerp van 14 november 2018 [www.dekamer.be/doc/FLWB/pdf/54/3119/54K3119012.pdf](http://www.dekamer.be/doc/FLWB/pdf/54/3119/54K3119012.pdf).

[96]

Zie ook EMCA, p. 3.

[97]

Zie Ronald J. Gilson, 'A Model Company Act and A Model Company Court', *ECFR* 2016, p. 351-362. Dit idee wordt tevens door de EMCA-groep als onrealistisch bestempeld. Zie EMCA, p. 13. Zie verder M. Klausner 2016, p. 368.

[98]

Zie het rapport van de expertgroep onder voorzitterschap van De Kluiver (die tevens lid is van de EMCA-groep) en H.E. Boschma, M.L. Lennarts & J.N. Schutte-Veenstra, *Alternatieve systemen voor kapitaalbescherming*, IVO 2005.

[99]

Zie bijv. de conclusie voor de *ABN-AMRO*-beschikking (HR 13 juli 2007, *NJ* 2007/434) en voor het arrest inzake *Boskalis/Fugro* (HR 18 april 2018, ECLI:NL:HR:2018:652).